

### 3

## O Mercado de Câmbio Brasileiro e o Histórico das Intervenções

### 3.1.

#### O Mercado de Câmbio Brasileiro

A atual configuração do mercado de câmbio brasileiro é caracterizada por possuir dois segmentos: o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF), criado pela Resolução 1.552 de 21/12/88; e o Mercado de Câmbio de Taxas Livres (MCTL), criado pouco mais de um ano depois pela Resolução 1.690 de 18/03/90. Na sua criação, um dos principais objetivos do MCTF era trazer para formalidade grande parte dos participantes do mercado, bem como restringir as disponibilidades dos recursos aos montantes comprados e vendidos no próprio segmento, sem o comprometimento dos recursos do Banco Central. Algumas instituições são autorizadas a se credenciar neste mercado, dentre elas estão os bancos, as sociedades corretoras, as sociedades distribuidoras de títulos de valores mobiliários, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as agências de turismo e os meios de hospedagem e turismo. Podemos destacar neste mercado operações relativas a viagens internacionais, serviços diversos e transferências unilaterais.

No Mercado de Câmbio de Taxas Livres, por sua vez, os participantes podem contratar livremente as taxas de compra e venda de moeda estrangeira, seja para entrega pronta ou futura. Podemos destacar as operações comerciais de importação e exportação e aquelas decorrentes das comerciais, as operações sujeitas ao registro declaratório no Banco Central (SISBACEN), as operações governamentais, marcas e patentes, etc. Apesar de não haver um limite para a posição comprada dos estabelecimentos bancários autorizados a operar em câmbio, estes são obrigados a apurar sua posição de câmbio no encerramento do seu movimento diário considerando todas as moedas, não podendo o limite de sua posição vendida exceder US\$ 5 milhões. Quando ultrapassado o limite fixado para posição vendida, o banco fica sujeito a punição aplicável ao excesso.

Ambos os Mercados de Taxa Livre e Flutuante, se dividem em primário e secundário (interbancário). Sua distinção se dá pelos participantes que transacionam nele. No primeiro há compra e venda de moeda estrangeira entre as instituições que operam em câmbio e seus clientes. No segundo as operações são entre as instituições que operam câmbio entre si e as instituições que operam câmbio e o Banco Central. Entende-se por clientes os exportadores, importadores e investidores que realizam as operações de ingresso e remessa. Ainda no mercado primário, as operações podem ser de caráter comercial ou financeiro. As primeiras resultam da prática do comércio exterior em que o exportador ou importador necessita comprar ou vender divisas para realizar seu negócio. As movimentações financeiras refletem os movimentos de capitais entre países, entre bancos e clientes na forma de ingressos e remessas financeiras.

Ambos os tipos de operações do mercado primário, tanto os de caráter comercial quanto de caráter financeiro, podem impactar o mercado interbancário. Ao atuar no mercado primário, os bancos estabelecem suas posições compradas ou vendidas de acordo com os parâmetros fixados pelo Banco Central. Já no mercado interbancário, efetuam-se as operações de “nivelamento de posições”, ou seja, a venda de posições compradas e compra das posições vendidas. O Banco Central debita na conta reservas bancárias de todos os bancos que compraram moeda estrangeira, operação por operação, independente da posição líquida final ser comprada ou vendida ou nula; da mesma forma, operação por operação, credita na conta reservas bancárias dos bancos que venderam a moeda estrangeira. Dos quase 200 bancos titulares de contas “reservas bancárias” junto ao Bacen, aproximadamente 120 estão autorizados a praticar operações de câmbio, sendo que 50% do volume do mercado se concentra em cerca de 20 bancos.

Os tipos de contratos de câmbio são de Exportação, Importação, Transferências financeiras do/para o exterior (Mercado de câmbio de Taxas Livres); Operações de Câmbio entre instituições, entre departamentos e de arbitragens (Mercado de Taxas Flutuantes); Alterações de contrato de câmbio; e Cancelamento de contrato de câmbio. Como mencionamos acima, as operações podem ser prontas, quando contratadas para liquidação em até dois dias úteis, ou futuras, que possuem prazo para liquidação acima de dois dias úteis.

