



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS
ESCOLA DE DIREITO, NEGÓCIOS E COMUNICAÇÃO
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Vitor Gabriel Bento Cerqueira

**Atuação do Banco Central do Brasil no Mercado de Câmbio, nos Anos de 2008
a 2010.**

Goiânia

2022

Vitor Gabriel Bento Cerqueira

**Atuação do Banco Central do Brasil no Mercado de Câmbio, nos Anos de 2008
a 2010.**

Monografia apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Pontifícia Universidade Católica de Goiás, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Ms. Miguel Rosa dos Santos

Goiânia
2022

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS
ESCOLA DE DIREITO, NEGÓCIOS E COMUNICAÇÃO
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Vitor Gabriel Bento Cerqueira

20181002101175

**Atuação do Banco Central do Brasil no Mercado de Câmbio, nos Anos de 2008
a 2010.**

Monografia apresentada como pré-requisito para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas da Pontifícia Universidade Católica de Goiás, submetida à aprovação da banca examinadora composta pelos seguintes membros:

Prof. Ms. Miguel Rosa dos Santos
PRESIDENTE

Prof. Ms. Eber Vaz
MEMBRO

Prof. Ms. Wagno Pereira da Costa
MEMBRO

Data da Aprovação: 14/12/2022
Goiânia – GO

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus por sua bondade e amor incondicional. Por ser inspiração para superar as dificuldades durante a minha história. A Universidade e seus colaboradores docentes pela aprendizagem para construção do conhecimento. Ao Prof. Ms. Gesmar José Vieira por ter sido presente, me acompanhando durante toda essa caminhada. Ao Prof. Ms. Miguel Rosa dos Santos por contribuir com a elaboração do meu trabalho final de conclusão de curso. A minha mãe, que muito se esforçou para me proporcionar uma educação baseada em valores, você é a minha inspiração.

RESUMO

A presente monografia se propôs a averiguar a atuação do Banco Central do Brasil no mercado de câmbio durante a crise de 2008 a 2010 com o intuito de demonstrar a importância da atuação do Banco Central do Brasil no mercado de câmbio para a retomada econômica brasileira. Inicialmente apresentou-se a base teórica do surgimento das moedas, da necessidade de capitalização, do funcionamento do mercado cambial brasileiro e como foi a operação do Banco Central do Brasil. Em seguida, foi realizada a análise da instabilidade financeira defendida por Minsky, onde foi avaliada as características do capitalismo, e o período pré-crise. Por fim, foi demonstrado a atuação do Banco Central do Brasil nos anos de 200 a 2010.

Palavras-chaves: Banco Central do Brasil; Retomada Econômica; Mercado de Câmbio.

LISTA DE FIGURAS:

Figura 1 - Volume Operado em Câmbio no Brasil: Jan/1997 a Jan/2018 22

Figura 2 - Medidas para contenção da Crise no Brasil de 2008 a 2010 33

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	09
CAPÍTULO 1 – O CAPITALISMO E O SURGIMENTO DO BACEN	11
1.1 - A Prática do Comércio	11
1.1.1 - A Origem da Moeda	14
1.1.2 - O Surgimento do Primeiro Banco.....	15
1.2 - Mercado Cambial.....	16
1.2.1 – Teoria da Paridade do Poder de Compra.....	20
1.3 – Atuação do BCB.....	23
1.4 - MINSKY e a Instabilidade Financeira.....	27
CAPÍTULO 2 - IMPACTOS DA CRISE DE 2008 NA ECONOMIA BRASILEIRA E AS MEDIDAS ADOTADAS PELO GOVERNO	30
2.1 – Antes da Crise	30
2.2 – Impactos da Crise de 2008	31
CAPÍTULO 3 - ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL NO MERCADO DE CÂMBIO NOS ANOS DE 2008 A 2010	37
3.1 - Banco Central do Brasil em 2008	37
3.1.1 – Atuação em SWAPS Cambiais.....	37
3.1.2 - Decretos Aplicados pelo Governo Federal	37
3.2 - Banco Central do Brasil em 2009	44
3.2.1 – Intervenções de Compra no Mercado SPOT	44
3.2.2 – Utilização de Reservas Internacionais	45

3.2.3 – Aperfeiçoamento do Mercado de Câmbio	48
3.3 - Banco Central do Brasil em 2010	49
3.3.1 – Fortalecimento de Reservas Internacionais	49
3.3.2 - Tesouro Nacional e o Mercado de Câmbio	50
3.3.3 – Resultados Obtidos	51
CONSIDERAÇÕES FINAIS	52
REFERÊNCIAS	54

INTRODUÇÃO

Desde a adoção do câmbio flutuante pelo governo brasileiro em 1999, o Banco Central do Brasil apropriou-se de uma grande responsabilidade, intervir no mercado de câmbio para atingir estabilidade da volatilidade da moeda. O Banco Central é uma autarquia, e trabalha como órgão executor do Conselho Monetário Nacional (CMN). Em todos os países é comum a prática, tanto em economias emergentes, como em países desenvolvidos.

As intervenções costumam acontecer quando a moeda do país, atinge uma alta volatilidade, se valorizando ou depreciando fortemente. Quando é observado um desalinhamento muito forte do câmbio, de forma a vir prejudicar o bom funcionamento do mercado, a intervenção direta no câmbio é vista como necessária.

Partindo do princípio que os governos não conseguem atuar em regime liberal na economia, será tomado como fator determinante, a atuação do Banco Central. O objetivo geral dessa monografia é avaliar as decisões tomadas pelo BACEN, na retomada econômica do Brasil nos anos de 2008 a 2010.

Como objetivos específicos, serão abordadas as ferramentas de controle do Banco Central para o mercado de câmbio; evidenciar a vulnerabilidade do Banco Central por atuar com taxas flutuantes; e a capacidade do Banco Central acelerar ou não o crescimento do país.

Antes da crise de 2008, com o aumento do preço dos ativos e aquecimento econômico, o Brasil retomava um ambiente de taxa de juros excessivamente baixas e condições financeiras acomodatórias. O aquecimento da economia e o aumento dos preços gerou forte crescimento da alavancagem nas economias, criando subsequentemente uma exposição considerável ao mercado hipotecário americano. Diante desse contexto, o problema dessa monografia trata do seguinte questionamento: quais foram as decisões do Banco Central Brasileiro entre 2008 e 2010 no mercado de câmbio, que contribuíram para a retomada econômica no Brasil?

A hipótese é de que o governo brasileiro não conseguiria retomar economicamente a situação do país sem a interferência do Banco Central. Com uma escassez global de liquidez em dólar e da piora dos termos de troca, decorrente da queda dos preços de commodities, o Banco Central do Brasil adotou políticas de intervenção na taxa de câmbio e na economia.

A metodologia de pesquisa adotada nessa monografia trata-se de uma investigação aplicada, visto que se propõe encontrar soluções às necessidades apresentadas na realidade, na hipótese de abordar as decisões do BACEN como principal fator para retomada do crescimento econômico no Brasil.

A pesquisa exploratória visa proporcionar maior visibilidade à tomada de decisão do Banco Central do Brasil nos anos de 2008 a 2010, suas funções e as suas ferramentas de execução. Utilização de dados quantitativos e qualitativos para demonstração dos resultados. Levantamento de dados teóricos, por meio do método dedutivo histórico, que comprovem as decisões do Banco Central do Brasil nos anos de 2008 a 2010.

Esta monografia foi estruturada em 3 Capítulos. O primeiro Capítulo visa apresentar a origem dos Bancos, especificamente os Bancos Centrais (BACENs). O segundo Capítulo viabiliza ter uma compreensão ampla do mercado cambial. Finalizando, o terceiro Capítulo analisará a atuação do Banco Central do Brasil durante a crise de 2008 a 2010 para a retomada econômica brasileira.

CAPÍTULO 1 – MERCADO DE CÂMBIO E O SURGIMENTO DOS BANCOS

1.1 – A Prática do Comércio

Juntamente com o crescimento de uma civilização, desenvolve-se a noção e a prática do comércio. O conceito de comércio é definido por negociações feitas por meio de trocas que objetivam o lucro. Tais trocas são feitas por intermédio do dinheiro físico ou documento que o represente.

A representação do dinheiro como se conhece hoje é resultado de uma longa transição física, que teve origem muito antes da utilização de metais como instrumentos de troca e fez parte de diferentes momentos culturais em diferentes lugares do mundo. De acordo com Vieira (2017), antes das mais antigas moedas conhecidas surgirem, o dinheiro tinha já pelo menos três milênios de história.

Em todo o mundo e em diferentes épocas, diversos tipos de mercadoria foram utilizados como instrumento mediador de trocas, a finalidade de intermédio era a mesma, porém sua forma física e utilidade da mercadoria variavam.

Em todo o mundo, artigos que vão de sal a tabaco, de toras de madeira a peixe seco, e de arroz a tecido foram usados como dinheiro em diversas épocas da história. Os nativos de regiões da Índia usavam amêndoas. Os guatemaltecos usavam milho, os antigos babilônicos e assírios usavam cevada. Nativos das Ilhas Nicobar usavam cocos, e os mongóis computavam tijolos de chá. Para as pessoas das Filipinas, do Japão, da Birmânia e outras partes do sudeste asiático, medidas padronizadas de arroz tradicionalmente serviam como dinheiro em forma de mercadorias. (WEATHERFORD 1999, p. 25).

Alimentos, animais e até seres humanos, já foram usados como dinheiro nas civilizações antigas:

Até mesmo seres humanos serviram como medida monetária. Na antiga Irlanda, escravos tornaram-se o valor comum em relação ao qual itens como vacas, cabras, terra e casas eram calculados. Invasores viquingues e comerciantes vendiam mulheres jovens para comerciantes de escravos no Mediterrâneo, onde tinham valor elevado por causa dos cabelos ruivos e loiros. (WEATHERFORD 1999, p. 25 e 26).

Ainda que as civilizações tenham conseguido desenvolver seu aspecto comercial utilizando mercadorias como moeda de troca, isso as impedia de acumular valor. É impossível utilizar alimentos e afins para acumular valor a longo prazo, diferindo-se assim de um sistema monetário real. Chegado esse ponto, as commodities já não conseguiam sustentar a economia de uma civilização.

De acordo com Weatherford (1999), itens alimentícios podem funcionar adequadamente para troca de produtos, mas não são bons para acúmulo de valor.

Por toda a história, as commodities e artigos valiosos às vezes criaram um sistema econômico que superficialmente se assemelhava a um sistema monetário, mas tais sistemas invariavelmente eram limitados em escopo e utilidade. (WEATHERFORD 1999, p. 28).

Desde a sua concepção, o dinheiro influenciou o curso das sociedades, para Weatherford (1999), praticamente a partir do instante de sua invenção, o dinheiro foi ficando cada vez mais importante na sociedade ocidental e finalmente dominou o sistema feudal e as hierarquias aristocráticas de civilizações anteriores.

Embora elementos como política, religião, tecnologia e até condições do tempo possam desempenhar um papel relevante em qualquer um desses empreendimentos, o dinheiro constitui a base de todo o sistema e forma o elo decisivo na fixação de valores, facilitação de troca e criação do comércio. O dinheiro reúne todos esses elementos em um único sistema global. É o elo que liga todos nós. (WEATHERFORD 1999, p. 14).

O conceito e a aplicabilidade do dinheiro não se limitam apenas ao âmbito financeiro e o seu uso não se limita somente às transações comerciais. O dinheiro é percebido também e principalmente nos âmbitos cultural e social de uma nação, demonstrando a sua influência na organização e manutenção das sociedades e nas relações existentes nelas, afetando assim o individual e o coletivo em diversos aspectos.

O dinheiro constitui o ponto de convergência da cultura mundial moderna. Define as relações entre as pessoas, não só entre cliente e comerciante no mercado ou empregador e funcionário no local de trabalho. Cada vez mais na sociedade moderna, o dinheiro define as relações entre pais e filhos, entre amigos, entre políticos e eleitores, entre vizinhos e entre o clero e os paroquianos. O dinheiro forma as instituições centrais da economia e mercado modernos, e em torno dele se encontram agrupadas as instituições subordinadas por parentesco, religião e política. O dinheiro é o idioma do comércio no mundo moderno. (WEATHERFORD 1999, p. 17).

É necessário que exista um sistema pré-estabelecido para que o dinheiro tenha reconhecimento e conseqüente valor em determinada sociedade. Não existe dinheiro sem a prévia concepção de um sistema, porque, sem esta, não há direcionamento do que é válido e do que não é, não há compreensão nem seguimento das regras.

O dinheiro nunca existe em um vácuo cultural ou social. Não é um mero objeto sem vida, mas uma instituição social. Para funcionar como dinheiro, um material não pode existir simplesmente enquanto objeto. É preciso um sistema sociocultural específico. Assim que o sistema passar a existir, muitos objetos diferentes podem servir como dinheiro. (WEATHERFORD 1999, p. 29).

