

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CRISES CAMBIAIS E OS MECANISMOS DE DEFESA CONTRA ATAQUES
ESPECULATIVOS

Luís Felipe Barthel Ferraiolo
No. de matrícula: 9414919-8

Orientador: Ilan Goldfajn

Junho de 1999

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CRISES CAMBIAIS E OS MECANISMOS DE DEFESA CONTRA ATAQUES
ESPECULATIVOS

Luís Felipe Barthel Ferraiolo
No. de matrícula: 9414919-8

Orientador: Ilan Goldfjan

Junho de 1999

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

Gostaria de agradecer ao Prof. Ilan Goldfjan pela sua orientação e sugestões de leitura, sem as quais não seria possível a conclusão deste trabalho.

ÍNDICE

Introdução

Capítulo I – O Mercado Cambial Brasileiro

I.1 – A Taxa de Câmbio

I.2 – O Mercado Spot

I.2.1 - Simulações

I.3 – O Mercado Futuro

I.3.1 – O Mercado Futuro do Dólar

I.3.1.1 – Os Participantes do Mercado

I.3.1.2 – A Formação do Preço Futuro

I.3.2 - Simulações

Capítulo II – Crises Globais

II.1 – A Crise da Ásia

II.1.1 – A Crise da Ásia - Um problema fundamentalista ou simplesmente um pânico financeiro

II.2 – A Crise da Rússia

II.3 – A Crise do Brasil

Capítulo III – Ataque Especulativo e Defesa da Moeda

III.1 – Como Acontece um Ataque Especulativo

III.2 – A Defesa da Moeda

III.2.1 – A Defesa do Baht

III.2.2 – A Defesa do Real

Conclusão

Bibliografia

INTRODUÇÃO

Nestes últimos anos o mundo tem experimentado diversas crises locais que acabaram por afetar diversos outros países, mesmo estes estando do outro lado do globo, e até iniciando outras crises em regiões diferentes. Estes acontecimentos podem ser explicados pelo mundo extremamente globalizado em que hoje vivemos. E esta globalização é decorrente das fronteiras comerciais, que apesar de ainda existentes, estão cada vez menores, da incrível capacidade e rapidez da mobilidade do capital, e da rapidez e disponibilidade das informações que vem de toda parte do mundo. Todos esses fatores e muitos outros que tornam o mundo muito mais integrado e mais eficiente, acabam por fazer com que uma crise localizada em um país, que em um mundo menos globalizado permaneceria localizada apenas no lugar de origem, contagie diversos outros países que tenham uma situação econômica semelhante ou que tenham relações comerciais diretas ou indiretas com o país em crise.

O trabalho tenta mostrar as relações entre as crises asiática, russa e a brasileira, como uma influenciou a outra e como cada uma delas afetou o próprio país, dando especial importância a dinâmica dos ataques especulativos e dos mecanismos empreendidos na defesa da moeda tailandesa, o Baht, e da moeda brasileira, o Real.

No primeiro capítulo é feita a apresentação de como funciona um mercado cambial, com ênfase no mercado cambial brasileiro, explicando como funcionam os mercados spot e futuro de moedas, apresentando e exemplificando operações dos dois mercados e os fatores que os afetam. Este capítulo é importante para que se tenha um conhecimento básico de como funcionam tais mercados para que os capítulos posteriores, principalmente o sobre os ataques especulativos e as defesas das moedas, possam ter uma melhor compreensão por parte daqueles que não tem o conhecimento de como funciona um mercado cambial.

O segundo capítulo descreve as crises cambiais da Ásia, Rússia e Brasil, mostrando a relação entre elas, o que acabou por detoná-las e como as variáveis macroeconômicas destes países se comportaram durante este período.

O terceiro e último capítulo explica como acontecem os ataques especulativos e quais são os meios mais comuns para que eles aconteçam. Depois os mecanismos de defesa contra os ataques especulativos são apresentados, mostrando a possibilidade de um Banco Central conseguir dar um “corner” no mercado quando este monta a defesa de sua moeda, e mostra como foi a defesa do Baht e do Real.

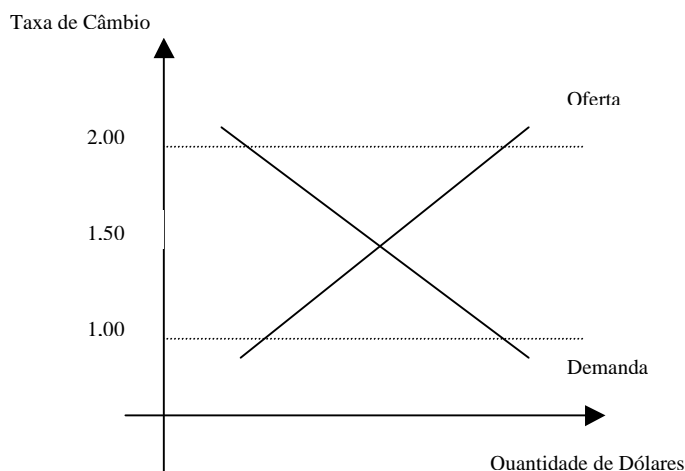
I.1 - A TAXA DE CÂMBIO

Desde o início da humanidade, quando o que entendemos por civilização começava a se desenvolver, as pessoas utilizavam a troca de mercadorias para que pudessem obter um objeto desejado e dependendo da importância deste objeto, se necessitava mais ou menos de uma outra mercadoria para que pudesse ser feita a troca. Esse conceito não é muito diferente do que é observado hoje em relação as moedas do mundo. Com a evolução da civilização, o comércio feito através da troca de mercadorias foi sendo substituído pela moeda, que era emitida pelo reinado local. Com isso começou a surgir a idéia da taxa de câmbio, o quanto uma moeda de um lugar vale em relação a outra. Se naqueles tempos, uma moeda fosse proveniente de um lugar onde o comércio fosse amplo, existissem uma gama enorme de produtos sendo comercializados e fosse um lugar de prosperidade, provavelmente esta moeda valeria mais do que outra que fosse de um lugar onde o comércio não era tão desenvolvido, onde existissem apenas poucos produtos comercializados e fosse uma terra de muitas guerras.

Hoje em dia o conceito em relação a taxa de câmbio basicamente não mudou, ficou apenas mais complexo e abrange outros novos conceitos. Em uma economia de mercado aberto, a taxa de câmbio tem papel decisivo na determinação do que e quanto produzir e de onde produzir (investir no país ou no exterior). Ela mede o valor externo

da moeda nacional, estabelecendo a equivalência entre os preços nacionais de insumos e produtos e os respectivos preços no resto do mundo. E ela é um dos fatores que mais afetam o fluxo de capitais externos, a medida, que se uma moeda se encontra muito barata, ou seja desvalorizada, em relação as outras moedas do mundo, então o país desta moeda vai ter a vantagem de produzir a um custo menor em relação aos outros e vai poder exporta-los a um preço competitivo, fazendo com que aumente significativamente a entrada de capitais externos no país. O raciocínio inverso vale para quando a moeda se encontra muito cara, ou seja, sobrevalorizada em relação as outra moedas do mundo, fazendo com que os produtos nacionais fiquem muito caros para o mercado externo e os produtos estrangeiros mais baratos, tornando as saídas de capitais maior.

Na verdade, o que vai determinar a taxa de câmbio numa economia aberta e sem controle sobre o capital externo é a demanda e a oferta pela moeda. A demanda por Dólares no Brasil é feita pelos importadores brasileiros e a oferta de Dólares pelos exportadores brasileiros. O que determina a demanda por qualquer bem é o seu preço, e no caso da moeda não é diferente. Suponha que ao invés de R\$ 1,50, o Dólar passasse a ser R\$ 2,00. Com o Dólar a esse preço todos os serviços e produtos contratados em Dólar ficam muito mais caros, reduzindo bruscamente a demanda pela moeda, e ainda, para o exportador brasileiro seria ótimo pois ele receberia mais reais pelo Dólar que recebe no pagamento da sua mercadoria vendida no exterior, aumentando a oferta de Dólares, pois vão querer realizar seus ganhos em Dólar na atual cotação. Se o Dólar passasse a valer menos que R\$ 1,50 a análise seria inversa, a demanda por Dólares iria aumentar devido ao baixo custo dos produtos e insumos estrangeiros. Essas situações podem ser analisadas no gráfico 1.

Gráfico 1:

O equilíbrio no mercado de câmbio se dará quando a demanda for igual a oferta de Dólares. E quando a demanda e a oferta de Dólares não são iguais, ocorre um desequilíbrio na taxa. Se tivermos, por algum motivo, um aumento da demanda por Dólares, a curva de demanda se deslocará para cima e a taxa do câmbio ficará mais cara o que fará com que os exportadores exportem mais e os importadores importem menos fazendo com que aumente a oferta de Dólares e a taxa recue de volta para seu nível inicial, ou seja, o equilíbrio. Então podemos observar que a taxa de câmbio possui um mecanismo de ajuste automático, que permite que qualquer desequilíbrio momentâneo seja corrigido naturalmente ao longo do tempo. O problema é que muitos governos acham que esse processo de ajuste automático muito lento, e consideram a volatilidade da taxa de câmbio prejudicial, pois movem a indústria em uma direção desnecessariamente irregular, e para resolver este problema, muitos governos optam pela intervenção na taxa de câmbio, não deixando a taxa de câmbio flutuar de acordo com a oferta e demanda do mercado, entrando vendendo ou comprando Dólares para ajustar os desequilíbrios de demanda e oferta mais rapidamente. Outros dois motivos para que haja intervenção são uma tentativa do BC de mover a taxa de câmbio real com

objetivo de afetar os fluxos de comércio e o outro de controlar a taxa de câmbio devido os seus efeitos sobre a inflação doméstica. Esse dois últimos eram os principais motivos para que o Brasil desde o início do Plano Real até janeiro deste ano tenha mantido a todo custo o controle sobre o câmbio. De fato, a intervenção dos governos na taxa do câmbio é uma prática bastante comum em todo mundo, alguns com uma intervenção total, mantendo a taxa completamente fixa, e outros de forma mais branda, só evitando flutuações excessivas, o chamado “dirty floating”, são poucos os que deixam o câmbio flutuar livremente sem qualquer forma de intervenção. No Brasil, hoje em dia, depois que abandonou a manutenção da taxa de câmbio pelo sistema de bandas cambiais e passou a deixar o câmbio flutuar livremente, o BC só entra no mercado para evitar flutuações excessivas da moeda.

Outro fator que afeta o ingresso líquido de capital é o diferencial entre a taxa de juros doméstica e internacional. *Covered Interest Differential (CID)* ou cupom cambial, como é chamado no mercado financeiro, é o conceito amplamente empregado para calcular o diferencial em pauta.

Podemos calcular o CID pela seguinte fórmula:

$$CID = \left(\frac{(1 + id)}{(1 + dc) * (1 + ie)} - 1 \right) * 100$$

Onde:

id = taxa de juros doméstica, expressa na forma unitária;

dc = desvalorização cambial anual;

ie = taxa de juros internacional, expressa na forma unitária.

Portanto, quanto maior o CID, maior é o estímulo para aplicação em renda fixa no país por parte de não residentes. Pode-se notar que a previsão da desvalorização cambial é um dos fatores mais importantes para que haja um fluxo positivo de capital estrangeiro em aplicações no mercado de capitais. Isso explica porque o controle do câmbio fixo é importante para assegurar um fluxo positivo de investimento externo, pois elimina um dos fatores de risco da operação, possibilitando ao investidor, calcular com certeza qual será seu ganho quando retornar com o seu capital ao país de origem.