Tabela 1 – Negociações Interbancárias por Instituição/Segmento Livre

US\$ milhões

julho 2003			agosto 2003			setembro 2003		
Banco	Interban- cário 1/	Particip %	Banco	Interban- cário 1/	Particip %	Banco	Interban- cário 1/	Particip %
Banco do Brasil	4,270	8.9	Banco do Brasil	3,405	7.8	Banco do Brasil	4,543	9.5
Bradesco	2,420	5.1	Bradesco	3,065	7.0	Banco Santos	3,672	7.7
Banco Santos	2,269	4.7	Banco Santos	3,043	7.0	Bradesco	2,932	6.1
Banco Itaú	2,020	4.2	Citibank S. A.	2,399	5.5	Citibank S. A.	2,764	5.8
Citibank S. A.	1,996	4.2	Votorantim	1,956	4.5	BNP Paribas	2,213	4.6
ABN AMRO Real	1,914	4.0	Banco Itaú	1,725	4.0	Banco Santander	2,200	4.6
BNP Paribas	1,704	3.6	Banco Safra	1,661	3.8	ABN AMRO Real	1,923	4.0
Unibanco	1,631	3.4	Lloyds TSB	1,485	3.4	Banco Itaú	1,674	3.5
Banco Pactual	1,544	3.2	ABN AMRO Real	1,453	3.3	Banco Votorantim	1,566	3.3
Banco Safra	1,477	3.1	Banco Santander	1,404	3.2	Sudameris	1,308	2.7
Subtotal	21,244	44.4	Subtotal	21,595	49.6	Subtotal	24,795	51.7
Demais 2/	26,623	55.6	Demais 2/	21,931	50.4	Demais 2/	23,208	48.3
<b>Total</b>	<b>47,867</b>	<b>100</b>	<b>Total</b>	<b>43,525</b>	<b>100</b>	<b>Total</b>	<b>48,003</b>	<b>100</b>

Fonte: Bacen/Decec.

Notas:

1/ Compras + vendas;

2/ Exclui Banco Central e as pontas de compra e venda da BM&F.

As intervenções do Banco Central acontecem no Mercado de Câmbio de Taxas Livres. A Autoridade Monetária participa do mercado de câmbio interbancário comprando e vendendo moeda estrangeira, quando julga oportuno. Esta contrata à taxa de mercado para liquidação no segundo dia útil subsequente e usualmente tem como objetivo garantir o funcionamento regular do mercado, a estabilidade relativa das taxas de câmbio e o equilíbrio do balanço de pagamentos. O Banco Central não contrata compra e venda de câmbio com todos os bancos autorizados, mas apenas com um grupo de bancos selecionados, que são seus bancos operadores no mercado (*dealers*). Porém, também realiza operações pontuais, sempre que entende necessário. Todas as operações do Banco Central são registradas em sistemas informatizados que geram contratos eletrônicos de câmbio.

Dentre os departamentos do Banco Central que atuam na área de câmbio estão o Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin), o Departamento de Capitais Estrangeiros e Câmbio (Decec) e o Departamento de Combate a Ilícitos Cambiais e Financeiros (Decif). As operações de compra e de venda de moeda estrangeira no mercado interbancário são realizadas pelo Departamento de Operações das Reservas Internacionais (DEPIN) exclusivamente com instituições credenciadas para esta finalidade (*dealers*). A seleção dos *dealers*

é realizada por meio de critérios de performance com base na apuração de média ponderada dos seguintes itens:

I - mercado interbancário: é considerado o volume de câmbio negociado pela instituição no mercado interbancário, com peso 0,5;

II - importação e exportação: é computado o volume de operações de câmbio vinculadas a importações e exportações negociadas pela instituição com peso 3,0;

III - títulos cambiais: é computado o volume de títulos da dívida pública com correção cambial negociado pela instituição, com peso 1,5;

IV - câmbio financeiro: é considerado o volume de câmbio financeiro negociado pela instituição, com peso 3,0;

V - informações prestadas ao Banco Central do Brasil com peso 2. O objetivo deste item é avaliar a qualidade das informações prestadas e a forma de atuação de cada instituição no mercado de câmbio.

**Tabela 2 – Relação das Instituições *Dealers* no Mercado de Câmbio do DEPIN**

1	BANCO DO BRASIL S.A	10	BANCO PACTUAL S.A.
2	BANCO BRADESCO S.A.	11	BCO. SANTANDER BRAS
3	UNIBANCO UN.BCOS.BR	12	BCO WESTLB DO BRASI
4	BCO CITIBANK S.A.	13	HSBC BANK BRASIL S.
5	BCO ABN AMRO REAL S	14	BANCO FIBRA S.A.
6	BANCO VOTORANTIM S.	15	BCO BNP PARIBAS BRA
7	BANCO ITAU' S.A.	16	BANCO J.P. MORGAN S
8	BCO SAFRA S.A.	17	DRESDNER BANK LATEI
9	BANKBOSTON BCO MULT		