Os noruegueses usavam manteiga como dinheiro, na China, África do Norte e Mediterrâneo as pessoas usavam o sal, os astecas usavam sementes de cacau, tribos europeias da Irlanda e da Grécia usavam gado, entre tantos outros povos e tantas outras mercadorias que já foram empregadas em trocas comerciais.

Uma mercadoria de uso comum em diferentes civilizações e que foi de empregabilidade mais notável que todas as outras, foi o metal. Tanto pela sua durabilidade quanto pela sua usabilidade, foi preferida como utensílio de troca em relação aos outros tipos de mercadoria que não acumulavam valor a longo prazo.

Ao lado dos alimentos, os seres humanos parecem valorizar o metal como uma das commodities mais populares para troca. De todas as substâncias que podem ser usadas para fazer o dinheiro, o metal tem aplicações mais práticas e conservou seu valor por um período de tempo mais longo e em lugares mais distantes do que qualquer outra. Por isso é duradouro, e é bem empregado no acúmulo de valor. Pelo fato de poder ser dividido em partes maiores e menores, é um bom meio de troca. (WEATHERFORD 1999, p. 30).

No final do terceiro milênio a.C., a Mesopotâmia começou a utilizar metais preciosos em suas transações comerciais, porém eles eram inacessíveis para o restante da população e isso dificultava trocas menores. Com o desenvolvimento tecnológico tornou-se acessível a modificação do metal pelos povos que os utilizavam em suas trocas comerciais e acontece também, a conseqüente expansão desse desenvolvimento e forma de utilização.

A partir daí, surgem e se popularizam as primeiras moedas, caracterizando a primeira revolução monetária da história. Weatherford (1999), assim caracteriza esse momento como sendo a primeira geração do dinheiro, revolucionando o sistema de mercados ao redor do mundo.

A atual mudança revolucionária na natureza e usos do dinheiro constituem a terceira grande mutação no dinheiro. A primeira geração começou com a invenção das moedas na Lídia há aproximadamente 3 mil anos e resultou no primeiro sistema de mercados abertos e livres. A invenção e disseminação das moedas e o mercado que as acompanharam criaram um sistema cultural totalmente novo – as civilizações clássicas do Mediterrâneo. O novo sistema monetário e de mercado finalmente se propagou pelo mundo e gradualmente

destruiu os grandes impérios tributários da história. (WEATHERFORD 1999, p. 05).

1.1.1 - A Origem da Moeda

A criação da moeda, como nos conta Weatherford (1999), ocorreu na Ásia ocidental onde hoje fica a Turquia e de lá espalhou-se pelo mundo para tornar-se o sistema monetário global ancestral do sistema atual.

Quando a tecnologia humana e a organização social se desenvolveram ao ponto de usar quantidades padrões de ouro e prata nas trocas, o aparecimento e uso de pequenas moedas foi uma questão de muito pouco tempo. O salto cultural e tecnológico das moedas primitivas constituiu a primeira revolução monetária da história para vantagem do conhecimento numismático, aconteceu apenas uma vez. (WEATHERFORD 1999, p. 32).

Após a estruturação da moeda como dinheiro e da disseminação desse modelo de comércio mundialmente, a matéria-prima para a fabricação das moedas passou a ser insuficiente para suprir a demanda. Surge posteriormente assim, uma nova forma de produção e representação do dinheiro: o papel-moeda. O papel-moeda representa e substitui a moeda de metal, facilitando assim as trocas, o transporte e reduzindo o uso dos metais para produzir moedas. Futuramente, o papel-moeda só poderia ser emitido pelo Estado.

Desde a utilização de alimentos e outros itens como mercadorias para transações comerciais até o desenvolvimento do papel moeda, as civilizações sofreram saltos econômicos, culturais, sociais e tecnológicos. E em todos eles o dinheiro teve a sua participação. O novo salto acontece no momento atual, com o dinheiro eletrônico. Atualmente, a natureza física do dinheiro não é mais fator limitador para a existência deste.

Aqui, o dinheiro não passa de informação virtual armazenada e transferida entre sistemas informáticos, que pode desaparecer tão silenciosamente como surgiu. Também o crédito e a dívida podem ser vistos como formas imateriais de dinheiro, muito mais antigas até que a própria moeda metálica. (VIEIRA 2017, p. 02).

A partir do momento em que a moeda é incorporada em diferentes culturas, ela assume um caráter identitário, condicionado ao seu respectivo sistema cultural. Se torna um símbolo de expressão da nação. A moeda, de acordo com Vieira (2017), tornou-se rapidamente, também, num suporte e veículo de expressão identitária,

política, religiosa, ideológica, assim como num instrumento propagandístico ao dispor dos Estados.

1.1.2 - O Surgimento do Primeiro Banco

Ainda é obscura a história exata do surgimento dos bancos, porém especula-se que foram originários de ourives, coletores de impostos e especialmente mercadores, sendo assim considerados os primeiros banqueiros. De acordo com Siqueira (2007), os agentes de câmbio, além da atividade de câmbio de moedas, eram verdadeiros intermediários financeiros, já que aceitavam depósitos e faziam empréstimos.

O primeiro banco de destaque criado foi o Banco da Inglaterra, que surgiu em 1694, autorizado a emitir moedas e a realizar empréstimos. Para Siqueira (2007), entender suas origens ajuda a esclarecer os estreitos vínculos que sempre existiram entre bancos e governos em geral.

As trocas de favores entre o banco e o governo permaneceram por gerações. Em 1694, o Parlamento concedeu licença para que o banco funcionasse por 11 anos, após os quais o parlamento poderia exercer a opção de dissolvê-lo, desde que o banco recebesse um aviso prévio de um ano e seu dinheiro de volta. (SIQUEIRA 2007, p. 20).

No Brasil, o surgimento do primeiro banco acontece com a vinda da Corte Portuguesa. Em 1808, Dr. Rodrigo de Sousa Coutinho liberou o alvará para a criação do então primeiro banco oficial brasileiro. Os motivos que levaram a criação do primeiro banco estavam relacionados ao aumento do comércio, o aumento de demanda por moeda, além do esgotamento na cobrança de impostos.

O alvará de Rodrigo Coutinho apresenta três circunstâncias para a criação do banco. A primeira e mais importante está relacionada às necessidades de financiamento do setor público. Uma segunda razão tem a ver com a inadequação do meio circulante. Havia pouca moeda metálica, e circulavam, como uma espécie de papel-moeda, os “bilhetes da alfândega”. A terceira circunstância incluía “os obstáculos que a falta de giro dos signos representativos dos valores põem ao comércio, devendo ser quanto antes removidos, animando e promovendo as transações mercantis dos negociantes desta e das mais praças dos meus domínios e senhorios com o estrangeiro”. (SIQUEIRA 2007, p. 32).

Ou seja, o banco estava autorizado a realizar as mesmas operações que bancos nacionais de outros países realizavam. Tornou-se um banco de desconto, de

depósitos, de emissão e de câmbio. O primeiro banco do Brasil podia receber depósitos de diversos metais preciosos além de poder recebe-los em dinheiro também, poderia emitir bilhetes pagáveis à vista ou a prazo.

1.2 - O Mercado Cambial

Diante desse cenário, o mercado de câmbio brasileiro assim como outros mercados locais de ativos, passaram por profundas mudanças para se adequar à nova realidade do país, consolidada, ao longo dos anos de estabilidade monetária e financeira, um dos principais pilares da economia brasileira desde o Plano Real.

Assim, o objetivo desta monografia é descrever como os mercados de derivativos cambiais e de entrega física escritural de moedas estrangeiras evoluíram diante da economia do país no período.

A taxa de câmbio é tratada pela teoria como um problema de curto prazo a ser discutido abertamente, nunca tendo sido considerado como parte da teoria do desenvolvimento.

De fato, do ponto de vista neoclássico, é considerado um preço macroeconômico que flutua em torno do equilíbrio. Disto conclui-se que não seriam necessárias intervenções diretas ao seu nível.

Na economia, Baldwin, Dixit e Krugman desenvolveram a teoria da histerese no comércio internacional. Esses autores trabalharam com um cenário onde havia custos de entrada e de saída, cujas respostas a mudanças na taxa de câmbio demoravam algum tempo para definir.

Em seu trabalho sobre a taxa de câmbio na teoria do desenvolvimento, Bresser-Pereira (2018) justifica essa tese afirmando que em países em desenvolvimento a taxa de câmbio é um preço macroeconômico cronicamente supervalorizado, o que torna pouco competitivas as empresas competentes do país.

Para este autor, a taxa de câmbio é uma taxa macroeconômica que deve garantir a competitividade da indústria nacional. Em outras palavras, deve estar no nível do “equilíbrio industrial” para garantir que as empresas dos países em desenvolvimento possam competir em igualdade de condições com as de outros países.

Ainda de acordo com Bresser-Pereira (2018), uma taxa de câmbio competitiva estimula investimentos voltados para a exportação e, conseqüentemente, aumenta a

poupança. Essa visão contrasta com o modelo de crescimento adotado por muitos países em desenvolvimento, que se baseia na poupança externa.

Este tipo de crescimento não gera nenhum desenvolvimento, ao substituir a poupança interna por poupança externa, o que ocorre é um aumento do consumo, deixando o investimento em segundo plano, porque se baseia em grande parte em uma política de juros altos, que atrai fluxos de dinheiro para os países em desenvolvimento, mas que nem sempre se traduz em investimentos destinados ao desenvolvimento econômico.

Uma taxa de câmbio competitiva seria importante para a economia porque estimularia a indústria exportadora de não-bens, em particular o setor manufatureiro.

Os países ricos em recursos naturais teriam dificuldade em desenvolver uma indústria manufatureira exportadora por causa do excesso de fluxo de divisas e da consequente valorização da taxa de exportação de commodities. Assim, o contraste entre o fracasso do sucesso da Venezuela e da Indonésia nas reservas de petróleo.

A Venezuela é o único país da América Latina hoje cujos níveis de renda per capita são mais baixos do que há 50 anos. A Indonésia experimentou um crescimento acelerado e sustentado nos últimos 20 anos até a crise de 1997.

Além do canal macroeconômico tradicional no curto prazo, onde a desvalorização expansionista aumenta a renda e o emprego, Bresser-Pereira (2018) destaca os impactos de uma taxa de câmbio relativamente desvalorizada no desenvolvimento econômico no longo prazo devido à setor de bens comercializáveis. Apresenta também um argumento pouco explorado no terceiro canal de impacto da taxa de câmbio real sobre o nível de emprego.

Uma taxa de câmbio real apreciada induziria uma substituição do trabalho por capital nos países em desenvolvimento. Ao tornar o preço de bens não comercializáveis, em mão de obra, caro em relação a bens comercializáveis, como máquinas, por exemplo, a valorização da taxa de câmbio real aumentará o desemprego porque estimularia a substituição de um fator de produção caro para um fator barato.

É sempre bom lembrar que o fluxo de operações de câmbio, registrado pelo BCB, decorre de operações de câmbio de agentes não financeiros. Portanto, ele não corresponde ao total dos fluxos cambiais. As contrapartes são: a variação da posição dos bancos comerciais e as intervenções do BCB.

Em outras palavras, se em um determinado período a taxa de câmbio é, por exemplo, negativa, alguém necessariamente desloca moedas para o setor não financeiro. Pode ser apenas o sistema bancário, com uma das posições vendidas, ou apenas o BCB, por meio de intervenções de venda a mercado, ou uma das duas.

Um dos aspectos do mercado de câmbio brasileiro que é objeto de muita discussão na literatura técnica é a obrigatoriedade da autorização do BCB para operar câmbio no mercado interbancário e ser capaz de manter uma posição cambial.

Alguns estudos concluem que essa necessidade teria restringido o acesso a esse mercado a tal ponto que a liquidez e precificação da taxa de câmbio teriam migrado para derivativos.

Em outros países, esse processo de descoberta de preços ocorre no mercado interbancário, ou interdealer, como é chamado na literatura inglesa. De fato, os testes de causalidade de Granger entre o preço da taxa de câmbio no mercado em e no mercado à vista em Brasil mostram na maioria das vezes as formas de preço no mercado futuro e é então repassado ao mercado spot (Ventura e Garcia, 2008).

Entretanto, a maior liquidez dos derivativos não decorre das restrições de acesso ao mercado interbancário de câmbio, uma vez que os bancos com carteira de câmbio estão autorizados a operar.

A análise do mercado interprofissional em outros países mostra que os principais responsáveis por fornecer liquidez e, portanto, formação de preços são justamente os bancos.