I.2 - O MERCADO SPOT

O mercado spot, que é chamado também de mercado à vista, é o principal mercado do sistema cambial brasileiro. É o mercado onde são feitas as operações de fechamento de câmbio para exportações, importações, para entradas de capital estrangeiro para investimento e especulação no país e para saídas de capital estrangeiro que voltam ao seus países de origem.

Quem controla este mercado é o Banco Central (BC), que usa esse poder para que se possa ter um controle maior sobre as posições em Dólar das instituições financeiras habilitadas a operar moeda estrangeira. Um exemplo claro de como o BC utiliza deste poder para tentar evitar ou até facilitar um movimento específico do câmbio aconteceu no início deste ano, quando a moeda brasileira, o real, sofria um forte ataque especulativo, e a legislação vigente na época limitava as posições compradas dos bancos em US\$ 5 milhões pelo comercial, e US\$ 1 milhão pelo flutuante, assim como limitava as posições vendidas de acordo com o tamanho do patrimônio líquido, (quanto

maior o patrimônio, maior poderia ser a posição vendida), e como uma das respostas ao ataque o BC decidiu mudar tal legislação permitindo que se pudesse ficar vendido até o valor de seu patrimônio, fazendo com que ficasse mais fácil e atraente (o lado atraente será explicado mais adiante) para uma instituição que quisesse apostar no Real. E o BC manteve o limite anterior para a posição comprada, sendo os Dólares que passarem deste limite têm que ser depositados nos cofres do BC sem nenhuma remuneração, para que não fosse facilitada a aposta contra o real. Logo depois, houve a desvalorização da moeda, e a legislação mudou outra vez juntando o Dólar flutuante com o comercial.

Porém, antes do BC mudar a legislação, o mercado, com sua notória capacidade criativa, já havia criado mecanismos que faziam com que as instituições pudessem ficar mais vendidas do que o permitido. Isto era feito através do aluguel da posição vendida de instituições que não estava sendo utilizada. O nome desta operação é chamada de “barriga de aluguel” ou simplesmente “barriga”, como é mais conhecida, e será demonstrada mais adiante.

Não existe um lugar específico onde é negociado o Dólar à vista, chamado também pelo mercado de Dólar pronto, ele é negociado pelas instituições através de contatos telefônicos. Quando uma instituição quer comprar ou vender Dólares, ela liga para uma outra para ver se esta tem interesse no negócio, se houver acordo entre as duas partes, o contrato de câmbio é fechado e até o final do dia ele tem que ser registrado no SISBACEN (sistema eletrônico do Banco Central). O padrão neste tipo de operação é das liquidações financeiras, tanto do Dólar quanto a do real, serem feitas em dois dias úteis, chamado no mercado de D2 ou D+2, subsequentes ao fechamento do contrato. O pagamento dos Dólares será feito pela instituição que vendeu os Dólares em D+2 numa conta no exterior da instituição que comprou o Dólar e os Reais serão creditados pela

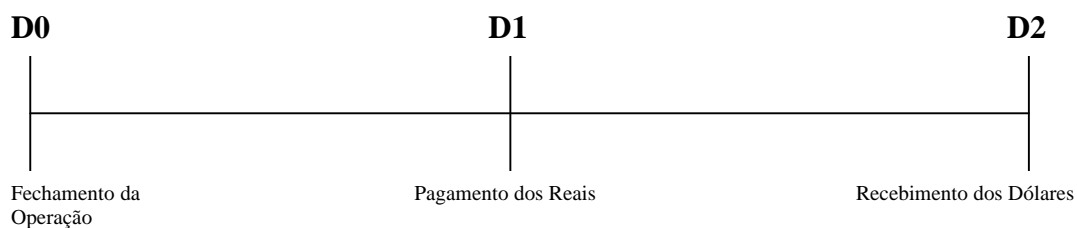
compradora, em D+2, na conta reserva da instituição vendedora de câmbio. As liquidações dos reais são feitas automaticamente no prazo pelo BC já que quando os contratos de câmbio são registrados no sistema eletrônico e todas estas informações de prazo de liquidações e contas de crédito e débito são informadas, com isso não existe o risco de uma instituição esquecer de fazer o depósito na conta reserva da outra, ficando o risco, em relação a liquidação dos reais, voltado para a disponibilidade de reais na conta reserva da instituição devedora. Enquanto que nas liquidações em Dólares ocorre dois riscos, o de disponibilidade de Dólares por parte do devedor e de não ocorrer o pagamento por problemas operacionais, já que a transferência de Dólares é feita entre duas contas no exterior, na maioria dos casos, as ordens, para que essas transferências sejam feitas, são eletrônicas, emitidas por software dos bancos onde estas contas são situadas, ficando assim estas operações suscetíveis a erros operacionais humanos e eletrônicos.

Pode ocorrer de que uma das partes da operação de câmbio queira mudar o prazo de liquidação do Dólar ou do Real. O que acontece neste caso é que primeiro irá se verificar se há a possibilidade da outra parte fazer a operação, isto ocorrendo, terá que haver um ajuste na taxa de câmbio de acordo com a necessidade da instituição que deseja mudar o prazo de liquidação do Dólar ou do Real. Esse ajuste na taxa de câmbio é decorrente dos custos adicionais em função da mudança de uma ou das duas liquidações das moedas, já que a taxa que o mercado negocia está subentendido que as liquidações das moedas ocorrerão em D+2, e se ocorre uma mudança no prazo de liquidação da moeda, haverá um custo ou uma receita. Para o vendedor, se este tiver que entregar o Dólar um dia antes do que o padrão, ele estará financiando, em Dólar, o comprador de graça, então para compensar esta perda, a taxa de câmbio terá um adicional que será o custo de uma linha interbancária de um dia em Dólar. Se tivesse

que entregar os Dólares um dia depois, a taxa seria reduzida pelo custo de uma linha interbancária de Dólar, pois o comprador estaria financiando, em Dólares, o vendedor. O mesmo vale para as mudanças de prazo dos reais, só que o custo passa a ser o CDI ao invés da linha interbancária de Dólares. Para conseguirmos analisar melhor esta situação vamos supor que o comprador do Dólar deseja receber o Dólar em D+1 ao invés de D+2, então com essa mudança o que o vendedor teria que fazer para compensar o fato dele estar entregando o Dólar um dia antes do normal seria cobrar do comprador, pelo período do adiantamento do câmbio, no caso um dia, a taxa que o mercado cobra para financiamento interbancário de câmbio, que vamos supor que esteja valendo 10% a.a.. Então, se por exemplo o contrato foi fechado a R\$ 1,70 por Dólar, o novo preço do contrato de câmbio, com a mudança do prazo de liquidação do Dólar, deverá ter o custo adicional de um dia de financiamento, fazendo a nova taxa ser R\$ 1,700472. A dinâmica é semelhante para uma mudança no prazo de liquidação dos reais, só que o custo vai ser o CDI (juros interbancários brasileiros). Então o reajuste da taxa ao invés de ser dado pela linha de câmbio será dado pelo CDI. Existe uma tabela que é usada com frequência pelos operadores de câmbio que facilita na hora de calcular a variação da taxa de câmbio em decorrência da mudança dos prazos de liquidação das moedas. A tabela abaixo representa as variações de uma taxa de câmbio, na ótica do vendedor, à R\$ 1,70, em decorrência das alterações dos prazos de liquidação do Dólar e do real, à uma taxa do CDI de 3,40% over e à uma linha de crédito interbancária de câmbio de 8,0% a.a..

CDI \ US\$	D0	D1	D2	D3	D4
D0	1,696907	1,696530	1,696153	1,695776	1,695400
D1	1,698830	1,698453	1,698076	1,697698	1,697321
D2	1,700756	1,700378	1,700000	1,699622	1,699245
D3	1,702683	1,702305	1,701927	1,701549	1,701171
D4	1,704613	1,704234	1,703856	1,703477	1,703099

Dentro do mercado spot existem algumas operações especiais que foram criadas pelos integrantes do mercado com diversos intuitos. Uma delas é a chamada linha de crédito, ou simplesmente linha. Esta operação é uma forma de se criar um financiamento de curto prazo em Dólar para as instituições financeiras. Ela funciona de seguinte forma: por exemplo, se um banco tem caixa em Dólar sobrando e existe outro que está vendido, mas por algum motivo, não deseja comprar Dólar para zerar sua posição, então este banco pode compra uma linha de 1 dia do banco que esta com Dólar sobrando. Eles conseguem fazer esta operação através do registro de duas operações simultâneas no SISBACEN. O banco que tem Dólares sobrando lança um contrato de venda de câmbio, para o outro banco, entregando-os em D+1 junto com o recebimento dos reais e simultaneamente lança um contrato de compra de câmbio, onde neste constará o recebimento dos Dólares em D+2 e a entrega dos reais em D+1. O custo do financiamento será cobrado na diferença entre as taxas de câmbio do contrato de compra e do de venda. Pode-se observar que como as duas operações são lançadas no mesmo dia, não afetam as posições cambiais dos bancos. Uma forma mais fácil de entender como funciona a operação é através da Figura 1.

FIGURA 1:**Boleta de Venda****Boleta de Compra**

Estas linhas de crédito não podem ser feitas por mais de 2 dias, isto porque no SISBACEN, as liquidações, tanto para o Dólar quanto para o real, neste tipo de operação interbancária, não podem ser registradas para mais de 2 dias úteis.

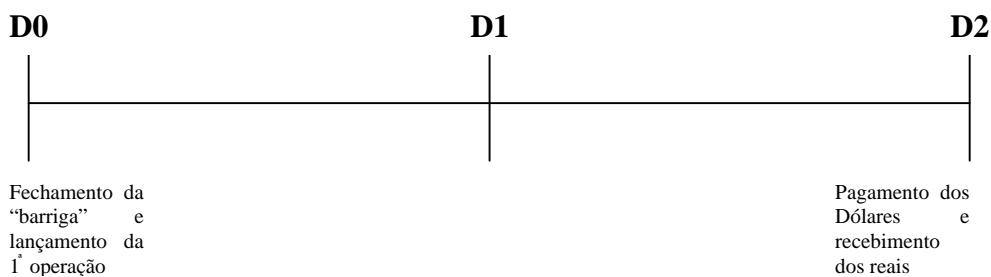
Uma das razões para que um banco prefira comprar uma linha do que zerar sua posição vendida em Dólar pode ser sua crença de que as taxas de juros que ele irá pagar pelo financiamento em Dólar serão menores do que a remuneração que ele está recebendo nos investimentos feitos com os reais recebidos da venda dos Dólares, portanto ele estaria arbitrando em relação ao diferencial dos juros pagos por Dólares e Reais e a desvalorização embutida no período.