Fonte: Bacen

O período de validade de cada credenciamento de *dealers* é de seis meses, abrangendo os meses de junho a novembro e de dezembro a maio, sendo obrigatório o rodízio de, pelo menos, três instituições a cada novo período de credenciamento. O número de *dealers* credenciados para operar com o Banco Central do Brasil é de vinte instituições e estas devem sempre participar de leilões de câmbio quando promovidos pelo Banco Central do Brasil e cotar, sempre que solicitadas, taxas de compra e de venda de moedas estrangeiras. Na tabela 2 constam as instituições *dealers* no período de dezembro de 2003 a maio de 2004.

### 3.2. Histórico das Intervenções

Nesta seção faremos uma breve apresentação do período tratado neste trabalho que percorre os anos de 2000 a 2003 no Brasil, destacando os momentos de turbulência em que mais ocorreram intervenções e colocações de títulos e *swaps* cambiais. Este período foi marcado por muitas crises tanto de origem doméstica quanto externa. Tal fato torna o período rico para análise de volatilidade que desejamos realizar neste estudo. A participação mais expressiva do Banco Central no mercado de câmbio nestes anos se concentrou em 2001 e 2002, período este mais crítico, conforme será explicitado no texto a seguir.

O ano de 2000 não foi especialmente marcado por intervenções no mercado de câmbio, exceto em alguns momentos pontuais ocorridos no decorrer do período. Em 5 de janeiro de 2000, a taxa de câmbio atingiu seu pico do trimestre, R\$/US\$ 1,8544 para venda, sendo a inquietação do mercado atribuída principalmente à ameaça de elevação dos juros norte-americanos. O Banco Central, visando atuar de forma clara, divulgou um comunicado revelando sua entrada no mercado, que representou uma venda de US\$ 30 milhões<sup>13</sup>:

“ O Banco Central do Brasil, considerando o disposto no comunicado 6.873, de 27 de julho de 1999, e objetivando a transparência de sua atuação, torna público que atuou, nesta data, no mercado de câmbio, em consonância com a circular 2.888, de 20 de maio de 1999.”

Ainda no início do ano de 2000, observa-se o retorno da venda conjugada ocorrida em 29 de dezembro de 1999 no valor de US\$ 1.270 milhões. Em 24 de março do mesmo ano, o Banco Central atuou como comprador num total de US\$ 20 milhões, fato que não ocorria desde 11 de maio do ano anterior e também foi divulgado através de comunicado<sup>14</sup>. No segundo trimestre, apesar da turbulência no mercado de câmbio provocada pela intensa volatilidade no mercado acionário americano e preocupações com a economia argentina, não houve atuações do Banco Central. Em agosto, o Banco Central comprou US\$ 2,6 bilhões referentes ao lançamento de ADR da Petrobrás na Bolsa de Nova Iorque, entretanto, tal movimento não é contabilizado nas intervenções do Banco Central. No mês de novembro, a autoridade monetária entrou no mercado comprando US\$ 2 bilhões

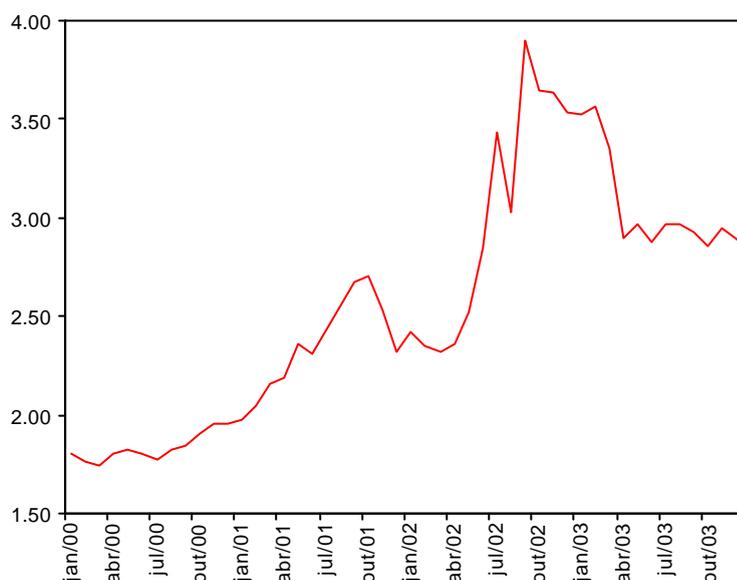
---

<sup>13</sup> Comunicado 7.195, 04 de janeiro de 2000.