Assim, mesmo se o acesso ao mercado interbancário no Brasil for considerado mais restrito do que em outros países, a restrição não se aplica a bancos que sejam cujo volume de operações permita a formação do preço da taxa de câmbio.

No que diz respeito à participação dos bancos no câmbio e à concentração dos volumes operados, os relativos ao mercado brasileiro são semelhantes aos encontrados nos mercados mundiais

Além dos mercados primário e interbancário, um mercado de câmbio de grande volume do país é operado em um mercado, o de derivativos. Neste segmento, os contratos podem ser negociados sem conta ou entrega física de moeda estrangeira e as partes negociam taxas de câmbio.

O mercado de derivativos de câmbio é dividido em segmentos: negociação centralizada em ambiente de câmbio por meio de contratos listados e negociação descentralizada, mercado de balcão.

No ambiente de Bolsa de Valores, os contratos são padronizados e a bolsa como contraparte central reduz o risco de crédito. No mercado de balcão, as partes podem negociar livremente as características dos contratos, mas estão expostas ao risco da outra. O mercado de derivativos no Brasil é considerado um dos mais desenvolvidos e atuantes do mundo.

É por meio de contratos de derivativos cambiais, por exemplo, que os agentes econômicos podem proteger suas exposições para evitar que variações nas taxas de câmbio tenham impacto negativo em suas atividades.

Voltando à questão relacionada ao processo de formação de descoberta de preços, esse conceito está relacionado à rapidez de novas informações são incorporadas ao preço de um determinado ativo e ao ambiente comercial nessa transmissão ocorre de forma mais eficiente.

A experiência das taxas de câmbio no mundo, especialmente nos países desenvolvidos, mostra que é após a formação do preço nos mercados à vista que ele é transmitido aos mercados de derivativos, cujo preço final é, portanto, primeiro derivado.

No Brasil, como mencionado acima, o inverso é: novas informações afetam imediatamente o preço dos futuros de moeda negociados na bolsa de commodities futuros B3, então isso é transferido para o mercado a vista subjacente.

Isso é explicado pelo maior volume negociado no mercado de derivativos cambiais, em por meio de contratos em relação ao volume negociado com entrega, que está na proporção de aproximadamente dois para um.

Essa peculiaridade do mercado de câmbio no Brasil se aplica ao mercado interno de taxas de juros, no qual o volume negociado de títulos da dívida pública é o volume negociado de derivativos de taxa de juros.

A crescente influência da taxa de câmbio nas expectativas de inflação e no saldo da conta corrente aumentou sua relevância no sucesso de uma economia aberta. Diante disso, a previsão de taxas de ganhou maior importância no cenário e diversos estudos foram publicados.

1.2.1 - Teoria da Paridade do Poder de Compra

A teoria da paridade do poder de compra é um dos tópicos mais antigos da economia internacional. Uma versão absoluta da paridade do poder de compra, de Kassel, postula que os preços de uma cesta, em diferentes moedas e países, devem ser os mesmos quando convertidos em uma determinada moeda.

Uma versão relativa da paridade do poder de compra como taxa de câmbio é ajustada para compensar as diferenças de inflação entre os países, ou seja, o preço da cesta pode variar entre os países, mas sua variação é a mesma, de modo que o preço da cesta no país A permaneceria constante em relação ao mesmo preço da cesta no país B sobre o tempo.

É transferido para o mercado à vista subjacente. Isso se deve ao maior volume negociado no mercado de derivativos cambiais, por meio de contratos versus volume negociado com entrega, que é de aproximadamente dois para um.

Essa peculiaridade do mercado de câmbio no Brasil aplica-se ao mercado interno de taxas de juros, em que o negociado sobre os títulos da dívida pública é o volume negociado sobre os derivativos de taxa de juros.

A paridade de juros descoberta assume que a taxa futura esperada cobre o diferencial da taxa de juros, ou seja, o ganho de manter uma moeda é compensado pelo custo de oportunidade de não possuir a outra moeda. Em geral, as duas premissas de paridade de juros de que não há possibilidade de obter retornos no mercado doméstico ou internacional, ou seja, há arbitragem perfeita no mercado de câmbio e não há rigidez de preços.

Como as mercadorias são negociadas livremente nos mercados internacionais, o preço das mercadorias deve ser o mesmo em todos os países na mesma moeda conforme previsto no poder de compra.

Dessa maneira, dados os níveis de preços em cada a taxa de juros de longo prazo deve se ajustar à condição de paridade do poder de compra. A paridade dos juros do cheque especial é válida porque podem ser trocados livremente.

Uma das razões para que os agentes podem modificar as expectativas em relação à taxa de câmbio pode ser a oferta de moeda, ou o déficit orçamentário, já que este é financiado pela emissão de moeda.

Assim, os preços e a taxa de inflação dependem da variação da oferta monetária nominal e da oferta monetária real. Equilíbrio do mercado monetário, e, significa que a quantidade de moeda demandada é igual à quantidade de oferta dividida pelo nível de preços. Assim, um aumento na demanda por moeda estrangeira leva a uma depreciação da taxa de câmbio.

Em geral, a literatura conclui que a paridade da taxa de juros coberta funciona, mas a paridade da taxa de juros descoberta não prevê movimentos de curto prazo nas taxas de juros.

Esta conclusão vem do fato de que os resultados empíricos de que a taxa de câmbio no mercado não reflete corretamente a expectativa da taxa de câmbio. A abordagem monetária, por outro lado, falha no curto prazo porque se baseia em preços perfeitamente flexíveis.

Apesar da discussão sobre a validade dos modelos teóricos, o fato é que os bancos centrais intervêm na taxa de câmbio. Racionalmente, essa intervenção não pode ser efetiva em um cenário onde a autoridade monetária acredita que a aleatoriedade não é a melhor forma de modelar a taxa de câmbio.

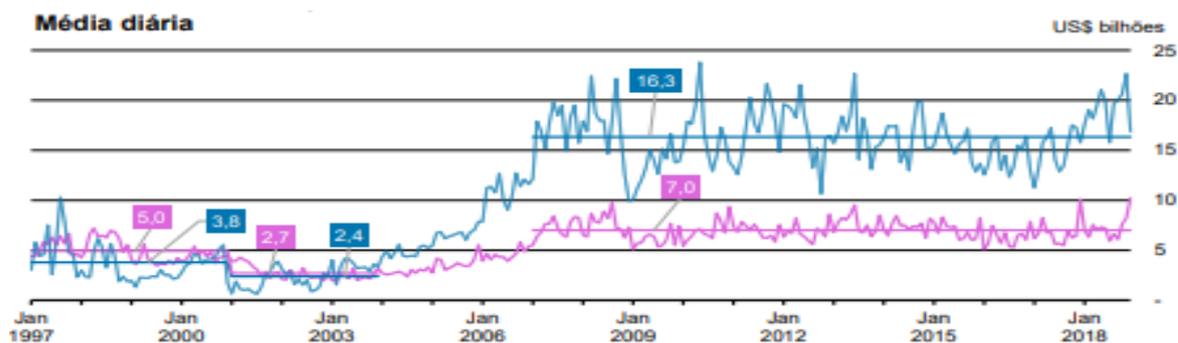
As possíveis motivações para a intervenção são discutidas na seção e, sejam quais forem, baseiam-se no pressuposto de que o monetário pode intervir no mercado de câmbio, ou seja, o preço relativo da moeda, por conta própria ou na liquidez do mercado.

Em caso de interferência nos preços relativos, a autoridade monetária que existe uma relação de equilíbrio entre as moedas e por algum motivo a cotação está fora deste ponto.

Se a intervenção visa reduzir a volatilidade, então a intervenção será realizada somente se a volatilidade for encerrada. Caso contrário, a variância seria infinita e não haveria como reduzi-la.

A taxa de câmbio pode ser tratada como a taxa de um ativo ou a relação entre o valor das variáveis nominais. Esse processamento permite integrar a demanda de câmbio, para a qual a escolha ótima leva em consideração os prêmios de risco e os valores desejados nas diferentes moedas.

Figura 1 - Volume Operado em Câmbio no Brasil: Jan. 1997 a Jan. 2018



Fonte: Banco Central do Brasil, 2018.

O Brasil teve uma notável crescente do volume operado no Câmbio entre 2008 e 2009, com a crise de commodities, conforme a Figura 1 acima.

Assim, graças ao cenário internacional favorável à melhora da macroeconomia brasileira, que resultou no reconhecimento do grau de investimento pelas principais agências de classificação de risco entre 2008 e 2010, e pela sofisticação de seu mercado financeiro, o Brasil tornou-se um dos destinos dos fluxos globais de investimentos.

A participação relativa dos investidores estrangeiros na dívida, que em Janeiro de 2007 correspondia a 1,6%, era de 7,7% em agosto de 2008 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018).

O crescente interesse em investimentos no país durante o período se refletiu não apenas na exposição aos títulos do governo, mas também na exposição cambial.

Para isso não sendo o real conversível, os investidores recorreram ao mercado de derivativos offshore, aqueles negociados fora do país.

Os instrumentos mais utilizados são os contratos a termo sem entrega física da moeda, ou NDFs. Graças a eles, os investidores podem estabelecer posições de exposição em reais durante a vigência do contrato, alocar os recursos financeiros equivalentes na moeda.

Juntamente com o aumento do interesse em derivativos no mercado, a indústria de fundos de investimento registrou aumentos significativos no financiamento interno.

Tanto no âmbito de riscos cambiais decorrentes de investimentos denominados em reais no exterior quanto no estabelecimento de posições especulativas pelos gestores no país, os contratos sobre moedas de juros padronizados operados na B3

têm se mostrado os instrumentos mais eficazes para a gestão de riscos de mercado por agentes nacionais e internacionais.

Além disso, a negociação desses derivativos em bolsa reduz significativamente o risco de crédito dos participantes. A bolsa atua como contraparte central nos financiadores.

Em grande medida, essas características consolidaram o mercado de derivativos como o ambiente mais favorável à intermediação de risco de mercado, atraindo os mais diversos tipos de investidores: bancos, corretoras, fundos, empresas, investidores estrangeiros, outros.

A existência de um segmento de derivativos listado altamente desenvolvido, e, de acordo com os padrões internacionais, e que processa volumes maiores do que o segmento escritural ou físico de moedas estrangeiras não indica uma anomalia no mercado de câmbio brasileiro.

1.3 – Atuação do BCB

A crise trouxe importantes lições sobre as áreas de atuação dos bancos centrais e sobre a política monetária.

No que diz respeito às responsabilidades dos bancos centrais, a crise parece ter tirado dúvidas sobre um assunto que é alvo de controvérsia há dez anos, nomeadamente a sua atuação no domínio da banca supervisão e, a fim de estabilidade sistêmica. Contrário às concepções institucionais, a instituição se dedica quase que exclusivamente à política monetária.

Não há dúvida que o papel de último recurso é essencial em tempos de crise e deve continuar a ser desempenhado pelos bancos centrais, o que exige ter informação adequada sobre os mutuários.

Enquanto o papel dos bancos centrais como fiscalizadores é um assunto relativamente bem compreendido, a implementação da política monetária tornou-se objeto de debates mais intensos com a crise.

O debate emergente centrou-se na proposição de que a busca isolada de estabilidade macroeconômica de curto prazo poderia contribuir para o surgimento de desequilíbrios financeiros que acabariam por aumentar o risco de crises sistêmicas.

O controle da inflação pela política monetária no longo prazo seria, em suma, uma condição necessária, mas não para a manutenção dos equilíbrios macroeconômicos no médio prazo.

Deste ponto de vista, o pânico de 2008, suas consequências deletérias sobre a atividade econômica global, seriam em parte o resultado de um período de baixas taxas de juros, e de condições monetárias muito acomodáticas, com expansão do crédito, que, por sua vez, teria sido pelo cenário inflacionário benigno que os Estados Unidos vivenciavam no início da década.

O corolário desta análise é que a política deve adotar uma atitude proativa diante de certos movimentos nos preços dos ativos e agregados de crédito, não apenas nos efeitos riqueza esperados e implicações nos riscos de balanço de inflação de bens e serviços num prazo, mas também para minimizar o risco do aparecimento de financiadores que possam gerar problemas sistêmicos, com importância macroeconômica no futuro.

Tal prescrição é complexa de se implementar. Os mandatos do banco central geralmente se referem a preços de bens e serviços em vez de preços ativos. Além disso, os mercados e a sociedade já se acostumaram e entendem esse mandato, graças ao aumento da transparência e da efetividade da comunicação dos bancos centrais.

Por outro lado, o custo da atual crise financeira é tal, particularmente em economias maduras, que a sociedade espera que os bancos centrais sejam mais vigilantes a movimentos muito rápidos dos preços dos ativos de crédito.