Outra operação que foi criada com intuito de permitir que as instituições fiquem mais vendidas do que o limite imposto à elas pelo BC, é a operação mencionada

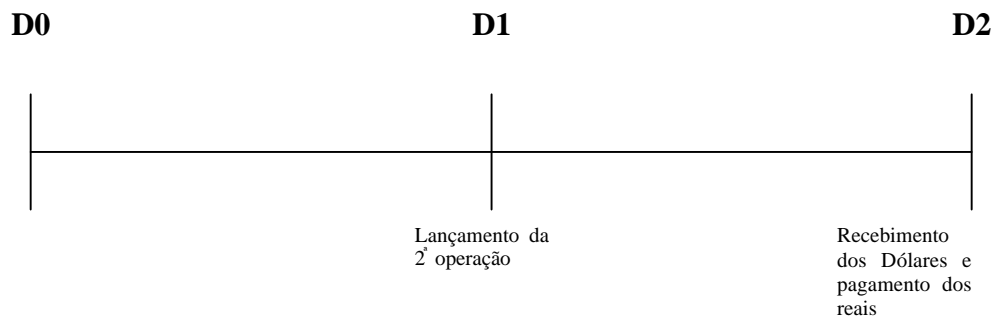
anteriormente chamada de “barriga de aluguel” ou simplesmente de “barriga”. Porém, hoje em dia ela já quase não é mais utilizada, pois com a mudança da legislação, permitindo que as instituições possam ficar vendidas em igual valor ao seu patrimônio, quase não existe mais demanda por este tipo de operação. Por exemplo, um banco que está mais vendido em Dólar do que o valor de seu patrimônio líquido, e existe um outro banco que está com o seu caixa em Dólar zerado e portanto sem utilizar seu limite de posição vendida. Então o banco que tem seu limite de posição vendida disponível vai alugar este limite para o outro banco, surgindo assim o termo “barriga de aluguel”. Esta operação é registrada da seguinte forma: serão feitas duas operações, uma de compra e outra de venda, com descasamento de 1 dia no registro das operações no SISBACEN e com as liquidações do Real e do Dólar no mesmo dia nas duas operações. O ganho da operação é feito da mesma forma do que na operação de linha, com o diferencial entre as taxas de câmbio das duas operações. A figura 2 apresenta a operação.

FIGURA 2:

Boleta de Venda



Boleta de Compra



No início do capítulo, foi dito que a mudança da legislação, mudando o limite da posição vendida, tornaria a aposta dos bancos no real um pouco mais atraente, isto porque, podendo ficar mais vendidos, os bancos não necessitariam de ter um custo adicional, o do aluguel da barriga, para apostar no real, tornando a operação menos custosa.

I.2.1 - SIMULAÇÕES

Para que se possa ter uma noção de como funciona o dia a dia de uma mesa de operação de câmbio de um banco, vamos criar uma simulação, onde a diretoria do Banco XXX decide que a taxa de câmbio e de juros estão num patamar muito elevado e portanto decidem montar uma posição vendida de Dólares no montante de US\$ 35 milhões, pois acreditam que a taxa do câmbio ira recuar, e se não recuar, só o ganho que se terá com o diferencial dos juros interno com o externo, já é satisfatório. Então, no dia 23/02 o Banco XXX vai no mercado e vende US\$ 35 milhões a taxa de R\$ 2,0128, recebendo os reais e entregando os Dólares em 25/02 (D+2). Então dia 25/02 ele receberá em sua conta reserva o montante de R\$ 70.448.000,00, só que já a partir do dia 24/02 (D+1), esses reais já poderão ser utilizados em operações com títulos no CETIP,

pois estes tem liquidação financeira em D+1. Como esse Banco XXX não tem Dólares em sua conta, e sabendo que no dia 25/02 ele ficará furado em US\$ 35 milhões, ele no dia 24/02 terá que comprar uma linha, aquela operação vista no início do capítulo que permite o financiamento externo por um dia. Ele terá que “tomar” essa linha todo dia, enquanto ele quiser ficar vendido no Dólar. O resultado da operação será calculado levando-se em conta a receita dos reais aplicados no CDI, menos o custo do financiamento da linha e mais a diferença compra e a venda do Dólar no fim da operação. Vamos supor que o Banco XXX quis carregar sua posição até dia 5/03, ou seja, nove dias corridos ou sete úteis, e que a taxa que o mercado esta cobrando pela linha é de 11,00% a.a. e o CDI valendo 3,8687% over, e que a taxa que foi feita a compra dos Dólares para zerar a posição foi de R\$ 1,9934.

Reais remunerados a CDI (05/03):	+ R\$ 71.495.611,21 = + US\$ 35.660.879,53
Dívida Externa (05/03):	<u>- US\$ 35.074.861,11</u>
Resultado:	+ US\$ 586.018,43

O único risco desta operação, a esses níveis de taxa de juros interno e externo, é o de uma desvalorização cambial acentuada. Observe que se ainda vigorasse a legislação antiga em relação ao limite de posição vendida em Dólar dos bancos, o custo da operação iria aumentar sensivelmente, devido ao custo da necessidade de se fazer uma operação de “barriga”, tornando-a, talvez, não atraente.

I.3 - O MERCADO FUTURO

O mercado futuro de um ativo faz parte de um mercado mais abrangente chamado de derivativo. Esse nome é fácil de ser compreendido, percebendo-se que é um mercado que surge a partir de um ativo real. Não há unanimidade sobre o surgimento dos derivativos. Alguns autores consideram que foram inventados na China antiga, outros na Idade Média e outros consideram que surgiram na Europa, no início da década de 70, com o aparecimento dos swaps, em resposta a uma necessidade de proteção contra o risco de oscilação de moedas. Porém a teoria que tem mais força e menos folclore por parte dos autores é a do surgimento no Japão do século XIX por volta do ano de 1850.

No Japão, neste período, o arroz além de ser alimento básico, era também usado como facilitador de trocas, era quase-moeda. Vários preços eram estabelecidos em arroz, assim como os salários dos samurais. Existia uma cidade que se destacava como sendo um centro de comercialização do produto, Osaka, que se localizava estrategicamente entre os principais pontos produtores e consumidores desta mercadoria.

Com toda esta movimentação em sua cidade, um comerciante local logo percebeu que existia uma oportunidade de bons negócios. A falta de informações e a desorganização sobre o produto causavam distorções em seu preço. Em pouco tempo ele se tornou um grande negociante de arroz, valendo-se de um sofisticado sistema de comunicação por sinais de bandeira que lhe permitia monitorar o preço do produto por uma ampla região. Com isso ele conseguia comprar o arroz mais barato e vender mais caro.

Logo ele havia se tornado uma referência de preços para todos os interessados em negociar o produto. Sua casa se tornou o ponto mais importante na formação do preço da principal commodity japonesa.

Para facilitar e agilizar a negociação, muitos produtores começaram a levar somente amostras de seu produto para a cidade. Percebendo que era possível a negociação por base de amostras do produto, o arroz que ainda estava sendo colhido também poderia ser negociado, bastando uma garantia ou alguma compensação e um pequeno prazo para a entrega do produto. Surge, desta forma, a venda com entrega diferida, que é uma venda em que o comprador paga pela mercadoria e o vendedor promete entregá-la em um local e data previamente estabelecidos pelas partes.

Buscando maior proteção para o valor de sua produção, os fazendeiros começaram a propor um diferimento da entrega do produto por prazos muito longos, que podiam estender-se por várias semanas e até meses. Com isso, o comprador com medo de não receber nem a mercadoria nem o dinheiro pago por ela, propôs que o contrato fosse firmado, mas sem o pagamento pelo bem, que também seria diferido para a data da entrega. O negócio era bom para ambos. O fazendeiro garantia o preço futuro da venda do arroz, não correndo o risco da desvalorização do produto, e o comprador garantia o fornecimento da mercadoria e não corria o risco do preço do arroz subir quando a entrega fosse realizada. Se ocorresse algum problema, o máximo que as partes perderiam, seria a variação do preço do bem. Esses tipos de contratos ficaram conhecidos como contratos a termo, ou futuros.

Devido à mudança dramática por que o mundo passa, esse instrumento ganhou notoriedade e força. Ele é largamente utilizado pelas empresas para gerenciar os riscos de preços de mercadorias, matérias-primas e, principalmente, taxas de câmbio e juros.

Os contratos futuros, hoje, são regulamentados pelas Bolsas, a exemplo da BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros) no Brasil, e sofrem um grau de padronização total, para que não hajam problemas na hora de liquidação dos mesmos.

Uma das principais vantagens dos contratos futuros padronizados é sua intercambialidade. Ou seja, com os contratos futuros padronizados, se uma pessoa possui um contrato futuro específico para vencimento em determinada data, basta apenas ela vender um contrato para a mesma data de vencimento, que os direitos de um anularão os deveres do outro. Eles são mutuamente exclusivos.

A intercambialidade de posições trouxe várias vantagens para o mercado, tornando-o mais líquido e transparente. Uma das principais vantagens foi possibilitar a prática do ajuste diário, também conhecido como ajuste de preço de mercado (mark to market). Esta prática tem como objetivo eliminar o risco de grandes variações do preço do bem, pois faz com que todas as perdas e ganhos com a variação do preço sejam eliminadas diariamente, não deixando-as acumular ao longo do tempo. Ao final do pregão, a bolsa estipula um preço de fechamento, ou de ajuste, que conforme um critério pré estipulado, pode ser o último preço negociado, ou uma média de preços de determinado período de tempo. A partir deste preço de ajuste, a bolsa calculará as posições de seu clientes, auferindo lucros e perdas, e creditará e debitará respectivamente as contas de seus clientes. No dia seguinte, os contratos em carteira do

cliente não valerão mais o valor que foi pago por eles, e sim o valor do ajuste do dia anterior. Toda essa movimentação financeira é feita em D+1 da data do ajuste.

I.3.1 - O MERCADO FUTURO DO DÓLAR

Os investidores procuram o mercado futuro do Dólar, na maioria dos casos, ou porque são produtores e querem garantir um preço futuro em Dólar dos insumos e dos seus produtos (chamados de hedgers), ou porque são apenas investidores querendo ganhar com as variações do preço do ativo (chamados de especuladores). Essas classificações dos investidores serão explicadas com detalhes mais adiante.

O mercado futuro de Dólar é localizado na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) e sua negociação é feita no estilo de pregão, ou seja, um grupo de pessoas reunidas, representando Corretoras credenciadas pela BM&F, que vão apregoando por quanto querem comprar ou vender um contrato futuro de Dólar. O negócio é fechado quando duas instituições entram em consenso em relação ao preço do contrato futuro de Dólar. O comprador do contrato terá a obrigação de no futuro, no dia da liquidação do contrato, comprar da instituição vendedora os Dólares ao preço do contrato estabelecido no fechamento da operação. E na outra ponta, a instituição vendedora se compromete a vender os Dólares, no dia de liquidação do contrato, para a instituição compradora pelo preço do contrato, estabelecido no fechamento da operação. Portanto, se na data da liquidação do contrato futuro, o Dólar spot valer mais do que o preço do contrato, então a ponta compradora obterá lucro com a operação enquanto a vendedora terá prejuízo. Se o Dólar spot estiver menor, ocorrerá o inverso.

I.3.1.1 - OS PARTICIPANTES DO MERCADO

Diante da explicação do funcionamento do mercado futuro de Dólar, fica claro que o Dólar futuro serve como uma boa referencia para se saber qual será o preço futuro do Dólar spot na data de vencimento do contrato. Porém esta análise deixa de levar em consideração a principal razão pela qual investidores entram no mercado futuro de Dólar. Existem dois motivos que movem os investidores a entrar neste mercado: especulação e proteção contra o risco (hedge). Um especulador entra no mercado comprando ou vendendo, visando somente o ganho financeiro desta operação. Um hedger entra no mercado para tentar reduzir o risco que uma variação da moeda norte-americana lhe traz, mesmo que ele possa ter um custo elevado fazendo esta proteção. Os participantes do mercado passaram a ser classificados conforme seu relacionamento com o produto objeto do contrato.