<sup>14</sup> Comunicado 7.391, 24 de março de 2000.

para absorver o excesso de liquidez provocado pela venda do Banespa para o Santander. O Banco Central realizou ainda, ao final de 2000, um leilão de venda de dólares a termo conjugado com recompra para o mês de janeiro no valor de US\$ 1 bilhão, injetando liquidez ao mercado. Cabe ainda ressaltar que o estoque da dívida pública federal interna indexada a câmbio não sofreu muita alteração no ano de 2000.

**Figura 1 – Taxa de Câmbio Mensal Fim de Período (Venda)**



Fonte: Bacen

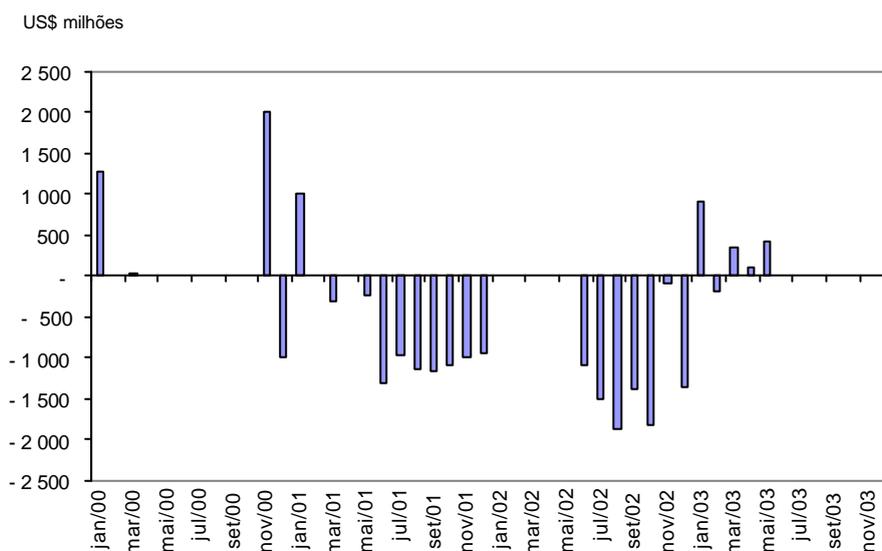
Em contraste com o ano anterior, 2001 foi caracterizado pela presença constante do Banco Central no mercado de câmbio. No primeiro semestre, as vendas de dólares foram menos frequentes, porém mais significativas em volume quando comparadas ao segundo semestre de 2001. Em março e maio ocorreu uma única venda em cada mês de aproximadamente US\$ 300 milhões e US\$ 250 milhões respectivamente. No mês de junho, observamos 4 intervenções que totalizaram um montante de US\$ 1.325 milhões negativos. Já a partir do início de julho o que observamos foi uma política de intervenções contínuas diárias de venda de US\$ 50 milhões que perseveraram até o fim do mês de dezembro.

Deve-se ainda ressaltar que o real apresentou uma desvalorização de 19% no ano de 2001 frente à moeda norte-americana, sendo mais intensa no período de janeiro a outubro, quando partiu de um patamar de R\$/US\$ 1.97 e alcançou

R\$/US\$ 2,7, recuando para R\$/US\$ 2,32 nos últimos meses do ano. Logo no primeiro trimestre a queda do real foi de 10% frente ao dólar.

Face à desvalorização e maior demanda por *hedge* no mercado, o Banco Central além de intervir no mercado *spot* aumentou também a colocação de títulos públicos indexados ao câmbio (NBC-E's). No segundo trimestre, em meio a incertezas quanto ao desdobramento da crise argentina no âmbito externo e a crise energética no cenário doméstico, o nervosismo se agravou, e além das intervenções em montantes muito mais expressivos como exposto acima, as colocações de NBC-E apresentaram prazos mais curtos, predominantemente de 300 dias, em contraste com o trimestre anterior, que teve prazo recorde de 2095 dias.