É difícil discordar da avaliação de que a primeira linha de defesa contra booms de crédito especulativos permanecerá regulatória e a face de certos movimentos de preços ativos e agregados de crédito, sem perder que o objetivo subjacente deve ser a estabilidade do poder do dinheiro em termos de bens.

Por fim, deve-se notar que a crise não constituiu um fracasso do regime de metas de inflação. Em vez disso, foi um fracasso dos regimes de vigilância que prevaleceram em algumas economias maduras, nem todas praticavam metas de inflação.

Economias como do Brasil, que sob o regime de metas de inflação adotaram políticas monetárias prudentes, com regras e práticas conservadoras, entraram em crise mais tarde em saídas mais rápidas e apresentaram menos desvios em relação

a meta de estabilidade de preços. Esta é também uma das lições importantes desta crise.

Nessa função, o BCB recebe depósitos de atua como credor de última instância, regula e fornece sistemas para transferência de fundos e liquidação de títulos. Nas relações com as instituições financeiras, o BCB presta serviços e realiza operações como:

- manter contas nas quais são depositados fundos voluntários e compulsórios do sistema financeiro;
- conceder empréstimos a instituições com necessidades de liquidez;
- intervir, em caso de grandes dificuldades, como credor de última instância;
- atuar como supervisor do sistema brasileiro e operador de Transferência de Reservas.

Reservas bancárias é a conta mantida para receber dinheiro em moeda nacional de participantes utilizados na liquidação financeira de transações com instituições monetárias ou outras instituições DFS.

A operação bancária é obrigatória para bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial e caixas e opcional para bancos de investimento, bancos de desenvolvimento e bancos múltiplos sem comercial.

A conta de liquidação é obrigatória para compensação e liquidação e prestadores que operam sistemas considerados sistemicamente importantes, e opcional para compensação e liquidação e prestadores, do que para outros estabelecimentos de natureza significativa pelo Banco Central.

No caso de câmaras ou serviços de compensação e liquidação, a conta de liquidação destina-se à liquidação dos resultados apurados nos respectivos sistemas de liquidação, à movimentação financeira da custódia de garantias, e a liquidação das obrigações financeiras do BCB. No caso de instituições não bancárias, a conta de liquidação tem funções semelhantes às da conta reserva bancária.

O BCB está autorizado pela lei 4.595/64, alterada pela lei 7.730/89, a constituir reservas de até 100% sobre os depósitos à vista e até os demais títulos contábeis das instituições financeiras.

Observados os limites máximos estabelecidos, a Diretoria do BCB poderá modificar as reservas mínimas a qualquer tempo.

As instituições financeiras podem ser obrigadas a cumprir as novas taxas imediatamente ou após um determinado período. Hoje no Brasil existem os seguintes tipos de depósitos compulsórios e compulsórios, abrangendo diversos passivos de tipos de instituições financeiras:

- compulsório sobre recursos em caixa;
- exigências de reservas sobre depósitos e garantias;
- depósito compulsório sobre recursos de depósitos de poupança
- compulsório sobre recursos a prazo;

As reservas obrigatórias são instrumentos de política monetária para:

- influenciar o multiplicador monetário e assim controlar a expansão dos agregados monetários.
- Quando concede crédito, uma instituição financeira cria meios de pagamento que, quando são utilizados pelo tomador, deposita em outra instituição financeira.
- Essa instituição tem então esses recursos para gerar novos créditos para outro cliente.
- A repetição sucessiva desse fenômeno representa a capacidade do setor bancário de multiplicar dinheiro.
- Por meio de reservas compulsórias, o BCB reduz isso ao determinar a cobrança de parte dos recursos captados pelas instituições financeiras.
- criar uma demanda previsível por reservas bancárias, garantindo maior eficiência do BCB em suas operações no mercado monetário.

De acordo com parâmetros pré-determinados, as instituições financeiras mantêm uma quantia de recursos arrecadados no BCB por um determinado período.

- Ao final de cada período, esse valor é o que pode exigir um pagamento adicional ou parte do valor arrecadado.
- Essa dinâmica, ao influenciar a oferta e demanda dos bancos, agrega maior previsibilidade ao mercado.
- formar um “colchão de liquidez” para o sistema financeiro.

- Em tempos de liquidez restrita, o BCB pode reduzir o montante de compulsórios para liberar recursos para instituições financeiras.
- De modo a mitigar os efeitos da Crise de 2008, o BCB tem incentivado a liberação dos recolhimentos compulsórios.

O redesconto é um dos instrumentos clássicos de política monetária. Através dele, um banco central fornece liquidez, o exercício da sua função fundamental como último credor às instituições financeiras que, devido a desequilíbrios imprevistos nas suas operações do dia a dia, dinâmicas ou mesmo fluxos de caixa inesperados, em chegam a precisar de recursos financeiros para realizar suas atividades.

Essa função, decorrente do papel típico dos bancos centrais, é conhecida no Brasil como o nome de redesconto do banco central e de grande importância para o sistema bancário central. Financeira, na medida em que permite a manutenção do fluxo de recursos necessários ao seu bom funcionamento.

O acesso às operações de assistência à liquidez financeira, previstos pelo RBC, está limitado às instituições financeiras detentoras de reservas bancárias e as operações, a pedido da instituição financeira em causa, podem ser realizadas em as modalidades com compromisso de revenda ou redesconto corretamente mencionadas.

Na modalidade de compra com compromisso de revenda, em que a operação é pactuada, o BCB concede recursos, títulos públicos da instituição tomadora. Nesse momento, o mutuário também se obriga a recomprá-los do Banco Central o valor recebido acrescido de determinada taxa de juros.

Na modalidade de redesconto, originalmente prevista pela lei 4 595/64, as instituições financeiras traziam aos clientes títulos por eles descontados e lhes ofereciam como garantia empréstimos de liquidez que o Banco Central lhes concedeu.

1.4 – Minsky e a Instabilidade Financeira

De acordo com Pedra (2013), dada a dimensão dos eventos recentes nas finanças internacionais, desencadeados pela crise financeira de 2008, buscou-se utilizar como referência de análise um modelo que apresentasse a coerência necessária para delimitar as causas de tal ocorrência.

A abordagem desenvolvida nesta monografia é amplamente inspirada no modelo de fragilidade financeira proposto pelo economista norte-americano Hyman P. Minsky, que fez uma importante contribuição teórica para a compreensão de crises dessa natureza no sistema contemporâneo (Pedra, 2013).

A hipótese de instabilidade financeira desenvolvida por Minsky é uma interpretação e um aprofundamento de certos pontos da Teoria Geral, de John Maynard Keynes, que o autor considera fundamental para explicar o funcionamento da economia moderna. Centra-se nas questões financeiras, na instabilidade do desenvolvimento capitalista e na articulação entre eles. Como Keynes e, também Kalecki, Minsky percebe que a relação entre investir e poupar pode dar origem a ciclos de negócios. Contudo, é Minsky quem expõe mais claramente essa questão (Bahry, 2010).

A principal proposição analítica desenvolvida por Minsky em seu artigo sobre o assunto é a formalização de um modelo de economia fechada em que pode ocorrer a geração de ciclos muito econômicos, mesmo sem choques externos (Pedra, 2013).

Assim, de acordo com Bahry (2010), Minsky demonstra que, como as expectativas econômicas mudam de acordo com o estágio do ciclo econômico, as relações econômico-financeiras e contábeis mudam ao longo ao longo desse ciclo.

Como Dymski e Kregel apontam, inicialmente estes são fortes porque os preços dos ativos são tão conservadores e as dívidas assumidas são pequenas em relação a esses ativos. Na fase de crescimento econômico, no entanto, os preços dos ativos aumentam e a carga da dívida aumenta, fazendo com que os níveis de dívida corporativa excedam os ativos e uma desaceleração econômica é então induzida. O valor dos ativos cai e um ciclo de dívida pode ser acionado.

Dessa forma, Minsky procurou mostrar que as economias capitalistas, por si só, poderiam gerar crises financeiras a partir de forças endógenas ao próprio sistema (Papadimitriou e Wray, 2008).

Ainda de acordo com os autores, Minsky rejeitou teorias que consideravam a possibilidade da existência de uma posição de equilíbrio, típica das visões econômicas dominantes de seu tempo, para uma economia capitalista complexa.

Ao contrário, propunha que as referidas situações configurassem apenas períodos de tranquilidade, característicos do capitalista, mas que, por sua vez,

promoveriam instabilidade financeira avançando assim um de suas mais importantes teses, saber que “a estabilidade é desestabilizadora”.

Quando o nível de preços de demanda é relativo ao nível de preços de oferta, os mercados são favoráveis ao investimento. Nos casos em que o preço de compra está no mesmo preço de venda, os investidores, em vez de adquirir novos bens de capital, passam a adquirir bens já existentes no mercado.

No entanto, o preço da demanda por si só não determina a trajetória do investimento, pois a demanda efetiva requer financiamento. De fato, o planejamento de um projeto de investimento envolve dois fatores: o primeiro está vinculado à receita esperada do ativo imobilizado em produção e aos custos de investimento; o segundo está associado ao financiamento do ativo (Bahry, 2010).

Nessa perspectiva, vemos que quanto maior o risco do devedor, menor o preço da demanda por ativos fixos, pois, como parte dos investimentos realizados com financiamento externo ou pelo valor dos ativos aumenta, a margem diminui em segurança, daí o preço pedido.

CAPÍTULO 2 – MEDIDAS ADOTADAS PELO GOVERNO NA CRISE DE 2008

2.1 – A Crise do Subprime

Um ambiente de taxas de juros muito baixas e finanças muito acomodáticas levou a um forte crescimento da dívida em economias maduras, beneficiando-se também de um desenvolvimento financeiro que, na teoria, diluiria o risco inerente

Neste ambiente, instituições financeiras, bancárias e não bancárias passaram a operar com maior tolerância ao risco e buscar altos retornos, levando em consideração o acúmulo de exposições consideráveis ao mercado hipotecário, incluindo segmentos que abrangem sobre os fundamentos do crédito.

Após uma gestação relativamente longa, a crise do subprime eclodiu em junho de 2007, quando se tornou de conhecimento público que os fundos de hedge que investem em ativos lastreados em hipotecas neste segmento sofreram pesadas perdas. Em julho do mesmo ano, as agências rebaixaram as hipotecas lastreadas em ativos nos Estados Unidos.

Isto deveu-se em grande parte a um problema de informação: dada a intensa incerteza sobre a exposição das várias instituições ao mercado hipotecário americano, os bancos tornaram-se muito relutantes em fornecer liquidez mesmo às suas contrapartes habituais.

O rápido crescimento das economias emergentes, incluindo o Brasil, foi sustentado principalmente por altos preços de commodities e condições financeiras favoráveis prevalecentes no mercado. As projeções de crescimento para 2007, 2008 e 2009 também foram positivas, embora com tendência de desaceleração.

O Brasil só foi afetado pela crise mais representativa no terceiro trimestre de 2008, devido às dificuldades encontradas pelos agentes econômicos, o que levou à redução dos empréstimos destinados à exportação, o financiamento de produtores e a aquisição de produtos, em particular para que houvesse um consumo mais sustentável.

É importante especificar que o Brasil viveu um período muito próspero, que muito contribuiu para que os impactos da crise de 2008 também não fossem relevantes, gerando graves prejuízos, como ocorreu em outros países. As políticas fiscal, monetária e de renda adotadas, bem como os mecanismos e as ações

escolhidas pelo governo, tiveram resultados favoráveis para o Brasil, que superou a crise de 2008, sem grandes prejuízos.

Há uma série de fatos que agora estão claros sobre esta crise financeira. Em primeiro lugar, sabe-se que foi uma crise bancária produzida no centro do capitalismo.

Os grandes déficits em conta corrente que marcaram a economia americana ao longo da década, combinados com grandes déficits públicos, não estão, no entanto, alheios à crise bancária.

A falta de confiança não é apenas no mercado e, também, na economia americana como um todo, severamente enfraquecida por essas políticas irresponsáveis.

Embora se tenha identificado uma crise no setor imobiliário norte-americano, com algum receio de que pudesse evoluir para uma recessão mais profunda nos Estados Unidos, a opinião geral manteve-se que as dificuldades do setor não teriam um grande impacto no aumento contínuo da renda e do emprego americanos.

2.2 – Medidas Implementadas pelo Governo

A partir dos últimos quatro meses de 2008, quando começamos a sentir mais fortemente o impacto da crise global, o governo brasileiro implementou várias medidas para diminuir os efeitos da crise no país.

Como resultado, o PIB caiu apenas 0,2%, em conformidade com a análise relativa ao desempenho da economia. Nas áreas orçamental, monetária e creditícia, o governo adotou tanto medidas gerais como ações específicas dirigidas aos setores mais afetados pela crise.