Hedger

Quando uma pessoa ou empresa entra no mercado para se proteger de eventuais mudanças no preço de um produto, ou para negociar um bem, é chamado de hedger. Por meio do hedge, a empresa se vê livre de um risco inerente a sua atividade econômica principal. O hedger abre mão de possíveis ganhos futuros para não incorrer em perdas futuras.

O hedge pode ser feito tanto na compra quanto na venda de um derivativo. Por exemplo, se uma empresa que produz um produto para exportação que tem sua matéria-prima cotada em Dólar e está com seu estoque baixo, ela irá comprar contratos de

liquidação futura de Dólar para garantir seu preço de reposição. Caso ela esteja com seu estoque lotado, ela poderá vender o Dólar futuro, protegendo-se de eventuais perdas no valor do Dólar. À medida que ela vai vendendo o produto industrializado, ela progressivamente diminui sua posição no mercado futuro, evitando ficar com mais hedge do que precisa.

Se a empresa acredita que pode ocorrer uma queda do valor do Dólar num futuro próximo e seus estoque estão lotados, ela irá vender contratos de liquidação futura de Dólar. Se a cotação do Dólar subir, ela irá realizar uma perda com os contratos futuros, entretanto ela será compensada pelo aumento do preço do seu produto, e o inverso ocorrerá se o preço do Dólar cair. Independente do que ocorra com o preço do Dólar, sua margem de lucro estará garantida.

Portanto, não basta apenas saber qual a atividade principal da empresa para saber se sua posição em um derivativo é um hedge ou não. Quando ela opera no mercado futuro, é necessário saber como está a posição de seu estoque e de sua produção.

Especulador

Com a facilidade de negociação do contrato futuro e das garantias oferecidas pelo sistema de Bolsa, algumas pessoas começaram a operar com base em suas expectativas quanto aos preços futuros das mercadorias negociadas, compravam ou vendiam o bem com intenção de obter lucro. E a operação era ainda mais atrativa pelo fato de não ser necessário ter o produto ou o dinheiro para adquirir os contratos.

Ao contrário de que muitos pensam, o especulador não é nocivo ao mercado, pelo contrário, ele é muito importante para um funcionamento perfeito. É o especulador que provém liquidez para o mercado. Quando um hedger elimina o risco através de uma

operação a futuro, ele transfere este risco a alguém. Se a contraparte da operação é outro hedger, existe uma permuta de riscos. Porém, os interesses dos hedger nem sempre são opostos, nem casados no tempo. É aí que entra o especulador, que com sua forma de atuação no mercado, acaba sendo não só a contraparte de outros especuladores mas também de hedgers, chamando para si todo o risco da variação de preço do derivativo.

Podemos dizer que o especulador é o formador do preço futuro do bem, uma vez que ele está assumindo riscos que não tinha anteriormente, ele tentará obter o máximo de informações possíveis sobre o bem negociado e as variáveis que o afetam, compondo, assim, suas expectativas futuras sobre o comportamento dos preços. Quanto maior for o número de especuladores que operam em determinado mercado, maior será a transparência de preços para aquele produto.

Arbitrador

Outro participante, porém com menos importância do que os outros dois mencionados anteriormente, é o arbitrador. Como veremos mais adiante, o valor de um contrato futuro do Dólar guarda relação direta com o preço atual da mercadoria. Quando esta relação fica distorcida, algumas pessoas tentam aproveitar esta vantagem para obter lucro, operando de forma que quando a relação entre os preços se restabeleça, eles ganhem dinheiro. Estes são chamados de arbitadores.

Normalmente o arbitrador opera em mais de um mercado e não assume muitos riscos. Acabam sendo responsáveis pela manutenção de uma relação entre os preços a vista e o futuro.

I.3.1.2 - FORMAÇÃO DO PREÇO FUTURO

A forma mais utilizada para se saber qual é o preço “justo” a ser pago pelo contrato do Dólar futuro é através da teoria de arbitragem, segundo a qual não é possível se obter lucro constantemente operando-se em dois mercados aproveitando-se de quaisquer distorções no preço destes mercados. Isto porque, os participantes do mercado logo perceberão a oportunidade de ganho e a oportunidade logo deixará de existir. Portanto o mercado mantém uma relação específica entre os preços, e sempre que esta relação não estiver sendo estabelecida, os arbitadores entrarão no mercado aproveitando o desequilíbrio e com isso fazendo com que a relação se restabeleça.

Podemos dizer que existem três fatores que afetam o valor futuro de uma taxa de câmbio:

1. taxa de câmbio da moeda do país A em relação a moeda do país B outra;
2. taxa de juros do país A;
3. taxa de juros do país B

A seguinte fórmula é proposta em Hull (1989), para o cálculo do valor de um contrato futuro de taxa de câmbio:

$$F = \frac{S * \left((1+i)^{\frac{n}{m}} \right)}{\left((1+j)^{\frac{n}{p}} \right)}$$

Onde: i = taxa de juros doméstica

j = taxa de juros no país estrangeiro

n = períodos até o vencimento do contrato futuro

m = base de tempo para a taxa de juros doméstico

p = base de tempo para a taxa de juros do país estrangeiro

A lógica desta fórmula é que nenhum investidor poderá obter ganhos maiores simplesmente transferindo suas aplicações para países que possuem taxas de juros nominais maiores do que as de seu país. Então o retorno da aplicação do capital externo a taxa de juros doméstica será prejudicado pela desvalorização do câmbio, que será proporcional ao diferencial entre as taxas de juros externa e interna.

Podemos notar que de fato esta relação só irá de fato ser mantida se tivermos um sistema cambial de flutuação livre. Como a política cambial brasileira, entre meio de 1993 até início de 1999, era de manter a taxa de câmbio entre uma banda pré estabelecida, deixando pouca margem para flutuações, a relação entre a taxa de câmbio e o diferencial das taxas de juros não tinha como ser mantida. Como esta política cambial criava a oportunidade de arbitragem, dado que a taxa de juros doméstica era uma das maiores do mundo, houve uma grande entrada de capitais externos no país. Contudo, com a vinda da crise da Ásia, primeiramente, e depois a crise da Rússia, este

fluxo de capitais se inverteu, mesmo sendo mantida a possibilidade de arbitragem, devido ao aumento de percepção do risco inerente ao Brasil e a América Latina como um todo. Mas esse assunto será tratado com mais profundidade no próximo capítulo.

I.3.2 – SIMULAÇÕES

A seguir serão apresentadas duas operações que tentarão ilustrar com mais facilidade, operações baseadas nos conceitos baseados ao longo do capítulo.

Operação de Hedge: Vamos supor que a Empresa A, uma fabricante brasileira de carros, tem um pagamento a fazer de US\$ 50 milhões no dia 1^o de julho, a uma empresa americana, referente a importação de peças que compõem seus carros. A taxa de câmbio vigente hoje, 04/05/99, é de R\$ 1,685 e o preço dos contratos futuros de Dólar com vencimento no mês de Julho negociado na BM&F é de R\$ 1.737,00 por mil Dólares. Para se saber qual será a taxa de entrega dos Dólares pelo contrato do Dólar futuro é só pegar a cotação do contrato e dividir por mil, o que resulta em uma taxa de R\$ 1,737 por Dólar.

Para se proteger de uma possível elevação da taxa de câmbio, e eliminar seu risco, a Empresa A poderia comprar mil contratos futuros, com vencimentos em Julho (cada contrato equivale a US\$ 50 mil). O valor pago por essa compra seria de R\$ 86.850.000,00, que é igual ao número de contratos (1.000) vezes o preço (1.737,00) vezes o fator (50). Na verdade, não ocorre descaixe deste valor, o que acontece é que no final de cada dia é divulgado um ajuste, que é a média dos preços negociados nos últimos quinze minutos de pregão, e através da diferença dele em relação ao preço de

compra do contrato é calculado o quanto o comprador terá que pagar ou receber. Esse ajuste ocorre diariamente até a data do vencimento. Por exemplo, se o ajuste do dia da compra do contrato futuro fosse R\$ 1.739,00, o comprador receberia o valor de R\$ 100.000,00. Mas para conseguirmos fazer uma análise geral da proteção que a operação de hedge proporciona, vamos desconsiderar esses fluxos diários e assumir que ocorre o pagamento total da compra dos contratos. Podemos perceber que o custo desta operação para a Empresa A, isso sem contar custos de margem e garantias que em operações normais deste tipo deveriam ser depositadas na BM&F, será de R\$ 2.600.000,00, que é a diferença dos R\$ 86.850.000,00 para os R\$ 84.250.000,00, que são os US\$ 50 milhões à taxa de R\$ 1,685. Porém ele está disposto a perder este dinheiro e garantir assim um resultado sem risco no futuro.

Operação de Arbitragem: Vamos então mostrar uma operação mais estruturada onde o especulador faz uma arbitragem entre o Dólar futuro e a taxa de juro. A operação se resume, primeiro na avaliação do preço do Dólar futuro, se ele está caro ou barato, e se, por exemplo, o Dólar futuro estiver caro, compra-se X Dólares no mercado à vista ao preço de P, toma-se um empréstimo para financiar esta compra à taxa i, fazendo com que no vencimento tenha que ser pago $X \cdot P \cdot (1+i)$ reais, aplica-se o Dólar comprado no mercado internacional à taxa de juros pré-fixada internacional de i' e vende-se no mercado futuro, pelo preço de P' , a quantia que será resgatada do investimento dos Dólares no mercado internacional no vencimento, que será de $X \cdot (1+i')$, tendo então $P' \cdot X \cdot (1+i')$. O resultado da operação será de $[P' \cdot X \cdot (1+i') - X \cdot P \cdot (1+i)]$ reais na data do vencimento do contrato futuro. Portanto se a análise, de que o Dólar futuro estava caro, feita no início da operação estiver realmente correta, e o preço do Dólar futuro recuar, então provavelmente a operação terá lucro, dependendo somente do diferencial das taxas de juros interna e externa. Como pode-se notar, se tivermos uma taxa de juros

interna muito elevada e a externa nos níveis reduzidos em que ela se encontra a alguns anos, a operação pode não ser atraente, a não ser que o Dólar futuro esteja realmente muito elevado, pois para a operação dar lucro, com um diferencial de taxa tão grande, o Dólar futuro teria que cair muito.

II - CRISES GLOBAIS

Esta parte do trabalho tem o objetivo de mostrar como as últimas crises econômicas, que assolaram várias regiões do globo, podem afetar a economia como um todo, principalmente seu sistema cambial em decorrência do mundo extremamente globalizado em que vivemos hoje, o que faz com que um problema na Ásia tenha sérios efeitos para nós aqui no Brasil, e tentar analisar se existem fundamentos para que essas crises tenham ocorrido ou se tudo foi, devido a um pânico irracional do mercado, que fez com que se concretizem expectativas “auto-realizáveis”. Este capítulo mostra como foram as crises da Ásia e da Rússia, os fatores que as ocasionaram, seus efeitos e as ações governamentais em resposta as crises.

Os últimos anos tem sido marcados por crises cambiais que assolaram diversos países ao longo do globo. Tivemos a crise da Ásia em 1997, a da Rússia no meio de 1998, e a brasileira no final de 1998 e início de 1999. Todas elas tiveram como característica principal um forte ataque especulativo em suas moedas e forte depreciação em seus mercados mobiliários. Surgiram várias análises do que ocorreu, não havendo muito consenso entre elas. Falou-se muito que todas essas crises foram causadas por meros ataques especulativos de investidores que procuravam ganhos rápidos, e também, que foram causados por dados macroeconômicos muito ruins, que

levaram aos investidores a percepção de insustentabilidade, o que ocasionou um forte fluxo negativo de divisas nos países afetados.