**Figura 2 – Intervenções Mensais do Banco Central <sup>1</sup>**



Fonte: Bacen

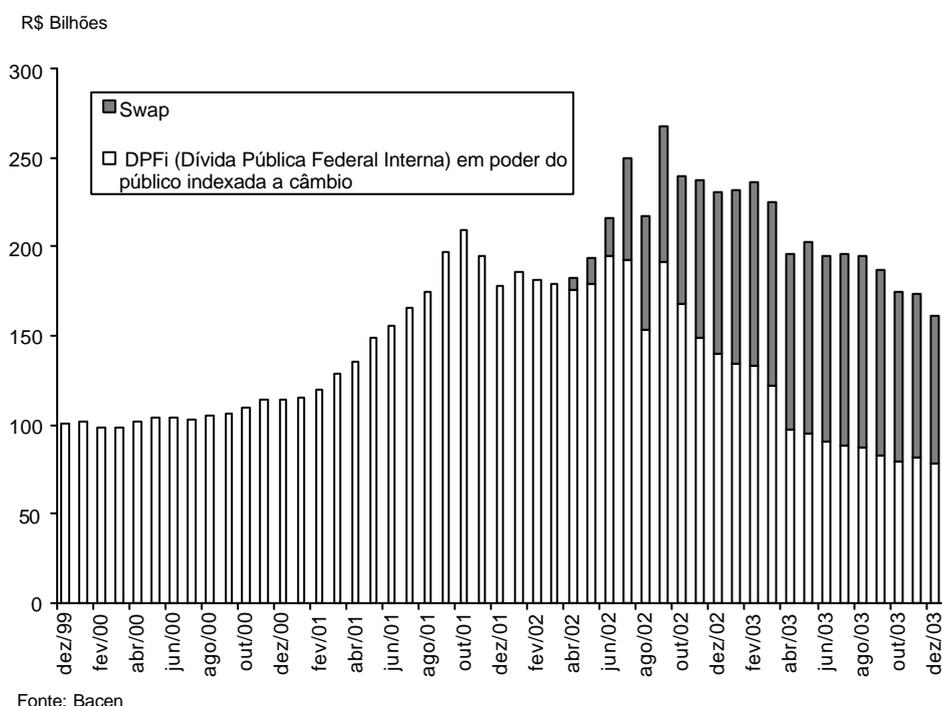
<sup>1</sup> Inclui linhas com recompra e linhas para exportação

O terceiro trimestre acumulou os reflexos da crise argentina com o atentado terrorista de 11 de setembro em Nova York, se caracterizando como o período de maior turbulência do ano de 2001. A política de colocações de NBC-E com prazos curtos se manteve e se concentrou muito no mês de setembro após o atentado e esteve aliada à política de venda de dólares diárias no mercado à vista. No trimestre final deste ano, não houve colocações de NBC-E, havendo recompra

destes títulos com oferta simultânea de NTN-D como o objetivo de reduzir a concentração de vencimentos no curto-prazo e alongar o prazo médio da dívida pública indexada ao dólar. Vale ressaltar que o estoque de dívida pública indexada ao câmbio saltou de R\$ 115,34 bilhões para R\$ 178,58 bilhões.

O ano de 2002 foi marcado por incertezas inerentes ao processo de eleição presidencial que se agravaram ao fim do primeiro semestre e levaram o governo a realizar um saque de US\$ 10 bilhões junto ao FMI e reduzir o piso de reservas internacionais líquidas de US\$ 20 bilhões para US\$ 15 bilhões, dentre outras medidas. O ambiente externo também não foi favorável, havendo forte elevação da aversão ao risco internacional. O real iniciou um período de forte desvalorização frente ao dólar no segundo trimestre do ano e a taxa de câmbio que iniciou abril em R\$/US\$ 2,32, entrou em julho cotando R\$/US\$ 2,86, fechou o mês de setembro em R\$/US\$ 3,89 e finalizou o ano em R\$/US\$ 3,53. Além da forte alta do dólar, o período foi marcado por intensa volatilidade da taxa de câmbio.