A Figura 1 mostra algumas medidas governamentais para aumentar a demanda nos seguintes setores: construção civil, agricultura, móveis e eletrodomésticos.

Até outubro de 2008, havia uma tendência de redução do capital estrangeiro no Brasil, investidores internacionais do dinheiro do país para reduzir as perdas no mercado externo. No entanto, pode-se ver que o Brasil se recuperou rapidamente, pois, no final de novembro de 2008, o capital estrangeiro teve que retornar.

Assim, o déficit nominal para o PIB subiu de 0,69% para 3,44% em 2009. Após todas essas considerações, as análises contidas no relatório anual fornecido pelo Presidente da República revelam que todas as medidas adotadas pelo governo contribuíram para reduzir o impacto da crise global na economia brasileira.

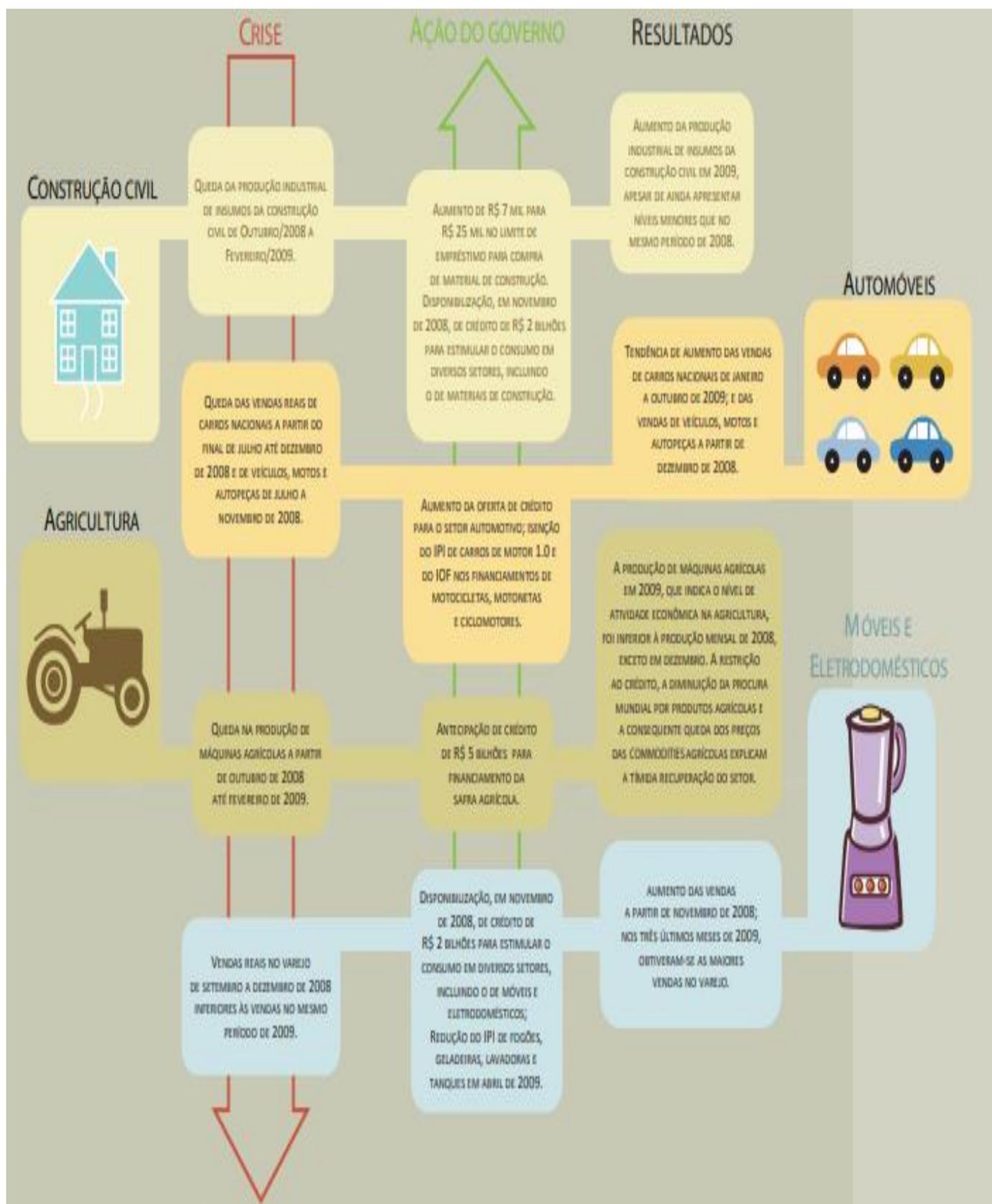
No que diz respeito à política fiscal/de crédito, tem se preocupado em ajudar os setores mais afetados pela crise: construção civil, agropecuário, automotivo, moveleiro e eletrodomésticos, são exemplos. O setor de construção civil teve queda na produção de insumos de outubro de 2008 a fevereiro de 2009.

A Figura 1 mostra algumas medidas governamentais para aumentar a demanda nos seguintes setores: construção civil, agricultura, móveis e eletrodomésticos.

Até outubro de 2008, havia uma tendência de redução do capital estrangeiro no Brasil, investidores internacionais do dinheiro do país para reduzir as perdas no mercado externo. No entanto, pode-se ver que o Brasil se recuperou rapidamente, pois, no final de novembro de 2008, o capital estrangeiro teve que retornar.

Assim, o déficit nominal para o PIB subiu de 0,69% para 3,44% em 2009.

Figura 2 - Medidas para Contenção da Crise no Brasil em 2008



Fonte: TCU, 2009.

De acordo com a hipótese de instabilidade financeira, a economia capitalista é caracterizada por um sistema financeiro sofisticado e complexo, e seu desenvolvimento é acompanhado de dinheiro presente contra dinheiro futuro e sua necessidade de investimento em um bom crédito de mercado, isso faz com que, de tempos em tempos, gere dívidas e deflações. Assim, apresenta comportamento cíclico, em que todos os ciclos são gerados endogenamente e transitórios.

A hipótese de instabilidade financeira baseia-se na existência de dois conjuntos de preços na economia: o preço de oferta e o preço de demanda de ativos fixos. O preço depende dos salários monetários, de produtividade do trabalho com ativos fixos existentes, do mark-up para custos e o custo de financiamento da produção.

Diante disso, o preço de venda de um ativo é determinado e a demanda em seu mercado, onde a oferta está no período atual e a demanda reflete o que o ativo deve fornecer ao longo do tempo. Assim, para uma oferta fixa de ativos fixos em um instante existe um preço, determinado pela demanda, que se aproxima do preço resultante da capitalização de futuros, realizada subjetivamente pelos agentes econômicos (TCU, 2009).

Esse preço depende da liquidez do ativo, ou seja, da facilidade e segurança com que ele pode ser convertido em dinheiro e do quase-retorno esperado de imobilidade. É também uma função positiva da quantidade em circulação (TCU, 2009).

Para superar a crise de 2008, várias estratégias foram adotadas pelo governo e a partir delas é preciso destacar os resultados obtidos e as perspectivas. Nos Estados Unidos, a primeira ação de econômica foi aplicada em 2009 através de um conjunto de várias medidas que visavam interromper o detalhe de instabilidade, expectativas negativas, bem como apenas para restaurar a confiança dos quais decorreu da redução das taxas de juros e da reavaliação de ativos de risco.

Após as medidas expostas, o governo atuou para aumentar o limite para a compra de materiais de construção, além de aumentar a disponibilidade de crédito para este setor. Quanto à agricultura, houve uma forte produção de máquinas agrícolas durante o mesmo período. A medida do governo brasileiro previa a antecipação de um empréstimo para financiar a safra agrícola.

Também foram adotadas medidas, a partir de outubro, para evitar problemas de liquidez para instituições financeiras. O Banco Central do Brasil disponibilizou R\$

24 bilhões para grandes bancos comprarem carteiras de bancos pequenos com problemas de liquidez e solvência.

Quanto à política orçamentária, as medidas anti-crise decorrentes da redução de impostos e do aumento da despesa resultaram na redução do superávit primário da União, cuja participação no PIB aumentou de 2,45% para 1,29% de 2008 a 2009 (Bahry, 2010).

Já as políticas anticíclicas foram adotadas para superar a turbulência que atingiu a economia global, baseada na flexibilização fiscal e monetária, com uma expansão da demanda para restabelecer o equilíbrio das atividades econômicas.

A crise teve origem na esfera financeira estendida ao setor produtivo, o que levou o governo a buscar formas de reverter a situação e de forma efetiva.

Nesse sentido, o governo tomou medidas para recuperar, garantir a solidez do setor bancário, conter a crise cambial e dar estímulos. Como parte da recuperação, foram aplicadas medidas para flexibilizar as regras de depósitos obrigatórios para depósitos à vista e a prazo.

As alterações nos depósitos a prazo tiveram como objetivo melhorar o sistema bancário, até 40% dos recolhimentos compulsórios utilizados para depósitos a prazo.

Diante do exposto, nota-se que os efeitos da crise que devastou a economia mundial, ainda são latentes, principalmente nos países europeus. As medidas tomadas pelos Estados Unidos e pelo bloco, consistia essencialmente em programas de ajuste fiscal, não tiveram o efeito necessário para melhorar a situação dos agentes vis-à-vis a economia destes países e o crescimento econômico.

Quanto ao Brasil, destacam-se as medidas anticíclicas no combate à crise, referentes às políticas macroeconômicas expansionistas. De modo geral, o mercado interno foi estimulado pelo aumento do crédito, redução de juros e desoneração de impostos. Em 2009, foi possível uma recuperação da economia brasileira, tanto em termos de crescimento quanto em termos de fluxos financeiros para o país.

Assim, a maioria das medidas tomadas para combater os efeitos da crise no Brasil foram bem-sucedidas, a fim de evitar efeitos mais graves e duradouros na economia. A situação econômica brasileira era mais favorável do que a situação nos Estados Unidos e principalmente nos países europeus.

Pode-se dizer que o sucesso obtido no controle imediato dos efeitos da crise financeira no Brasil fez os agentes reverterem as expectativas negativas em relação

ao país e que ele se preparou para viver os anos de desaceleração econômica, que o período recente.

Embora a economia brasileira não tenha sentido os efeitos da crise como a economia americana e algumas economias europeias, a crise tem se caracterizado como uma crise real, na qual foi possível perceber em o país crescimento econômico extremamente baixo em comparação com as previsões de crescimento para outros países. Além disso, a queda do poder aquisitivo da moeda a desaceleração do consumo das famílias e a concretização dos resultados do Plano Maior Brasil marcam os efeitos da crise de 2008 sobre o Brasil.

CAPÍTULO 3 - ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL NO MERCADO DE CÂMBIO NOS ANOS DE 2008 A 2010

3.1 – Banco Central do Brasil em 2008

A condução da política cambial teve duas fases durante o ano de 2008. Durante os três primeiros trimestres do ano, a autoridade manteve a sua estratégia de aquisição de divisas no local, com vista ao reforço das reservas internacionais, liquidações de 18, 6 mil milhões de dólares.

No período, o Banco Central, a exemplo do ano anterior, realizou leilões reversos de swaps cambiais, nos quais assumiu posição em variação cambial e posição passiva em juros domésticos, principalmente para fins de rolagem de vencimentos.

3.1.1 – Adoção de Swaps Cambiais

A partir de 2008, com o agravamento da crise financeira e seu mercado interno de câmbio, o Banco Central passou a oferecer swaps cambiais. Ao final do ano, essas operações resultaram em um lucro líquido de 11,9 bilhões de dólares (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

O Tesouro Nacional continuou sua estratégia de adquirir no mercado de câmbio para pagar juros sobre o principal da dívida externa da República, tendo liquidado bilhões de dólares americanos de compras no mercado durante o ano.

Além disso, alcançou, em maio, a única dívida soberana do ano, de caráter qualitativo, com o alongamento dos prazos, a redução dos custos e o aumento dos juros, em uma quantidade de 525 milhões de dólares americanos.

3.1.2 - Decretos Aplicados pelo Governo Federal

O Governo Federal, por meio do decreto nº 6.339, de 3 de 2008, introduziu alíquota adicional de 0,38% nas operações de exportação, bem como auxílios à produção ou incentivos à exportação, sobre as exportações de câmbio adiantamentos de contrato.

Sobre o valor entrado no país resultante do destinado a empréstimos em moeda estrangeira com vencimentos de até noventa dias, o IOF passou de 5% para 5,38%; nas operações de câmbio relacionadas com importação e exportação de bens e serviços, foi fixada a alíquota de 0,38% (Bahry, 2010).