II.1 - A CRISE DA ÁSIA

As crises globais mais recentes começaram no início de 1997, quando crises econômicas estouraram em vários países situados na Ásia, fazendo com que todas estas crises fossem tratadas como uma só, a crise da Ásia. Entre os principais países envolvidos estavam a Tailândia, Indonésia, Coreia do Sul e Malásia. A crise da Ásia é tratada por muitos como o estopim para as crises subsequentes, como a russa e a brasileira.

No início de 1997, a maior parte dos países asiáticos enfrentavam um deterioramento de suas condições macroeconômicas, grandes déficits em conta corrente, acumulação de empréstimos estrangeiros de curto prazo, investimentos de risco e de baixa lucratividade em excesso, falência de empresas, mercado mobiliário em baixa e sistema financeiro e bancário deficientes. A década de 90 para as empresas financeiras destes países foi particularmente excepcional, com um crescimento explosivo de empréstimos para o mercado imobiliário e para o setor privado, e basicamente estes eram financiados por instituições financeiras estrangeiras. Segundo alguns autores, existem fortes evidências de que muitas destas empresas financeiras já estavam com sérias dificuldades, tanto que em Fevereiro, ocorreu o primeiro “default”, ou seja, o não pagamento de uma dívida externa por parte de uma empresa tailandesa. O Baht, a moeda tailandesa, começou a sentir a força dos ataques especulativos, que então foram defendidos pelo BC tailandês com sucesso no mercado de contratos futuros da moeda,

como será detalhadamente explicado no próximo capítulo. Já em Maio o governo tailandes entra no mercado com a intenção de salvar algumas empresas financeiras, inclusive a maior delas, a Finance One, tentando conciliar fusões com outras instituições financeiras. Porém, as tentativas foram fracassadas e em Junho as tentativas de ajuda do governo tailandes cessaram e foi tomada a decisão de deixar estas empresas em dificuldades quebrarem, inclusive a Finance One. Esta decisão foi tomada por dois motivos, primeiro, os custos fiscais para a ajuda destas empresas eram enormes e insustentáveis para o balanço fiscal do governo, e segundo, no final de Junho, dias antes de ser tomada a decisão de abandonar a ajuda as empresas, o novo ministro da Fazenda descobriu que suas reservas externas disponíveis eram de apenas US\$ 1 Bi ao invés dos US\$ 30 Bi que constavam nos dados oficiais, esta diferença foi causada em prol da defesa do Baht.

No dia 2 de Julho, a Tailândia foi forçada a deixar o Baht flutuar, sendo o gatilho para toda a crise cambial e financeira que atingiu grande parte da Ásia no segundo semestre de 1997. Por volta do dia 5 de Agosto o Baht já havia se desvalorizado por volta de 20% e o governo começava a adotar medidas sugeridas pelo FMI para fazer uma completa reestruturação de seu mercado financeiro. Como resultado destas medidas mais de 100 empresas financeiras quebraram ou foram forçadas a fechar.

No caso da Malásia, também observa-se que antes da crise, a situação macroeconômica do país não era a das mais agradáveis. Igualmente a Tailândia, a Malásia teve uma década de déficits em conta corrente extremamente grandes. O perfil dos empréstimos bancários, que era em sua maioria voltado para o setor manufaturado, passou a ser voltado para compras de patrimônios. Estes empréstimos fizeram com que

o preço dos ativos subissem, criando uma pressão nos preços das propriedades de maior valor nas cidades mais importantes da Malásia. Este processo foi se acelerando até que em Abril de 1997, o Banco Negara, Banco Central da Malásia, resolveu intervir no mercado, para evitar a especulação no mercado de imóveis e empréstimos para compra de patrimônio, impondo limitações nos empréstimos para o setor imobiliário e para compras de ações. O impacto na Bolsa de Valores da Malásia, a KLCI, foi imediato, sendo agravado pelos investidores estrangeiros, principalmente administradores de fundos americanos, que começaram a vender suas ações. Em uma semana o índice da KLCI caiu 6,6%, e em 15 de Maio, quando os ataques ao Baht se intensificaram, a KLCI atingiu seu nível mais baixo em 16 meses.

A Coreia, no início de 1997, já dava sinais óbvios que sua economia não ia bem, dado que o déficit em conta corrente cresceu dramaticamente em 1996, levando a uma acumulação sem precedentes de dívidas externas de curto prazo, as exportações pararam de crescer e o crescimento da produção industrial caiu pela metade em relação a 1995. Quando alguns grandes conglomerados, que nos anos anteriores haviam se endividado em larga escala para financiar seus projetos de investimento, começaram a quebrar, o sistema financeiro coreano entrou em grandes dificuldades. Muitos bancos buscaram empréstimos no exterior para financiar estes conglomerados, e quando estes não conseguiram pagar suas dívidas, criou-se um enorme problema de liquidez no mercado. Muitos dos bancos já estariam efetivamente quebrados no final de 1997. Criou-se um “pânico” entre os investidores, em Outubro daquele ano, o país sofreu um forte ataque especulativo contra sua moeda, o won.

A Indonésia apresentava basicamente os mesmos problemas estruturais que os países acima tinham e apresentava um desaceleramento de sua economia. Porém seu

déficit em conta corrente continuava em um nível sustentável, e o balanço de pagamentos era largamente financiado pelo grande fluxo de capital estrangeiro que entrava para investimento de curto prazo. E as firmas estavam extremamente financiadas pelo capital estrangeiro. Os dados oficiais mostravam que a dívida total da Indonésia era de US\$ 117 Bi, porém, descobriu-se depois que esta dívida era na verdade por volta de US\$ 200 Bi, isto porque existiam muitos “bonds” de empresas offshores, que não constavam nos dados oficiais.

Dado as condições macroeconômicas dos países mencionados acima, é de se entender que o mercado de ações da região começou a despencar no início de 1997 e que suas moedas começaram a ser pressionadas. A primeira moeda a ser pressionada foi o Baht, o que não foi nenhuma surpresa, se considerarmos que a Tailândia era, entre os outros países da região, o que tinha os piores fundamentos econômicos, e também foi a primeira a entrar em colapso em Julho de 1997.

Quando o Baht começou a se desvalorizar, os outros países da região se viram em uma situação ainda pior do que se encontravam, isto porque a desvalorização do Baht lhes causava uma perda de competitividade muito grande nas exportações em relação a Tailândia, fazendo com que suas moedas também ficassem sobre pressão.

Já no final de Agosto, o Baht já havia se desvalorizado em 34% (em relação ao início de 1997), isso causou uma perda de competitividade muito grande para os outros países da região, que tiveram que deixar sua moeda desvalorizar para que pudessem manter a competitividade. A Rupiah (Malásia) se desvalorizou em 9%, e o Ringgit (Indonésia) em 4%. O mesmo movimento continuou durante Setembro, com o Baht se desvalorizando mais, fazendo com que as outras moedas se desvalorizassem mais

também. No final do mês o Baht já havia se desvalorizado em 42% a rupiah (Malásia) em 37%, e o ringitt (Indonésia) em 26%.

Uma das causas da forte desvalorização das moedas da região foi também uma política monetária extremamente frouxa dos países envolvidos durante a crise. Quando os primeiros ataques surgiram, a primeira reação dos governos dos países era a de evitar uma contração monetária e uma elevação dos juros internos. Para isso os governos tentaram esterilizar este movimento, mas não tiveram sucesso, com isso, alguns introduziram controle do capital externo para evitar a saída de divisas. Só depois que a situação ficou realmente complicada, quando a desvalorização acelerou de forma incrível, os países resolveram adotar uma política monetária restritiva, de forma que os juros subissem e tentassem com isso, fazer com que o capital externo parasse de sair, atraído pela alta rentabilidade promovida pelo aumento dos juros. A análise, hoje dos fatos, nos proporciona que se a faça de uma forma fria e calculista, com dados mais precisos do que os que se tinha na época e com a vantagem de saber qual é o fim da estória, como acontece em toda a análise a posteriori. Porém na época dos acontecimentos os Bancos Centrais destes países enfrentavam um clássico dilema: aumentar a taxa de juros e assim evitar a desvalorização ao custo de causar a quebra de bancos e empresas e uma recessão ou deixar a taxa de juros baixa evitando a quebra dos bancos e das empresas e a recessão ao custo do ataque especulativo.

II.1.1 - A CRISE DA ÁSIA: Um problema fundamentalista ou simplesmente um pânico financeiro.

Muito foi questionado e ainda é que se de fato toda crise asiática foi realmente causada por problemas macroeconômicos da região, ou simplesmente se instaurou um pânico entre os investidores locais e principalmente estrangeiros que levou toda a região a um caos com a debandada de seus investimentos e capital.

Os que defendem a tese que tudo não passou de um pânico geral do mercado enfatizam na mudança arbitrária e repentina nas expectativas e confiança do mercado como a real causa de toda a crise. E do outro ponto de vista, a crise refletiu políticas inconsistentes e uma deterioração insustentável dos fatores macroeconômicos da região.

Porém, as duas teorias não são tão distantes uma da outra, elas têm uma certa ligação. Para que se ocorra um pânico financeiro em uma região, e com isso as chamadas “expectativas auto-realizáveis”, é preciso que os fundamentos da economia da região estejam suficientemente fracos para que se possa começar a especular em relação a qualquer adversidade futura. E pelo outro caminho, uma crise formada pela análise de fundamentos ruins, pode levar a uma reação super exagerada do mercado devido a um pânico do mercado depois de estourada a crise.

A crise da Ásia não foi a primeira nem a última a sofrer este tipo de debate, sobre o que realmente deflagrou sua crise. A crise do México em 1994 e a brasileira em 98-99 também foram tema para o debate, havendo muita discussão em torno do tema e como sempre no final, sem um consenso entre as partes.

II.2 - A CRISE DA RÚSSIA

A Rússia vinha enfrentando problemas em sua economia desde sua desastrosa transição do comunismo para o capitalismo. Enfrentou um período de hiperinflação em 1992, quando, em dezembro, sua inflação anual cegou a bater 2.500%. Filas, escassez de produtos, corrupção se tornaram rotina na vida dos russos. Porém a situação começou realmente a ficar crítica no início de 1998, quando toda a instabilidade da Ásia começou a afetar a confiança dos investidores na Rússia e o preço do petróleo começou a despencar, e sendo o petróleo e seus derivados os principais produtos de exportação do país, seu balanço em conta corrente piorou mais ainda.

Um dos problemas mais sérios da Rússia atual é uma herança do período comunista. Na época do comunismo nem o povo, e nem as empresas, tinham a obrigação de pagar qualquer tipo de imposto, e uma das maiores dificuldades, desde a transição para o capitalismo, é convencer a população e empresas estatais e ex-estatais, que é necessário que se pague impostos para que o país possa funcionar no novo sistema. Porém, convencer uma população que nunca precisou pagar nada durante quase um século, que agora eles terão que pagar para ter benefícios do governo, certamente não deve ser uma tarefa fácil. O problema é muito sério, só para se ter uma idéia, o governo não consegue cobrar impostos nem de suas empresas estatais, isso porque os cidadãos se recusam a pagar contas de luz, gás, e outros serviços fornecidos pelas empresas do governo, e como essas não recebem, não conseguem pagar o que devem ao governo.