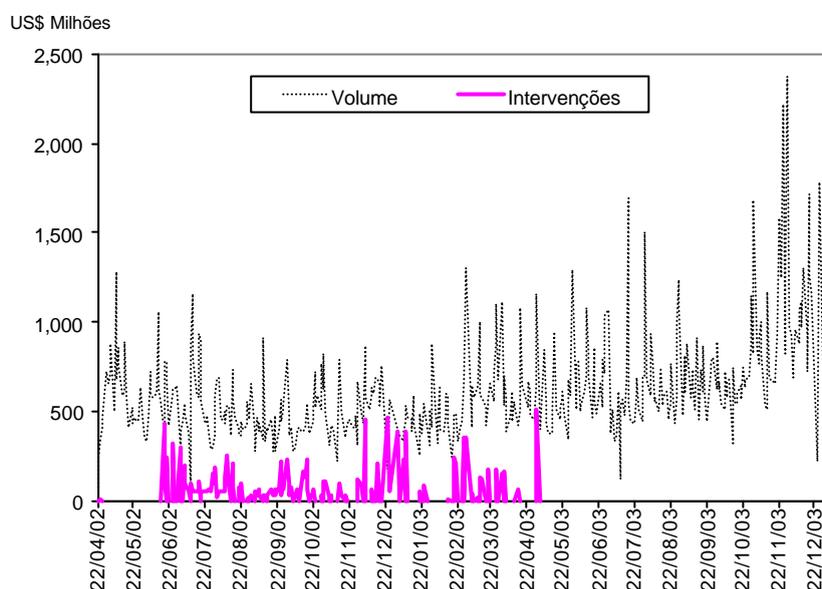
**Figura 3 – Exposição Cambial**



As intervenções iniciaram no mês de junho, somando um total de US\$ 5,9 bilhões negativos (compra líquida). Devido à contração na oferta de linhas

externas de crédito a exportação, o governo instituiu em 22 de agosto um reforço ao financiamento através de leilões de venda de moeda estrangeira vinculados à concessão de adiantamento sobre contratos de câmbio de exportação. Portanto, quando incluídas as linhas de compra e de exportação, as intervenções alcançam um montante ainda mais expressivo de US\$ 9,1 bilhões negativos no ano. A figura 4 nos permite ter uma idéia da magnitude das intervenções frente ao volume negociado no mercado.

**Figura 4 – Volume Diário Negociado no Mercado Interbancário de Câmbio x Intervenções**



Fonte Intervenções: Bacen  
Fonte Volume: BMF (Clearing de Câmbio)

A Lei de Responsabilidade Fiscal impediu a emissão de títulos da dívida pública pelo Banco Central a partir de maio de 2002, sendo parte desta dívida composta por títulos indexados à variação cambial (NTN-D e NBCE). Em abril de 2002, o Banco Central passou a ofertar ao mercado *swaps* cambiais, que oferecem como rentabilidade o diferencial entre a taxa de juros do depósito interfinanceiro (DI) e a variação cambial. Primeiramente, os *swaps* cambiais foram ofertados conjugados com colocações primárias de LFT, porém, em maio de 2002, os leilões foram desvinculados da oferta de títulos.

A dívida cambial foi reduzida de R\$ 186,45 bilhões em janeiro para R\$ 139,47 bilhões em dezembro, no entanto, quando considerada a dívida cambial

mais os *swaps*, este total aumentou para R\$ 230,57 bilhões. Vale lembrar ainda que no terceiro trimestre de 2002, o governo resgatou as últimas Notas do Banco Central do Brasil – Série Flutuante (NBC-F), que eram títulos indexados a variação do câmbio do mercado flutuante.

Com a posse do novo governo em 2003 e a sinalização de manutenção da austeridade econômica, grande parte da incerteza predominante nos mercados foi desfeita. O real apreciou-se em relação ao dólar, principalmente ao longo do segundo trimestre do ano, estabilizando-se em torno do patamar de R\$/US\$ 3,00 ao longo do segundo semestre. A volatilidade da taxa foi mais marcante no início do ano e a presença do Banco Central só pode ser percebida no primeiro trimestre, em montantes bem menos expressivos que no ano anterior. Nos dois primeiros meses as intervenções somaram US\$ 185 milhões, porém, quando consideramos as linhas com recompras as intervenções de janeiro e março, estas adquirem valores positivos.

A dívida pública federal interna em poder do público indexada a câmbio também reduziu fortemente ao longo de 2003. A partir do mês de julho, em virtude da queda da demanda por instrumentos cambiais, a rolagem dos vencimentos de títulos e *swaps* cambiais alcançou apenas 59,7% do principal. A partir de então o percentual médio de rolagem da parcela cambial da dívida foi declinando até que no mês de dezembro não houve rolagem da dívida cambial vincenda. O total de títulos cambiais em poder do público sofreu uma queda de 43% no ano, saindo de R\$139,47 bilhões no fim de dezembro de 2002 para R\$ 78,67 bilhões ao final do ano seguinte. Quando consideramos a dívida cambial mais *swaps* em poder do público, este montante também sofreu uma redução considerável de 30%.

Tendo feito uma breve apresentação do mercado de câmbio brasileiro e das principais intervenções nele ocorridas, podemos então discutir de forma mais clara no próximo capítulo como as intervenções do Banco Central influenciaram a volatilidade da taxa de câmbio no Brasil.