O Governo Federal, por meio do Decreto nº 6.339, de 3 de 2008, introduziu alíquota adicional de 0,38% nas operações de exportação, bem como auxílios à produção ou incentivos à exportação, sobre os adiantamentos à exportação contratos de câmbio. Sobre o valor lançado no país resultante de empréstimos destinados em moeda estrangeira com vencimento de até noventa dias, o IOF passou de 5% para 5,38%; nas operações de câmbio vinculadas à importação e exportação de bens e serviços, foi definida a alíquota de 0,38% (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

Posteriormente pelo Decreto nº 6.345, de 4 de 2008, a alíquota do IOF foi aplicada às operações destinadas ao cumprimento das obrigações das administradoras de cartões de crédito de bancos comerciais ou múltiplos, como como emissoras de crédito, decorrente da compra de bens e no exterior feita por seus usuários (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

Nas operações de câmbio de natureza interbancária foi definida a alíquota zero; nas demais operações de câmbio, alíquota de 0,38%. Pelo Decreto nº 6.391, de 12 de março de 2008, alterado pelo Decreto nº 6.453, de 12 de maio de 2008, foi instituída alíquota de 1,5% de IOF nas liquidações de operações de câmbio para ingresso de recursos no país, realizadas por investidor estrangeiro, para aplicações em renda fixa, com vigência a partir de 17.3.2008. Para investimentos em renda variável, foi mantida a alíquota zero do IOF (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

Além disso, foi reduzida, de 0,38% para zero, a alíquota adicional do IOF nas operações de câmbio relativas ao ingresso, no país, de receitas de exportação de bens e serviços. A adoção dessa medida foi regulamentada pela Resolução CMN nº 3.547, de 12 de março de 2008.

Na mesma data, a Resolução CMN nº 3.548, de 12 de março de 2008, alterou a Resolução CMN nº 3.389, de 4 de agosto de 2006, de modo a permitir que exportadores brasileiros de mercadorias e serviços pudessem manter no exterior a integralidade dos recursos relativos ao recebimento de suas exportações, anteriormente limitado a 70%. Ambas as matérias foram regulamentadas pela Circular

nº 3.379, de 13 de março de 2008, do Banco Central do Brasil (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

Apesar da deterioração do cenário externo, a evolução dos fluxos do balanço de pagamentos, expressa pelos cinco anos consecutivos de superávits em contracorrente, de 2003 a 2007, proporcionou modificações relevantes na posição externa do país, como o expressivo crescimento de reservas internacionais e a redução do passivo externo, especialmente do setor público. Essa nova posição externa brasileira contribuiu para a redução da sensibilidade da economia brasileira a choques externos. Conjugada com a manutenção de políticas macroeconômicas responsáveis, essa realidade proporcionou o reconhecimento do Brasil como ambiente seguro e estável para investimentos.

Em Abril, a agência de avaliação de risco Standard & Poor's elevou o país a um investimento grande, movimento que foi posteriormente, em maio, também confirmado pela Fitch Ratings. O agravamento da crise financeira internacional, a partir de meados de setembro, implicou significativas saídas líquidas no mercado cambial brasileiro e depreciação na taxa de câmbio. Diante desse cenário, o Banco Central passou a atuar no mercado de câmbio como fornecedor de liquidez em moeda estrangeira.

Sob esse prisma, é válido ressaltar que em finanças, dealers é um intermediário financeiro que, por iniciativa própria, títulos ou moedas que recebem uma comissão sobre o valor da transação. Em transações em dinheiro com ações, podem ser traders ao negociar com uma corretora financeira.

Assim, em 18 de Setembro, foi anunciado que a autoridade monetária passaria a vender dólares no mercado à vista, em leilão com dealers, com compromisso de recomprá-los em data predefinida. Nessa modalidade de leilão de linhas com recompra, são celebrados contratos de câmbio de compra e venda, na mesma data e nos mesmos valores, com liquidações para D + 2 (venda) e data estabelecida (compra).

A partir da Circular nº 3.412, de 13 de outubro de 2008, o banco comprador de moeda estrangeira passou a ter a liberação de compulsório sobre Depósitos Interfinanceiros Leasing no montante do equivalente em reais e pelo prazo da operação, tornando essa operação, quando realizada a partir daquela data, neutra em relação à liquidez em moeda nacional.

Ao final de Dezembro, essas operações somavam US\$8,3 bilhões em termos líquidos. Os empréstimos em moeda estrangeira, criados pela MP nº 442, de 6 de outubro de 2008, constituem-se em modalidade adicional de fornecimento de liquidez.

Essa legislação autorizou o CMN a estabelecer critérios e condições especiais para avaliação e aceitação de ativos recebidos pelo Banco Central como garantia das operações de empréstimo em moeda estrangeira.

Ainda de acordo com a referida MP, as garantias deverão ser denominadas ou referenciadas na mesma moeda em que for concedido o empréstimo. Em caso de inadimplemento, essas garantias poderão ser alienadas em oferta pública, com resultado apropriado ao balanço do Banco Central.

A Resolução CMN nº 3.622, de 9 de outubro de 2008, regulamentou os empréstimos em moeda estrangeira, limitados a 360 dias, incluídas as renovações. Foram definidas duas modalidades de garantias:

- i) títulos soberanos denominados em dólares emitidos pelo Brasil ou países com rating superior;
- ii) Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio (ACC), Adiantamentos sobre Cambiais Entregues (ACE); e outros financiamentos externos. Em seguida, a Resolução CMN nº 3.624, de 16 de outubro de 2008, estabeleceu que cabe ao Banco Central a determinação de que os empréstimos sejam direcionados, total ou parcialmente, a operações de comércio exterior.

Em 2008, foram efetuados um leilão de empréstimos em moeda estrangeira com garantias em títulos soberanos brasileiros (Globals) e quatro, com garantias em ACC/ACE, sendo que a liquidação do último leilão do ano foi fixada para janeiro de 2009. As liquidações atingiram US\$4,7 bilhões, dos quais US\$1,5 bilhão com garantias em Globals e US\$3,2 bilhões em ACC/ACE. Adicionalmente, o Banco Central retomou, a partir de 8.10.2008, as intervenções de venda no mercado à vista de câmbio, que totalizaram US\$11,1 bilhões até dezembro (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

Essas operações destinam-se a fornecer liquidez em momentos pontuais nos quais os mercados financeiros domésticos enfrentam significativa escassez de divisas. Permanecem observados os princípios de não influir na trajetória da taxa de

câmbio, de não fixar pisos ou tetos para essa taxa e de não adicionar volatilidade ao mercado.

Nesse sentido, em 10 de Outubro, a autoridade monetária reafirmou, em nota à imprensa, que não há limites fixados para sua atuação nos mercados cambiais.

Ainda em relação às medidas adotadas pelo governo brasileiro diante da crise internacional, a MP nº 443, de 21 de outubro de 2008, autorizou o Banco Central a realizar operações de swap de moedas com bancos centrais de outros países, nos limites fixados pelo CMN. Em 30 de outubro, pela Resolução CMN nº 3.631, de 30 de outubro de 2008, foi fixado em até US\$30 bilhões o valor máximo dessas operações entre o Banco Central e o Federal Reserve (Fed).

Objetivando facilitar o acesso a recursos disponíveis no mercado financeiro internacional, o Decreto nº 6.613, de 22 de outubro de 2008, reduziu de 1,5% para zero a alíquota do IOF nas liquidações de operações de câmbio relativas a transferências do e para o exterior, inclusive por meio de operações simultâneas, realizadas por investidor estrangeiro, para aplicação nos mercados financeiros e de capitais.

Essa medida foi regulamentada pela Resolução CMN nº 3.641, de 26 de novembro de 2008. Outra medida relevante relacionada ao setor externo foi a criação do Fundo Soberano do Brasil.

Para contribuir para prevenir as crises inerentes à economia, o governo apresentou o projeto de lei Nº 74, de 23 de maio de 2008, ao Congresso, propondo o FSB na finalidade de promover a aplicação de ativos no Brasil e no exterior, constituir poupança pública, mitigar os efeitos cíclicos e promover projetos de interesse estratégico para o país localizados no exterior.

Esse projeto foi convertido na Lei n 11.887, de 24 de dezembro de 2008. Pela MP 452, da mesma data, a lei foi alterada, incluindo uma previsão para obter para o FSB por emissão de títulos públicos federais.

O Real encerrou 2008 cotado a R\$2,337/US\$, representando depreciação nominal de 31,9% em relação à cotação de fechamento do ano anterior. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

O spread soberano medido pelo Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+), calculado pelo banco J.P. Morgan, atingiu 428 pontos ao final do ano, ante 221 pontos observados em dezembro de 2007, registrando o menor valor, 179 pontos, em 2 de

junho, e o maior, 688 pontos, em 23 e 24 de outubro, na sequência do agravamento da crise financeira internacional.

Dentre as medidas voltadas para o aperfeiçoamento do mercado de câmbio, destacaram-se a simplificação e a consolidação de regras e procedimentos cambiais, implementadas pela Resolução CMN nº 3.568, de 29 de maio de 2008. Por essa norma, permitiu-se que instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional autorizadas a operar no mercado de câmbio possam contratar, mediante convênio, pessoas jurídicas em geral para negociar a realização de transferências unilaterais, na forma definida pelo Banco Central. Adicionalmente, pessoas jurídicas listadas no Ministério do Turismo poderão realizar operações com moeda estrangeira em espécie, cheques ou cheques de viagem, ou seja, câmbio manual.

As instituições financeiras e demais instituições não autorizadas a operar com câmbio poderão efetuar transferências unilaterais e compra e venda de moeda estrangeira na modalidade câmbio manual. As negociações anteriormente citadas foram limitadas a US\$3 mil por operação. Foi dispensada a apresentação de documentação nas operações de compra e venda de moeda estrangeira até o equivalente a US\$3 mil, embora tenha sido mantida a necessidade de identificação do cliente.

O Banco Central foi autorizado a estabelecer formas simplificadas de registro para operações até o equivalente a US\$3 mil e elevou, em linha com as recentes alterações promovidas pela Instrução Normativa nº 846, de 12 de maio de 2008, da RFB, de US\$20 mil para US\$50 mil o limite das operações de câmbio simplificado de importação e exportação celebradas por instituições financeiras não bancárias (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

Essa norma entrou em vigência a partir de 1 de Setembro de 2008, quando ficaram revogadas a Resolução nº 3.265, de 4 de março de 2005 e suas alterações posteriores, bem como a Resolução nº 3.452, de 26 de abril de 2007. Adicionalmente, ressaltou-se a implementação do Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML) entre o Brasil e a Argentina. Pela MP nº 435, de 26 de junho de 2008, o Banco Central foi autorizado a abrir crédito ao Banco Central da República Argentina, até o limite de US\$120 milhões, sob a forma de margem de contingência recíproca no âmbito do SML (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

A Resolução CMN nº 3.608, de 11 de setembro de 2008, dispôs sobre o funcionamento do SML, com o objetivo de possibilitar a liquidação das operações comerciais entre os dois países nas suas respectivas moedas. Seguindo essa mesma orientação, a edição da Resolução CMN nº 3.657, de 17 de dezembro de 2008, facultou o recebimento em reais das receitas de exportação.

Anteriormente, a norma só permitia o recebimento em reais de exportações com registro efetuado em reais. Além disso, a norma regulamentou parte da Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008, permitindo aos bancos que operam no mercado de câmbio dar cumprimento a ordens de pagamento em Reais recebidas do exterior, mediante a utilização de recursos em moeda nacional mantidos em contas de depósito em nome de instituições bancárias domiciliadas ou com sede no exterior (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

A partir de setembro de 2008, em ambiente de perdas generalizadas nos mercados financeiros, intensificação da aversão ao risco por parte de investidores e necessidade de recomposição de perdas das matrizes no exterior, observou-se expressiva saída líquida de divisas no mercado cambial doméstico, resultando no primeiro déficit global nesse mercado desde 2002.

As remessas líquidas totalizaram US\$983 milhões em 2008, ante ingressos líquidos de US\$87,5 bilhões, o maior já registrado, no ano anterior. Os ingressos líquidos no segmento comercial atingiram US\$47,9 bilhões, ante US\$76,7 bilhões em 2007, refletindo elevações de 1,7% nas contratações de câmbio de exportação e de 29,7% nas relativas à importação. No segmento financeiro, registraram-se saídas líquidas de US\$48,9 bilhões, ante ingressos líquidos de US\$10,7 bilhões, em 2007, resultado de crescimentos de 21% nas compras de moeda estrangeira e de 39,3% nas vendas (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

A reversão do cenário econômico internacional, com desdobramentos sobre o crédito externo, refletiu-se na atuação do Banco Central no mercado de câmbio. Nesse contexto, as intervenções de compras de dólar norte-americano no mercado spot, expressas em aquisições de US\$78,6 bilhões em 2007 e de US\$18,7 bilhões nos nove primeiros meses de 2008, reverteram-se para vendas à vista, que totalizaram US\$11,1 bilhões de Outubro a Dezembro (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

Já as modalidades de linhas com recompra e de empréstimos em moeda estrangeira resultaram em vendas líquidas da moeda norte-americana de US\$13 bilhões nos últimos quatro meses de 2008.