Este problema de arrecadação foi se agravando e aumentando cada vez mais a dívida do país. Em Março de 1998, o presidente Boris Ieltsin demite o então primeiro-

ministro Vitor Chernomirdin e todo seu gabinete, nomeando o desconhecido e jovem Serguei Kirienko para o cargo. Toda esta incerteza política e o aumento da queda do preço do petróleo, aceleram o movimento de saída dos investidores estrangeiros do mercado russo. O mercado começa a comentar que o governo russo pode ter dificuldades em pagar seus compromissos. Em Maio o BC russo triplica a taxa de juros básica para 150% a.a., depois que seus títulos despencaram, juntamente com sua bolsa. A situação ficou estável e no final de Junho, Ieltsin e Kirienko apresentaram um plano anticrise, que consistia basicamente em cortes de impostos e medidas para resolver o problema de arrecadação, porém não foi suficiente para restabelecer a confiança dos investidores e a bolsa continua a cair. A Rússia se encontrava numa situação muito delicada, suas reservas estavam acabando, devido ao forte movimento de saída dos investidores, que fazia com que o governo tivesse que vender reservas para manter a banda pré estabelecida do rublo em relação ao Dólar, que era entre 5,27 e 6,00 rublos por Dólar. Sua capacidade de arrecadação não apresentava melhoras. Por esses motivos três acontecimentos pareciam inevitáveis para os investidores: a desvalorização do rublo, devido ao fim das reservas; o “default” da dívida externa devido a falta de reservas e a dificuldade de rolagem da dívida; e a escolha entre o “default” da dívida interna devido a falta de capacidade de arrecadação do governo ou a volta da inflação devido a emissão de moeda para o pagamento da dívida interna.

No dia 13 de Julho, o FMI libera um pacote de ajuda no total de US\$ 22,6 Bi, aliviando as tensões do mercado, o que durou até o meio de Junho, quando a Duma, o parlamento russo, aprovou somente parte do plano anticrise. Começaram a surgir rumores que parte da primeira parcela da ajuda do FMI, que foi de US\$4,8 Bi, havia sido usada para a defesa do rublo e não para garantir o pagamento dos compromissos externos, ou havia sido até mesmo desviada e roubada. Tudo isso contribuiu para que os

investidores perdessem de vez a esperança de que a economia pudesse se recuperar sem problemas, fazendo com que a bolsa despencasse e os juros dos títulos disparassem. No dia 12 de Agosto, o Banco Central russo impôs limites na troca de rublos por moedas estrangeiras pelos bancos e fez um comunicado que iria atuar no mercado para evitar uma crise de liquidez. Isto fez com que a cotação do rublo por Dólar disparasse no mercado negro. No dia seguinte, megainvestidor George Soros, sugeriu num editorial de um jornal financeiro de grande circulação no mundo, que o rublo deveria ser desvalorizado. Muitos consideram que este fato, talvez tenha sido o estopim da crise. O Banco Central russo, no mesmo dia, faz um comunicado dizendo que não tinha a menor intenção de desvalorizar sua moeda e que essa medida não resolveriam o problema russo. Porém, o mercado não reagiu bem a toda essa confusão, a bolsa caiu a seu menor índice em mais de dois anos e os juros dos títulos dispararam.

A pressão sobre o rublo se tornou insustentável, com os investidores saindo fortemente do país, ocorrendo o chamado “fly to quality”, que significa a ida do capital para títulos de boa qualidade, que não apresentam risco, como os títulos do governo americano, os Treasuries. No dia 17 de Agosto de 1998, o governo russo e seu Banco Central anunciaram a ampliação da banda cambial do rublo, o que significou na prática a desvalorização da moeda, e uma moratória de 90 dias da dívida do governo. O juros overnight foram aumentados de 150% para 250% a.a., na tentativa de fazer com que algum capital externo permanecesse no país.

A população correu para trocar seus rublos por Dólar, com medo da volta da inflação. Longas filas se formaram nas casas de câmbio, mas a oferta de Dólares era limitada. No primeiro dia de mudança, a cotação oficial do rublo bateu 6,43 por Dólar, mas nas casas de câmbio a cotação chegou a 8,00 rublos por Dólar. A dívida interna

rusa superava os US\$ 40 Bi, dos quais cerca de US\$ 7 Bi estavam nas mãos dos investidores externos. A dívida externa russa era de US\$ 141 Bi, segundo a agência de avaliação Fitch-IBCA. O “default” afetou tanto a dívida interna quanto a externa. Foi imposto um novo calendário de pagamentos para a dívida interna, alongando-a por vários anos com uma pequena remuneração fixa em rublos, e a opção de descontá-los com um deságio de quase 100%. A dívida externa não sofreu alterações no seu calendário de pagamentos, pelo motivo de não poder ser feita pelo governo russo, porém os pagamentos dos juros desta dívida não estão sendo efetuados e há dúvidas se seu principal será pago no vencimento.

É fácil perceber que a crise da Rússia foi decorrente de graves problemas estruturais, decorrentes de uma má condução da transição do comunismo para o capitalismo. E ainda hoje, quase um ano depois do início de sua crise, a Rússia apresentou pequenas melhoras em seus problemas e continua com sérias dificuldades na sua economia, principalmente o péssimo desempenho de seu balanço de pagamentos.

II.3 - A CRISE BRASILEIRA

Antes do início da crise russa, a economia brasileira apresentava sinais de relativa estabilidade, com o Plano Real cumprindo com sucesso a meta de acabar de vez com a inflação, o nível de reservas internacionais era bastante elevado, por volta de US\$ 60 Bi, e era composta na sua maioria por investimentos externos de longo prazo, pois a estabilidade do plano ao longo dos anos e conseqüentemente o aumento do ingresso de capital estrangeiro de longo prazo, permitiu ao governo que impusesse

restrições ao capital estrangeiro de curto prazo e que as taxas de juros locais caíssem. O país, porém, enfrentava problemas com os resultados negativos de sua conta corrente, que eram decorrentes principalmente do péssimo desempenho de sua balança comercial e das remessas de lucros e juros para o exterior, que deixavam o balanço de pagamentos muito dependente do ingresso de capitais externos, sem contar com o crônico desequilíbrio fiscal da economia que dava sinais de estar se tornando incontrolável.

O agravamento da situação econômica da Ásia afetou a economia brasileira primeiramente através de suas bolsas de valores e seus títulos de dívida externa, os Brady bonds, negociados no exterior. Com o estouro da crise asiática as bolsas brasileiras e os preços dos bonds brasileiros despencaram. Isto pode ser explicado pela percepção de que antes da crise existiam muitos fundos de investidores estrangeiros que tinham investimentos nas bolsas e bonds brasileiros, que com o agravamento da situação asiática, estes investidores tiveram que liquidar suas posições em outros mercados emergentes para que pudessem pagar os prejuízos adquiridos nos mercados da Ásia, e como o mercado brasileiro é o mercado de maior liquidez entre os mercados emergentes, é o que mais sofre nessas ocasiões. O Real começou a ficar sobre pressão fazendo com que o BC brasileiro gastasse parte das reservas externas na defesa de seu sistema cambial de flutuação entre bandas. Houve uma perda substancial de reservas nos meses finais de 1997, em Novembro as reservas chegaram a US\$ 52 Bi contra US\$ 62 Bi de Setembro. E toda essa vulnerabilidade da economia brasileira fez com que na época se tornasse impossível novas emissões de títulos brasileiros no exterior.

Com a percepção geral de que o problema da Ásia poderia durar por um longo período de tempo, o governo brasileiro percebeu-se de que teria que passar para o

mercado uma prova de austeridade e comprometimento da manutenção da então política econômica adotada, e viu na crise um incentivo para que as reformas necessárias fossem aprovadas com facilidade no congresso.

Como resposta a crise o governo resolveu atacar o problema fiscal, anunciando medidas de corte nos gastos que somavam uma quantia de aproximadamente R\$ 20 Bi, dobrou as taxas de juros, que estavam por volta de uns 20% a.a. e foram para uns 43% a.a. em Novembro de 1997, com a intenção de evitar uma saída em massa do capital especulativo externo e fazer com que este fluxo de saída se revertesse para que se recuperassem as perdas das reservas internacionais. E as medidas foram muito bem recebidas pelo mercado, a pressão sobre o Real foi cessada, as profundas quedas nos mercados brasileiros se encerraram, em Abril as reservas já atingiam US\$ 74,6 Bi e as taxas de juros se encontravam nesta época no patamar de por volta 23% a.a.. Porém era claro que esse aumento tão significativo das reservas se tratava de capital de baixa qualidade, ou seja, um capital de curto prazo que ao menor sinal de adversidade poderia sair mais rapidamente do que entrou.

Tudo indicava que o Brasil tinha superado a crise da Ásia com sucesso, em grande parte a razão para isto foi a demonstração do governo brasileiro de compromisso e austeridade com a economia e o sistema cambial brasileiro. Porém, com o agravamento da situação econômica da Rússia, percebeu-se que a situação brasileira não era tão confortável assim. Os cortes, anunciados pelo governo durante a crise da Ásia, de R\$ 20 Bi, não foram nem de perto atingidos, o que passou a imagem de que o governo não teve pulso firme de conduzir medidas impopulares dada a proximidade das eleições presidenciais que ocorreriam no final do ano, e que o Real estaria em grande perigo se a situação da Rússia se agravasse ainda mais, uma vez que o governo não

tomaria medidas impopulares necessárias para defender sua moeda devido ao medo destas poderem atrapalhar as ambições de reeleição do presidente Fernando Henrique Cardoso.

Quando, em Agosto, o governo russo declarou a moratória de sua dívida, a economia brasileira sentiu os primeiros efeitos de contágio através de seu mercado de Brady bonds. Muitos dos investidores estrangeiros que investiam nos títulos russos tinham como operação de hedge ficar vendido a descoberto nos C-Bonds, um tipo de Brady bond brasileiro, por estes serem o de maior liquidez no mercado de títulos emergentes. E então como forma de amenizar o prejuízo obtido com o “default” dos títulos russos, estes investidores começaram a pressionar o preço do título brasileiro, e ajudados pelo pânico geral estabelecido no mercado financeiro mundial em relação a situação econômica do Brasil, não foi uma tarefa muito difícil. O preço do C-Bond despencou de por volta de 75% do seu valor de face, que era o que valia no início de Agosto, para 49% no dia 28 de Agosto.¹

A pressão sobre o Real era a maior já vista, bem maior que a sentida durante a crise da Ásia. Isto pode ser explicado pelo tipo de capital estrangeiro que compunha a maior parte das reservas internacionais, o capital de curto prazo, que vai atrás de altas taxas de juros e é o que primeiro sai em situações adversas. Em Julho as reservas estavam por volta de US\$ 70 Bi, em Agosto caíram um pouco e ficaram por volta de US\$ 67 Bi e em Setembro elas simplesmente despencaram para uns US\$ 45 Bi.

O governo começou a tomar medidas contra a crise. Através de uma reunião extraordinária do Comitê de Política Monetária do Banco Central (COPOM) no dia 10

¹ Dados do Bloomberg

de Setembro, os juros foram aumentados para 40% a.a., na tentativa de evitar mais saídas de capitais. Porém desta vez o governo estava completamente desacreditado para tomar qualquer medida de cunho fiscal, com intenção de cortar gastos, dado o não cumprimento das metas fiscais estabelecidas na crise asiática. Com o problema da crise de confiança estabelecida entre o governo e o mercado e a situação macroeconômica brasileira se deteriorando a cada dia, a única solução foi procurar o FMI para ajuda em Setembro.