Em 2008, a demanda por divisas no mercado de câmbio foi satisfeita pela oferta líquida dos bancos comerciais, com redução de US\$6,3 bilhões na posição comprada, complementada pelas intervenções do Banco Central, por meio das quais foram vendidos US\$5,4 bilhões. Esse cenário contrasta com o de 2007, em que o Banco Central comprou US\$78,6 bilhões por meio de intervenções (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

3.2 – Banco Central do Brasil em 2009

A condução da política cambial objetivou, no início de 2009, a manutenção e o aperfeiçoamento das medidas implementadas no último trimestre do ano anterior, orientadas para garantir a liquidez em moeda estrangeira e suprir a escassez de oferta de linhas internacionais. Os principais instrumentos utilizados foram:

- i) intervenções de venda no mercado à vista;
- ii) leilões de venda conjugados com leilões de compra de moeda estrangeira no mercado interbancário de câmbio (linhas com recompra);
- iii) concessão de empréstimos em moeda estrangeira pelo Banco Central do Brasil;
- iv) prorrogação do acordo de swap de moedas com o Federal Reserve (Fed);
- v) operações de swap cambial.

3.2.1 – Intervenções de Compra no Mercado SPOT em 2009

O Banco Central manteve, nos dois primeiros meses do ano, a estratégia de venda de divisas no mercado à vista, que totalizou US\$3,4 bilhões no período. Passado o momento de maior incerteza da crise financeira internacional, o retorno dos fluxos de investimentos estrangeiros direcionados às aplicações em renda fixa e, especialmente, em renda variável permitiu que o Banco Central voltasse a realizar, a partir de maio, intervenções de compra no mercado spot, que totalizaram US\$27,5 bilhões, até o final do ano (Lima, 2011).

Na modalidade linhas com recompra, em que são realizados leilões de venda conjugados com leilões de compra de moeda estrangeira no mercado interbancário de câmbio, as operações cursadas atingiram US\$23,3 bilhões, com as vendas e as compras registradas em 2009 situando-se, na ordem, em US\$9,8 bilhões e em US\$18,1 bilhões (Bahry, 2010).

Ao final do ano, o estoque de operações dessa modalidade de leilão tinha sido encerrado. Quanto aos empréstimos em moeda estrangeira, na modalidade com garantias em títulos soberanos brasileiros (Globals), a Autoridade Monetária realizou um leilão, em outubro de 2008, com vencimento em 20 de abril de 2009, no valor de US\$1,5 bilhão.

A modalidade com garantia em ACC e Adiantamento sobre Cambiais Entregues (ACE) foi fundamental para garantir liquidez para as linhas de financiamento ao comércio exterior, que experimentaram expressiva contração no ano.

Do ponto de vista operacional, exigia-se que, a partir do resultado do leilão, a instituição financeira realizasse, primeiramente, operação de linhas com recompra, no prazo aproximado de trinta dias, período no qual a instituição financeira deveria emprestar a exportadores, via ACC ou ACE, os dólares adquiridos no leilão de linha com recompra.

O montante das operações de comércio exterior efetivamente ofertado pela instituição financeira corresponderia, num segundo momento, ao montante do empréstimo em moeda estrangeira. As garantias exigidas e a amplitude da destinação dos recursos em moeda estrangeira foram adequadas às mudanças no cenário macroeconômico.

3.2.2 – Utilização de Reservas Internacionais

Nesse sentido, em fevereiro, foi divulgada a possibilidade de utilização de recursos das reservas internacionais para rolagem de compromissos da dívida externa de empresas brasileiras, como o pagamento de empréstimos, financiamentos, arrendamento e aluguel de equipamentos.

Essa iniciativa seguiu o marco legal definido pela Medida Provisória nº 442, de 6 de outubro de 2008, que estabeleceu critérios e condições especiais para avaliação

e aceitação de ativos recebidos pelo Banco Central como garantia das operações de empréstimo em moeda estrangeira, e foi regulamentada pela Circular nº 3.434, de 4 de fevereiro de 2009.

Os referidos compromissos das empresas deveriam limitar-se ao período entre 1º de outubro de 2008 e 31 de dezembro de 2009. Outra modificação foi introduzida pela Resolução nº 3.689, de 4 de março de 2009, pela qual o CMN autorizou que subsidiárias de bancos brasileiros no exterior tomassem empréstimos junto ao Banco Central para repassar à instituição coligada no Brasil (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

Esse repasse ocorreria por meio de depósito interfinanceiro, com emissão de documento comprobatório a ser entregue ao Banco Central como garantia do empréstimo.

A garantia deveria envolver títulos públicos federais ou outros ativos em moeda nacional ou estrangeira representando de 100% a 140% do valor da operação, tendo sido elegíveis compromissos de instituições financeiras brasileiras compreendidas no período entre 1º de outubro de 2008 e 31 de dezembro de 2009.

A Resolução nº 3.691, de 23 de março de 2009, introduziu modificação adicional relacionada à exigência de garantias nas operações de empréstimo em moeda estrangeira.

Nesse sentido, o CMN acresceu a possibilidade de garantia nessas operações de empréstimo em 100% para outros ativos denominados ou referenciados em dólares dos EUA, com classificação nas categorias de risco AA, A e B, nos termos da Resolução nº 2.682, de 21 de dezembro de 1999, ou de risco equivalente, no mínimo, ao grau A, conferido por pelo menos uma das três maiores agências internacionais de classificação (Bahry, 2010).

Nessa mesma linha, ressaltou-se a flexibilização implementada pela Resolução CMN nº 3.715, de 16 de abril de 2009, que autorizou o recebimento, como garantia de operações de empréstimos em moeda estrangeira, de ativos denominados em Reais, desde que acompanhados por contrato de derivativo ligado à variação do câmbio, realizado com contraparte de risco de crédito de longo prazo equivalente a no mínimo A, exigindo-se também que o valor combinado das garantias em Reais e do contrato derivativo seja igual ou superior ao valor do empréstimo em dólar.

Em 2009, as operações em moeda estrangeira apresentaram amortizações líquidas de US\$4,2 bilhões, totalizando US\$536 milhões ao final do ano. A Resolução CMN nº 3.631, de 30 de outubro de 2008, fixou em até US\$30 bilhões o valor máximo das operações de swap de moedas com o Fed. O acordo foi prorrogado duas vezes pelo CMN, pela Resolução nº 3.707, de 8 de abril de 2009, para as operações realizadas até 30 de outubro de 2009, e pela Resolução nº 3.744, de 30 de junho de 2009, até 1º de fevereiro de 2010. Oportuno salientar que o Banco Central do Brasil não fez uso efetivo dessas disponibilidades (Bahry, 2010).

Com relação às operações de swaps cambiais, o Banco Central iniciou oferta de swaps cambiais tradicionais – nos quais assume posição ativa em taxa de juros doméstica e passiva em variação cambial – a partir de 6 de outubro de 2008. A realização de tais operações foi mantida até o final do primeiro semestre de 2009, quando o Banco Central encerrou todas as suas posições em aberto em contratos de swap cambial.

Em ambiente de ingressos líquidos acentuados, em especial para aplicação em renda fixa e variável, os Decretos nº 6.983, de 19 de outubro de 2009, e nº 6.984, de 20 de outubro de 2009, instituíram taxa de 2% de IOF nas operações de câmbio para ingressos de recursos no país, com efeitos em relação aos contratos de câmbio celebrados a partir de 20 de outubro de 2009.

Adicionalmente, o Decreto nº 7.011, de 18 de novembro de 2009, instituiu a incidência da alíquota de 1,5% de IOF nas novas emissões de recibos de depósito de ações de companhias brasileiras, a serem negociadas em bolsas estrangeiras (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

Essa taxa eliminou a arbitragem em favor das American Depositary Receipts (ADRs) contra ações emitidas no Brasil. O IOF passou a ser cobrado somente nas emissões de novas ações, não impactando o mercado secundário. No que se refere às medidas de regulação das operações de derivativos cambiais, a Autoridade Monetária passou a exigir, a partir da edição da Circular nº 3.474, de 11 de novembro de 2009, o registro, em câmara de compensação, de instrumentos financeiros derivativos vinculados a empréstimos entre residentes ou domiciliados no país e residentes ou domiciliados no exterior, realizados com base na Resolução nº 2.770, de 30 de agosto de 2000, que passaram a ficar à disposição das autoridades fiscalizadoras (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2010).

3.2.3 – Aperfeiçoamento do Mercado de Câmbio

Dentre as medidas voltadas para o aperfeiçoamento do mercado de câmbio, para a simplificação e para a consolidação de regras e procedimentos cambiais, destaque-se a consolidação, pela Circular nº 3.461, de 24 de julho de 2009, das regras sobre procedimentos a serem adotados na prevenção e no combate às atividades relacionadas com os crimes previstos na Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998.

Foram consolidadas, em normativo único, as regras para manutenção de registros de operações e serviços financeiros e ampliadas as exigências de identificação de clientes bancários. A norma introduz os conceitos de cliente permanente e de cliente eventual, que devem observar regras distintas para fins da obtenção de dados cadastrais.

Nessa mesma linha, o Banco Central, pela Circular nº 3.462, de 24 de julho de 2009, aperfeiçoou medidas de prevenção à prática de lavagem de dinheiro nas transferências internacionais e determinou que as próprias ordens de pagamentos contivessem informações mais detalhadas da operação, como nome e documento de identificação das partes envolvidas, endereço e conta bancária, quando for o caso.

Caberá às instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de câmbio adotar medidas para conhecer os métodos e práticas utilizados por seus correspondentes no exterior, no sentido de coibir práticas de lavagem de dinheiro e financiamento de terrorismo.

A recuperação registrada pela economia mundial ocorreu em intensidade mais vigorosa do que inicialmente prevista e em ambiente de elevada liquidez e redução da aversão ao risco.

Nesse cenário, em que os fluxos de capitais externos voltaram a ser direcionados às economias emergentes, o mercado de câmbio assinalou ingressos líquidos de US\$28,7 bilhões em 2009, revertendo o resultado negativo assinalado no ano anterior, quando, evidenciando o movimento de fuga para qualidade associado ao agravamento da crise mundial, ocorreram saídas líquidas de US\$983 milhões (Lima, 2011).

O segmento comercial registrou ingressos líquidos de US\$9,9 bilhões em 2009, ante US\$47,9 bilhões no ano anterior, resultado de retrações respectivas de 79,3% e

3,8% nos fluxos associados às exportações e às importações, que totalizaram, na ordem, US\$144,7 bilhões e US\$134,7 bilhões (Lima, 2011).

Os ingressos líquidos totalizaram US\$18,8 bilhões no segmento financeiro, ante saídas líquidas de US\$48,9 bilhões em 2008, registrando-se reduções de 20,2% nas compras e de 32,5% nas vendas de moeda estrangeira, que totalizaram US\$336,3 bilhões e US\$317,5 bilhões, respectivamente (Lima, 2011).

3.3 – Banco Central do Brasil em 2010

A condução da política cambial visou, no decorrer do ano, evitar que a liquidez em moeda estrangeira resultasse em excessiva volatilidade e desequilíbrios no mercado de câmbio. Nesse ambiente, o Banco Central manteve a política de fortalecimento de reservas internacionais, comprando, liquidamente, US\$42 bilhões no ano. (Bahry, 2010).

3.3.1 – Fortalecimento das Reservas Internacionais

A alíquota do IOF para capital estrangeiro em operações de renda fixa foi elevada, de 2% para 4%, em 4 de outubro de 2010, por meio do Decreto nº 7.323, e de 4% para 6%, em 18 de outubro de 2010, por meio do Decreto nº 7.330 (Lima, 2011).

Adicionalmente, foi elevada, de 0,38% para 6%, a alíquota do IOF sobre a margem de garantia para os investimentos estrangeiros em bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, exigindo-se a aplicação da medida em todas as operações no mercado futuro.

Complementarmente, o CMN, pela Resolução nº 3.914, de 19 de outubro de 2010, vedou a realização de operações de aluguel, troca e empréstimo de títulos, valores mobiliários e ouro ativo financeiro realizadas pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil a investidor não residente.

O CMN determinou, por meio das Resoluções nº 3.912 e nº 3.915, de 7 e 28 de outubro de 2010, respectivamente, a realização de contrato de câmbio em todas as migrações internas de recursos em real provenientes de aplicações em renda variável efetuadas por investidor não residente, realizadas em bolsa de valores ou em

bolsa de mercadorias e futuros, inclusive os recursos destinados à constituição da margem de garantia, inicial ou adicional.