O Brasil era visto por toda a sociedade financeira mundial como um importante elo de contágio entre as crises anteriores e outras futuras que poderiam surgir se o Brasil entrasse em colapso. Por isso conseguiu-se levantar um empréstimo no incrível volume de US\$ 41,5 Bi com a intenção de prevenir a quebra da economia brasileira e restaurar a confiança do mercado, indicando que o BC teria agora recursos necessários para defender o Real, já que antes da ajuda as reservas se encontravam por volta de US\$ 35 Bi e caindo. Em troca do empréstimo o governo brasileiro tinha que se comprometer em fazer um ajuste fiscal maior do que o que foi anunciado durante a crise da Ásia.

O programa de ajuda do FMI ficou pronto no final de Outubro e com o presidente Fernando Henrique Cardoso sendo reeleito a situação ficou mais amena em Novembro, com as saídas de divisas caindo bruscamente, não sendo muito mais de 1 bilhão a perda líquida de reservas. O Fundo só efetivamente aprovou o pacote de ajuda no dia 2 de Dezembro, porém os recursos só puderam ser sacados depois da prévia aprovação do Senado, o que aconteceu no dia 18 de Dezembro.

Foi nessa época que a situação brasileira teve uma sensível piora. Primeiro com o governo perdendo no dia 9 de Dezembro uma importante votação no congresso que

tratava sobre a reforma no sistema de contribuição da Previdência. Outro acontecimento que levou ao deterioramento da situação foi quando dia 6 de Janeiro o ex-presidente e então governador de Minas Gerais, Itamar Franco declarou a moratória da dívida de seu Estado com o Governo Federal. E ameaçando seguir o exemplo de Itamar, governadores de outros estados ameaçavam declarar moratória se não conseguissem renegociar suas dívidas. Todos estes acontecimentos serviram para mostrar que como seria difícil para o governo conseguir atingir suas metas fiscais. O Real voltou a ser fortemente pressionado, fazendo com que o país perdesse nos primeiros dias de Janeiro uma média de US\$ 1 Bi por dia de reservas. A pressão do setor empresarial, que já se mobilizava para que houvesse uma redução dos juros e uma desvalorização cambial, começava a cada vez ganhar mais força, com o discurso de que o Plano Real tinha deixado o país muito mais vulnerável a choques externos.

O presidente, talvez por parte das pressões sofridas ou por convicções próprias, decide que era hora de tentar uma mudança no sistema cambial, o que contrariava a posição do então presidente do Banco Central, Gustavo Franco, fazendo com que este pedisse a renúncia do cargo no dia 13 de Janeiro, sendo substituído por Francisco Lopes. E então foi anunciado o novo sistema de “variação diagonal endógena da banda cambial”, criado pelo novo presidente do BC, fazendo o câmbio se desvalorizar em 8,26% e depois a banda de flutuação do câmbio deveria ir se alterando de acordo com o movimento da taxa de câmbio. O novo sistema fracassou em 48 horas e junto com ele o seu criador, que pediu demissão do cargo. O Real foi forçado a flutuar uma vez que o governo não tinha mais uma gota de credibilidade com o mercado e população. Sua cotação chegou a bater R\$ 2,16 por Dólar, significando uma desvalorização de 77% desde o anúncio do exótico sistema de bandas diagonais. Este movimento inicial da taxa de câmbio é caracterizado como um “overshooting” da correção da taxa de câmbio, ou

seja, uma correção exagerada do ativo pelo mercado, o que é um movimento que chega a ser até esperado em momentos como este, mas a dificuldade é saber de quanto será o exagero da correção. E como comprovação deste efeito, depois que as coisas foram se acalmando, a taxa de câmbio foi caindo gradualmente, até bater R\$ 1,65 por Dólar, e hoje ela se encontra por volta de R\$ 1,75.

Grandes problemas surgiram com a decisão de deixar o câmbio flutuar livremente. O primeiro foi o de credibilidade, pois até dois dias antes da decisão, o governo afirmava com veemência que não haveria mudanças na política cambial. Outro problema foi a ameaça de que o FMI cortasse a ajuda destinada ao país, porque segundo Franco (1999), nem o FMI soube de antemão da mudança da política cambial. E talvez o mais grave para o futuro político do governo era a ameaça da volta da inflação, o que tinha sido o grande triunfo do Plano Real, poderia ser agora, o motivo para seu fracasso.

Porém, apesar dos índices iniciais da inflação terem sido bastante elevados, em Fevereiro o índice de inflação IGP-FGV foi de 4,44%, a inflação voltou a ficar a níveis aceitáveis, principalmente devido a recessão e as altas taxas de juros, que foram aumentadas no final de Janeiro para 45% a.a.. O fluxo de saída do capital externo parou, havendo até novas entradas, os preços dos Brady bonds começaram a se recuperar e o governo conseguiu fazer novas captações no exterior.

Os juros agora se encontram em grande tendência de queda, e o governo esta em vias de implementar um novo sistema de direcionamento das taxas de juros, baseado no “inflation target”.

III – ATAQUE ESPECULATIVO E A DEFESA DA MOEDA

Nas crises descritas todos os países sofreram fortes ataques especulativos em suas respectivas moedas. Estes ataques podem ser tão poderosos que podem fazer com que o governo de seus países tenha que ceder e mudar suas políticas cambiais. Os ataques especulativos acontecem em regimes cambiais onde os governos mantêm a taxa de câmbio fixa, ou num sistema de flutuação controlada, como por exemplo uma flutuação entre bandas como existia no Brasil antes da desvalorização. E os ataques começam quando ocorre uma percepção geral do mercado de que a taxa de câmbio terá que ser desvalorizada num futuro próximo.

III.1 – COMO ACONTECE UM ATAQUE ESPECULATIVO

A maneira mais comum de acontecer um ataque especulativo é através do mercado de contrato futuro da moeda local. Os motivos pelos quais os especuladores preverem atuar por este mercado são simples: primeiro porque são bem mais baratos de se operar, como visto no capítulo sobre mercado futuro, por não precisar de desembolso

de caixa, e segundo por este tipo de operação não precisar entrar no balanço contábil das instituições.

Outra forma de se acontecer o ataque é simplesmente a compra da moeda estrangeira em espécie e deixar o montante depositado, para quando a desvalorização vier, se desfazer da posição comprada em moeda estrangeira para comprar a moeda nacional já desvalorizada, realizando o lucro da operação. Este tipo de operação é preterida pela anterior por ter que constar no balanço das instituições e além de necessitar da utilização de reservas bancárias, elevando assim o seu custo significativamente. Então este tipo de estratégia só é utilizada quando não há liquidez suficiente no mercado de contratos futuros da moeda.

Então como exemplificação do movimento de um ataque especulativo, vamos supor que a moeda local de um país que tenha um sistema de câmbio fixo comece a sofrer a desconfiança dos investidores do mercado. Logo esta desconfiança pode se tornar um consenso geral e os especuladores começarão a comprar contratos futuros de Dólar contra a moeda local, mas como todo o mercado partilhará da mesma convicção, a de que em breve a moeda terá que ser desvalorizada, não haverá muitos investidores querendo vender estes contratos. Com a falta de liquidez no mercado de contratos futuros de Dólar, dada a falta de vendedores no mercado, a solução dos especuladores é partir para o mercado spot da moeda. O especuladores buscarão financiamento em moeda local para que possam fazer a compra do Dólar spot. E esta corrida para a compra do Dólar spot fará com que sua taxa sofra uma pressão para cima, ou seja, uma pressão para a desvalorização da moeda local. Como o sistema cambial do país é de taxa de câmbio fixa, o Banco Central do mesmo, terá que entrar no mercado para esterilizar este movimento de alta na taxa de câmbio, vendendo Dólares até suprir a demanda pelo

ativo, e esta venda de Dólares afetará diretamente as reservas internacionais do país. O ataque especulativo será bem sucedido se a demanda por Dólares dos especuladores for maior que a capacidade do BC local de oferecer Dólares, e quando isto não for mais possível o BC é forçado a deixar a cotação do câmbio flutuar.

III.2 - A DEFESA DA MOEDA

O Banco Central de um país que tem um sistema cambial de taxas fixas ou de flutuação controlada terá sempre que atuar no mercado cambial quando os agentes do mercado fizerem pressão para que a taxa de câmbio se mova, no caso do câmbio fixo, ou saia do limite estabelecido, no caso da flutuação da taxa de câmbio entre bandas. A intervenção mais comum do BC no mercado cambial foi aquela descrita no exemplo anterior, onde ele entra no mercado vendendo Dólares, consumindo suas reservas depois que o câmbio spot começar a sofrer uma pressão para cima. E este tipo de defesa foi a que a Rússia utilizou com fracasso para defender o Rublo. Porém o BC tem outros meios de intervir no mercado de forma que as reservas internacionais não sejam afetadas, que é através do mercado local de contratos futuros do Dólar e a intervenção no mercado de crédito doméstico.

No primeiro momento do ataque especulativo, quando os especuladores partem para a compra de contratos futuros do Dólar para fazer suas posições contra a moeda local, o BC pode entrar neste mercado vendendo os contratos, dando assim a liquidez necessária para garantir a demanda dos especuladores, evitando assim a ida destes para o mercado de câmbio spot. Com os especuladores conseguindo montar suas posições no

mercado futuro, evita-se a necessidade deles irem buscar o mercado spot, evitando assim a pressão sobre ele. Porém, se por algum motivo o BC falhar em dar liquidez para o mercado futuro ou simplesmente não puder atuar neste mercado por força de alguma legislação do país, ele pode atuar no mercado de crédito doméstico. Quando os especuladores não conseguem a liquidez necessária no mercado futuro e partem para o mercado spot, eles necessitam de empréstimos ou desembolsar caixa para que possam comprar Dólar. Se o BC entra no mercado de crédito doméstico restringindo sua oferta ou elevando brutalmente a taxa de juros, ele dificulta ou até impossibilita, mediante ao custo e a restrição do crédito, que os especuladores montem suas posições contra a moeda local comprando o Dólar spot. O problema deste tipo de ação é que ela afeta a economia como um todo, fazendo com que empresas quebrem, aumente o desemprego e podendo levar o país para a recessão, sem contar que seria extremamente difícil conseguir restringir com sucesso o crédito em economias com um sistema financeiro bem desenvolvido.

Estes dois últimos tipos de intervenção mencionados, proporcionam ao BC a capacidade de dar um “corner” nos especuladores. Um “corner” é quando um participante do mercado consegue montar uma enorme posição de um ativo, fazendo com que todo o resto do mercado fique posicionado na posição inversa, conseguindo assim manipular o preço do ativo conforme sua vontade, já que é a única saída para os outros investidores que estão na outra ponta deixar suas posições. No mercado cambial, um dos únicos participantes do mercado capaz de dar um “corner” em todo o mercado é um BC. Ele tem a capacidade de tomar enormes posições no mercado e capacidade de restringir o crédito para evitar que os especuladores possam proteger suas perdas no mercado spot. Então como resultado de um “corner” do BC no mercado, seria observado o preço dos contratos futuros de Dólar em queda, elevadíssimas taxas de

juros overnight e a apreciação da taxa de câmbio a medida que os especuladores desesperados começassem a vender Dólares para obter a moeda local para cobrir suas perdas no mercado futuro.

Alguns papers² afirmam que a defesa do Baht pelo Banco Central Tailandes em Maio de 1997, tenha conseguido dar um certo “corner” no mercado.

III.2.1 - A DEFESA DO BAHT

Como foi visto anteriormente, a crise econômica da Tailândia fez com que em entre Janeiro e Fevereiro de 1997, o Baht começasse a ficar sobre pressão que durou alguns meses até sua efetiva desvalorização. O primeiro ataque efetivo ao Baht, aconteceu em Maio de 1997 e que reportadamente foi defendido com sucesso pelo BC tailandes.

A primeira fase do ataque ao Baht foi quando os especuladores começaram a comprar contratos futuros de Dólar contra o Baht no dia 7 de Maio. Do dia 8 ao dia 14 de Maio as posições no mercado de contratos futuros contra o Baht aumentaram drasticamente com os especuladores, que apostavam na desvalorização do Baht, na ponta comprada, e os bancos tailandeses, que na verdade era o próprio BC tailandes que estava operando por eles, estavam na ponta vendida, apostando no Baht. Com isso o BC deu a liquidez que o mercado futuro precisava para que não se criasse uma pressão na

² Lall (1997)

taxa de câmbio do Baht E isso pode ser comprovado pelo fato das reservas internacionais tailandesas terem ficado relativamente estáveis durante este período.

A segunda fase do ataque e defesa começou dia 15 de Maio. O BC tailandes depois de vender uma enorme quantidade de contratos futuros do câmbio, parou de intervir no mercado futuro. Dado que ele sabia que imediatamente após a esta decisão a pressão recairia diretamente para a taxa spot do Baht, o BC tailandes tomou uma série de medidas para que isso não acontecesse, entre elas: restringiu os bancos locais de estenderem créditos para bancos *offshore*; restringiu os bancos locais de conduzir qualquer transações de Baht spot com qualquer contraparte *offshore*, pois estes eram considerados especuladores contra o Baht.

A defesa do BC tailandes a este ataque ao Baht foi um sucesso. Ela conseguiu evitar que a especulação atingisse o mercado spot do Baht e dado que teve que montar uma enorme posição vendida de contrato futuro de Dólar em relação ao Baht, ele efetivamente conseguiu dar um “corner” no mercado, dado que não havia como captar em Baht, dado as restrições de crédito impostas pelo governo, os especuladores tinham que pegar Baht emprestado a juros de overnight para cobrir suas posições. Os especuladores que ficaram posicionados ao longo de um final de semana de três dias, depois do dia 15 de Maio, tiveram que pagar taxas de até 1000% a.a. por três dias para cobrir suas posições. Devido a restrição de Baht no mercado e as taxas de juros explosivas, os especuladores, principalmente estrangeiros, começaram a vender seus Dólares para conseguir Baht valorizando sua cotação no mercado spot.

Depois disso a situação econômica tailandesa foi se deteriorando, como foi explicado anteriormente, levando o governo deixar o Baht flutuar no dia 2 de Julho.

III.2.2 - A DEFESA DO REAL

O Banco Central brasileiro sempre foi muito energético nas suas respostas aos ataques especulativos contra o Real, e não foram poucas as vezes em que isto ocorreu. Como visto anteriormente, durante as crises da Ásia e da Rússia foi quando o Real enfrentou as maiores pressões e foi defendido pelo BC ao custo de bilhões de Dólares de suas reservas internacionais. Para se ter uma idéia de quanto o governo teve que gastar das reservas na defesa do Real, observe a tabela abaixo:³

Tabela 1:

Data	Reservas	Data	Reservas
Ago/97	63,06	Jun/98	70,9
Set/97	61,93	Jul/98	70,21
Out/97	53,69	Ago/98	67,33
Nov/97	52,03	Set/98	45,81
Dez/97	52,17	Out/98	42,38
Jan/98	53,1	Nov/98	41,19
Fev/98	58,78	Dez/98	44,55
Mar/98	68,59	Jan/99	36,13
Abr/98	74,65	Fev/99	35,45
Mai/98	72,82	Mar/99	33,84

Valores em bilhões de US\$

Pode-se perceber que as reservas brasileiras começam a perder volume logo após ao início da crise da Ásia, com a desvalorização do Baht tailandes em Julho de 1997. Os investidores estrangeiros estavam saindo com seu capital para cobrir suas perdas no mercado asiático, causando com isso uma grande pressão na taxa de câmbio, devido a grande demanda por Dólares destes investidores. Para conter esta pressão o BC entrava no mercado spot vendendo os Dólares necessários para suprir esta demanda. Porém a demanda por Dólares passou aos poucos a ser composta por especuladores que acreditavam que o Brasil teria que mais cedo ou mais tarde desvalorizar sua moeda por

causa da perda de competitividade em relação aos países asiáticos que tiveram sua moeda desvalorizada e das condições macroeconômicas deterioradas.

Já em Dezembro de 1997 o país havia perdido quase US\$ 11 Bi de suas reservas em relação a Agosto do mesmo ano. Porém a partir deste mês as reservas voltaram a ganhar volume, devido a elevação das taxas de juros de 20% para 43% a.a., e da retomada da credibilidade do governo por parte do anúncio do pacote fiscal que cortaria R\$ 20 Bi em gastos do governo. As reservas rapidamente subiram, atraindo capitais especulativos de curto prazo, atingindo em Abril de 1998 o nível de US\$ 74 Bi. Existem fortes indícios de que parte da defesa do Real nesta época foi feita através do mercado de contratos futuros de Dólar, onde o BC operava através do Banco do Brasil, que estava sempre com grandes posições vendidas nos contratos futuros de Dólar. São apenas indícios porque não há como se ter certeza, pois o BC nunca confirmou as operações no mercado futuro desta época.

Mas, novamente uma outra crise estoura, botando o Real sobre pressão. A crise russa afetou o Real com muito mais intensidade do que a asiática. Isto se deve principalmente ao fato de que o mercado tinha a percepção que pouco, ou até nada havia sido feito do pacote de medidas anunciadas durante a crise da Ásia. Os meios utilizados na defesa do Real foram os mesmos, só que desta vez as operações com os contratos futuros foram confirmadas pelo próprio Gustavo Franco em Franco (1999), onde ele afirma que dos US\$ 36 Bi de contratos de Dólar futuro abertos em Outubro de 1998, o BC tinha grande parte dos contratos na ponta de venda. Porém, somente a intervenção no mercado não foi suficiente para conter a pressão de desvalorização do Real. Foi necessária uma forte intervenção no mercado spot. O volume de divisas que o BC tinha

³ Dados retirados do Bloomberg

que vender para conter a pressão era tão grande que por diversos dias o volume de perdas diárias de reservas do BC passou de US\$ 2 Bi. Como se pode acompanhar pela tabela 1, depois que a crise russa estourou em Agosto de 1998, as reservas perderam o incrível montante de US\$ 30 Bi de Dólares até Janeiro de 1999, quando a política cambial de bandas foi substituída pela flutuação livre, como foi explicado anteriormente.

CONCLUSÃO

Uma conclusão que podemos tirar do trabalho é que as últimas crises cambiais não podem ser tratadas como eventos independentes, principalmente se tratando da crise brasileira. É muito difícil afirmar que se não houvessem acontecido as duas crises anteriores a brasileira, o Brasil não sofreria a crise na magnitude que sofreu, ou até especular se ele teria sofrido crise alguma. Porém os fatos mostram que principalmente no caso brasileiro, todas as vezes em que o país se viu em extrema dificuldade, o processo havia sido iniciado por uma crise de confiança oriunda das outras duas crises. É claro que se o Brasil não apresentasse fundamentos macroeconômicos tão ruins, com certeza, por mais que a situação piorasse na Rússia ou na Ásia, o país sairia incólume de toda a turbulência mundial.

A crise de confiança que as crises russa e a asiática trouxeram para o Brasil, foram a causa concreta dos ataques especulativos sofridos pelo o Real. E na sua defesa por mais que tenha sido utilizado os melhores mecanismos disponíveis para que fosse mantida a política cambial estabelecida, e mesmo contando com economistas do primeiro escalão, tanto no comando do Banco Central, quanto no Ministério da Fazenda, esta crise de confiança do mercado e as fortes pressões políticas e industriais, acabaram por fazer com que o ataque a moeda se tornasse ineficaz.

Muito se fala hoje, sobre que medidas deveriam ser adotadas para que se pudesse evitar que houvessem novos contágios de crises no mundo, como por exemplo, medidas que restringissem o capital especulativo no mundo. Porém, acredito que qualquer mudança no sentido de restringir o processo de integração dos mercados, é um passo para trás que se dá no processo de evolução do mercado financeiro mundial. Por mais que o capital especulativo tenha prejudicado várias das economias envolvidas nas últimas crises, ele continua sendo uma peça fundamental em qualquer economia do mundo.

A busca de soluções para este tipo de problema tem que partir para o caminho de fazer com que os países busquem fazer com que suas economias se ajustem, buscando um equilíbrio no seu balanço de pagamentos, e traçando um plano fiscal, onde se estabeleçam metas a serem cumpridas de acordo com a capacidade de cada país, fazendo com que estes países não mas façam com que o mercado venha a acreditar que existem fundamentos macroeconômicos que levem a conclusão de que a estabilidade destes países é insustentável.

BIBLIOGRAFIA

Bessada, Octávio – “*Mercado Futuro e de Opções*” Ed. Record, 1995

Corsetti, Giancarlo; Pesenti, Paulo e Roubini, Nuriel – “*What caused the Asian currency and financial crisis?*” – NBER Paper, 1998

DornBusch, Rudiger e Fischer, Stanley – “*Macroeconomia*” – Makron, McGraw-Hill, 1991

Feldstein, Martin – “*Self-Protection for Emerging Markets Economies*” – IMF Paper, 1999

Franco, Gustavo (1999) – “*The Real Plan and the exchange rate*”

Garcia, Márcio e Valpassos, Marcus “(1998) – “*Capital Flows, Capital Controls and Currency Crisis: The Case of Brazil in the Nineties*”

Golfajn, Ilan e Gupta, Poonam (1999) – “*Does Monetary Policy Stabilize the Exchange Rate Following a Currency Crisis?*”

Hull, John - “*Options, Futures, and other derivative securities*” - Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1989.

Krugman, Paul – “*Are Currency Crisis Self-Fulfilling*” – NBER Paper

Krugman, Paul – “*Currency Crisis*”

Krugman, Paul e Obstfeld, Maurice – “*Internacional Economics: Theory and Policy*” – Harper Collins College Publishers, 1994

Lall, Subir – “*Speculative Attacks, Forward Market Intervention and the Classic Bear Squeeze*” – IMF Paper, 1997

Marins, André – “*Derivativos*” – Fundação Getúlio Vargas, 1997

Ratti, Bruno – “*Comércio Internacional e Câmbio*” - Ed. Aduaneiras, 1994

Simonsen, Mario Henrique e Cysne, Rubens Penha – “*Macroeconomia*” – Fundação Getúlio Vargas, 1995

Texeira, Marco Aurélio – “*Mercados Futuros: Fundamentos e Características Operacionais*” – Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1992

_____ - “*Russia devalued*” – The Economist, 22/08/98

_____ - “*Russia debt. Default setting*” – The Economist, 07/11/98