Assim, foi eliminada a possibilidade do investidor não residente ingressar divisas para investimento no mercado de renda variável, com incidência da alíquota de 2% do IOF, posteriormente redirecionando esses recursos para o mercado de renda fixa, no qual se aplica alíquota de 6%. Ainda com o objetivo de adequar oferta e demanda no mercado de câmbio, o CMN, por meio da Resolução nº 3.911, de 6 de outubro de 2010, ampliou, de 750 dias para 1.500 dias, o prazo para o Tesouro Nacional adquirir dólares no mercado para fazer frente ao serviço da Dívida Pública Federal externa (DPFe). (Pedra, 2013).

3.3.2 - Tesouro Nacional e o Mercado de Câmbio

O Tesouro Nacional manteve a estratégia de aquisição de recursos no mercado de câmbio para pagamento de juros e principal da dívida externa, com liquidações de US\$9,3 bilhões. Adicionalmente, visando alongar prazos, reduzir custos e aumentar os pontos da curva de juros da dívida soberana, foi introduzida a reabertura do Global 41, em setembro, totalizando US\$550 milhões, e do BRL 28, em outubro, perfazendo US\$655 milhões (Pedra, 2013)

O acordo de swap de moedas com o Federal Reserve (Fed), instituído pela Resolução CMN nº 3.631, de 30 de outubro de 2008, e prorrogado duas vezes, foi encerrado em 1º de fevereiro de 2010. O CMN introduziu, por meio da Resolução nº 3.833, de 28 de janeiro de 2010, a obrigatoriedade de registro das operações de proteção (hedge) realizadas com instituições financeiras do exterior ou em bolsas estrangeiras (Pedra, 2013)

O registro passou a ser realizado por meio de instituição financeira e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil em sistema administrado por entidades de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central ou pela CVM. A instituição responsável pelo registro deverá manter a documentação relativa ao registro e à operação de hedge.

Devido à necessidade de adequação de sistemas operacionais, tanto das instituições quanto das entidades que efetuam o registro das operações, a norma entrou em vigência a partir de 15 de março de 2010.

3.3.3 - Resultados Obtidos

Em cenário de elevada liquidez internacional, em que as economias emergentes seguiram captando expressivos fluxos de capitais externos, o mercado de câmbio brasileiro registrou ingressos líquidos de US\$24,4 bilhões em 2010, ante US\$28,7 bilhões no ano anterior (Bahry, 2010).

O segmento comercial registrou déficit de US\$1,7 bilhão, ante superávit de US\$9,9 bilhões no ano anterior, em decorrência de elevações respectivas de 22,1% e 32,3% nas contratações de exportações e de importações, que totalizaram, na ordem, US\$176,6 bilhões e US\$178,2 bilhões (Bahry, 2010).

O segmento financeiro, em oposição, proporcionou ingressos líquidos de US\$26 bilhões, ante US\$18,8 bilhões em 2009, resultado de crescimentos respectivos de 12,5% e 11% nas contratações de compras e de vendas de moeda estrangeira.

Ainda de acordo com Bahry (2010), a atuação do Banco Central no mercado cambial resultou em compras líquidas de US\$42 bilhões, ante US\$36,5 bilhões em 2009, dos quais US\$41,4 bilhões no mercado spot e US\$535 milhões relativos a retornos de operações de empréstimo em moedas estrangeiras.

A posição de câmbio dos bancos passou de comprada em US\$3,4 bilhões, ao final de 2009, para vendida em US\$16,8 bilhões, ao final de 2010. O Real registrou apreciação nominal de 4,31% ante o dólar norte-americano em 2010, com a cotação de venda da Ptax atingindo R\$1,6662/US\$ (Bahry, 2010).

Diante disso, no quarto semestre de 2008, com a quebra do Lehman Brothers e da intensificação da crise financeira internacional, o Brasil desencadeou um processo de depreciação do Real. Com uma escassez global de liquidez em dólar e da piora dos termos de troca, decorrente da queda dos preços de commodities, o Banco Central do Brasil adotou políticas de intervenção na taxa de câmbio e na economia para retomada econômica do país no período da crise.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Assim, nota-se que os objetivo geral e os objetivos específicos visados nesta monografia foram atingidos, uma vez que além de ter sido feita uma avaliação das decisões tomadas pelo BCB, na retomada econômica do Brasil nos anos de 2008 a 2010, também foram abordadas as ferramentas de controle do Banco Central para o mercado de câmbio; evidenciou a vulnerabilidade do Banco Central por atuar com taxas de câmbios flutuantes; e a capacidade do Banco Central acelerar ou não o crescimento do país.

O problema foi resolvido com a adoção de políticas de intervenção na taxa de câmbio, e na economia, pelo Banco Central do Brasil, para retomada econômica do país durante a crise de 2008 a 2010, com uma escassez global de liquidez em dólar e da piora dos termos de troca, decorrente da queda de preço das commodities.

Foi possível confirmar a hipótese apresentada e demonstrar a intensificação da crise financeira internacional, e confirmar a necessidade do Banco Central do Brasil interferir na situação econômica do país realizando compras no mercado spot, de derivativos, de câmbio e mercado futuro, para retomada econômica do Brasil no período de 2008 a 2010. E ficou evidente que não seria possível atingir o objetivo da retomada econômica sem a interferência do Banco Central do Brasil.

Diante do exposto, fica evidente que o crescente interesse em investir no país durante o período foi refletido não apenas na exposição aos títulos do governo, mas também na exposição cambial. Para isso, como o Real não é conversível, os investidores têm recorrido ao mercado de derivativos offshore, ou seja, derivativos negociados fora do país.

Os instrumentos mais utilizados são contratos a termo sem entrega física de moeda, ou NDFs. Graças a eles, os investidores podem estabelecer posições com exposição em reais durante a vigência do contrato, alocar recursos financeiros equivalentes na moeda.

O fluxo desses investimentos é internalizado para o mercado de derivativos do país, em especial para o segmento de derivativos para câmbio e cotados em bolsa, que bancos e empresas de bolsa que negociavam nesses contratos neutralizam suas exposições realizando operações de hedge cambial.

Ademais, ao realizar uma comparação da evolução dos montantes das operações do tipo efetuadas nos EUA e na Inglaterra e a soma dos volumes negociados no primeiro dólar futuro, pode-se notar a existência de relação entre esses mercados. Além disso, negociar esses derivativos em uma bolsa reduz significativamente o risco de crédito dos participantes, a bolsa atua como contraparte central nos financiadores.

Em grande medida, essas características consolidaram o mercado de derivativos como o ambiente mais favorável para a intermediação de risco de mercado, atraindo os mais diversos tipos de investidores: bancos, corretoras, fundos, empresas, investidores estrangeiros, e outros. A existência de um segmento de derivativos muito listado, e, de acordo com os padrões internacionais, e que negocie em volumes maiores do que o segmento com registro em conta ou moedas estrangeiras físicas não indica uma anomalia no mercado de câmbio brasileiro.

REFERÊNCIAS

BAHRY, Thaisa. **A Hipótese da Instabilidade Financeira e suas Implicações para a Ocorrência de Ciclos Econômicos.** Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rec/a/vmpvjKGPSM4qbRPjwR4kyNn/?lang=pt&format=pdf>. Acesso em: 14 de maio de 2022.

BANCO DO BRASIL. **O mercado de câmbio brasileiro e o desenvolvimento do mercado de derivativos cambiais.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE41_O_mercado_de_cambio_brasileiro_e_o_desenvolvimento_do_mercado_de_derivativos_cambiais.pdf. Acesso em: 14 de maio de 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2018.pdf. Acesso em: 01 de novembro de 2022.

CARVALHO, Pablo. **Intervenções no Mercado de Câmbio durante a Crise de 2008.** Disponível em: https://repositorio.unb.br/bitstream/10482/9970/1/2010_PabloJoseCamposCarvalho.pdf. Acesso em: 14 de maio de 2022.

CONTAS DO GOVERNO DA REPÚBLICA 2009. **Ações do governo para reduzir os efeitos da crise.** Disponível em: https://portal.tcu.gov.br/tcu/paginas/contas_governo/contas_2009/Textos/Ficha%20%20-%20Analise%20da%20Crise.pdf. Acesso em: 14 de maio de 2022.

FREITAS, Maria Cristina. **Relações Financeiras entre o Brasil e os Estados Unidos.** Disponível em: <file:///C:/Users/12345/Downloads/17-Texto%20do%20artigo-44-1-10-20191011.pdf>. Acesso em: 01 de novembro de 2022.

LEON, Márcia. **Análise Técnica da Taxa de Câmbio Real/Dólar e Intervenções Oficiais no Mercado de Câmbio do Brasil.** Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD489.pdf>. Acesso em: 14 de maio de 2022.

LIMA, Thais. **A crise de 2008 e seus efeitos na economia brasileira.** Disponível em: <file:///C:/Users/12345/Downloads/1651-Texto%20do%20Artigo-5465-1-10-20131025.pdf>. Acesso em: 14 de maio de 2022.

MAAHS, Fabiane. **A Crise Econômica de 2008 nos Estados Unidos e no Brasil.** Disponível em: <https://acervodigital.ufpr.br/bitstream/handle/1884/38232/MONOGRAFIA30-2014-2.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 14 de maio de 2022.

PEDRA, Alysson. **A Crise Financeira de 2008 e seus Impactos na Economia Brasileira: uma Análise sob a Perspectiva de Minsky.** Disponível em: <https://repositorio.ufes.br/bitstream/10/1100/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20A%20crise%20financeira%20de%202008%20e%20seus%20impactos%20na%20economia%20brasileira%20%3A%20uma%20an%C3%A1lise%20sob%20a%20perspectiva%20de%20Minsky.pdf>. Acesso em: 14 de maio de 2022.

SOUSA, Mário. **A Influência das Práticas no Processo de Desenvolvimento das Nações: Friedrich List e Alexander Hamilton.** Disponível em: https://www.monografias.ufop.br/bitstream/35400000/1430/1/MONOGRAFIA_Influ%C3%AanciaProcessoDesenvolvimento.pdf. Acesso em: 14 de maio de 2022.

TCU. **Ações do Governo para Reduzir os Efeitos da Crise.** Disponível em: https://portal.tcu.gov.br/tcu/paginas/contas_governo/contas_2009/Textos/Ficha%201%20-%20Analise%20da%20Crise.pdf. Acesso em: 01 de novembro de 2022.

VENTURA, André; GARCIA, Márcio. **Mercados Futuro e à Vista de Câmbio no Brasil: O Rabo Abana o Cachorro.** Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Artigos/111228_AV_MG_RBE.pdf. Acesso em: 01 de novembro de 2022.



DECLARAÇÃO DE APTIDÃO DO TCC

Declaro, para os devidos fins, que o estudante **Vitor Gabriel Bento Cerqueira**, matrícula: 2018.1.0021.0117-5, regularmente matriculado no 8º semestre letivo do Curso de Ciências Econômicas, no turno noturno, da Escola de Direito, Negócios e Comunicação, **ESTÁ APTO**, a apresentar e submeter seu Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), conforme disposto no Regulamento Geral dos Trabalhos de Conclusão dos Cursos de Graduação (TCC) em banca para avaliação.

Goiânia, 01 de dezembro de 2022.

Professor/Orientador: Ms. Miguel Rosa dos Santos

Ciente:

Estudante/Acadêmico: Vitor Gabriel Bento Cerqueira



Termo de Autorização de Publicação de Produção Acadêmica

O estudante, Vitor Gabriel Bento Cerqueira, do Curso de Ciências Econômicas, matrícula 2018.1.0021.0117-5, telefone: (62) 99228-4927, e-mail: realbusinessmen37@gmail.com, na qualidade de titular dos direitos autorais, em consonância com a Lei nº 9.610/98 (Lei dos Direitos do autor), autoriza a Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUC Goiás) a disponibilizar o Trabalho de Conclusão de Curso intitulado: Atuação do Banco Central do Brasil no Mercado de Câmbio, nos Anos de 2008 a 2010; gratuitamente, sem ressarcimento dos direitos autorais, por 5 (cinco) anos, conforme permissões do documento, em meio eletrônico, na rede mundial de computadores, no formato especificado (Texto (PDF); Imagem (GIF ou JPEG): Som (WAVE, MPEG, AIFF, SNS); Vídeo (MPEG, MWV, AVI, QT); outros, específicos da área; para fins de leitura e/ou impressão pela internet, a título de divulgação da produção científica gerada nos cursos de graduação da PUC Goiás.

Goiânia, 01 de dezembro de 2022.

Assinatura do autor:

Nome completo do autor: Vitor Gabriel Bento Cerqueira

Assinatura do professor- orientador:

Nome completo do professor-orientador: Ms. Miguel Rosa dos Santos