

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**MERCADO CAMBIAL BRASILEIRO: UMA ABORDAGEM SOBRE A
LEGISLAÇÃO, A CONVERSIBILIDADE E O MERCADO FINANCEIRO**

EDUARDO SAMPAIO REBOUÇAS

MATRÍCULA: 0711431

ORIENTADOR: MÁRCIO GARCIA

DATA: DEZEMBRO DE 2010

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**MERCADO CAMBIAL BRASILEIRO: UMA ABORDAGEM SOBRE A
LEGISLAÇÃO, A CONVERTIBILIDADE E O MERCADO FINANCEIRO**

EDUARDO SAMPAIO REBOUÇAS

MATRÍCULA: 0711431

ORIENTADOR: MÁRCIO GARCIA

DATA: DEZEMBRO DE 2010

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

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

"São três os símbolos realmente sagrados de toda nação que se leva a sério: a bandeira, o hino e a moeda" Frederich Von Hayek

SUMÁRIO

Introdução	07
Capítulo 1: Histórico da moeda brasileira	08
1.1 - O Plano Real	08
1.2 - Pós Plano Real – Primeira crise do real	11
1.3 – Presente.....	12
Capítulo 2: A Legislação Cambial Brasileira.....	14
2.1 – O Monopólio do câmbio.....	15
2.2 –Limitações ao capital estrangeiro.....	18
2.3 – Liberalização nos anos 90.....	20
2.4 - A Legislação Atual.....	24
Capítulo 3: O Câmbio no Mercado Financeiro.....	26
3.1 – Hedge, Especulação e Arbitragem.....	26
3.2 –Mercado Primário x Mercado Interbancário.....	27
3.3 – BM&F Bovespa.....	28
3.4 - Principais ativos negociados.....	29
3.4.1 – Futuros.....	29
3.4.2 – Opções de moeda.....	31
3.4.3 – NDF (Non Delivery Forward).....	32
3.4.4 – Swap.....	33
3.5- SISBACEN.....	34
Capítulo 4: A conversibilidade do real.....	36
4.1 – Definições.....	36
3.2 – Histórico no Brasil.....	37
4.3 – Mudanças.....	38
3.4 - A Conversibilidade e suas barreiras.....	39
3.4.1 – Barreiras geradas pelo curso forçado.....	40
3.4.2 – Barreiras geradas pelos agentes autorizados.....	40
3.4 - Um ativo denominado em real negociado no exterior.....	42
3.5 - Conversibilidade: o que ainda falta.....	44
Conclusão	47
Bibliografia	48

RESUMO

O trabalho tem como objetivo explorar a o mercado cambial brasileiro. Desta forma, o trabalho aborda toda a evolução da legislação cambial brasileira, as operações, os mercados em que o real é negociado assim como o tema da conversibilidade da moeda nacional.

PALAVRAS CHAVE: conversibilidade, mercado cambial brasileiro, legislação cambial brasileira.

INTRODUÇÃO

O mercado cambial brasileiro passou por grandes mudanças durante o século XX. Até a entrada bem sucedida do real, foram oito trocas da moeda nacional, para tentar resolver as mazelas causadas pela inflação. De Tiradentes a Carlos Drummond de Andrade, de Machado de Assis a Getúlio Vargas, as cédulas brasileiras já obtiveram muitas faces e cores.

O trabalho tem o objetivo de explorar tanto a história quanto as mudanças na legislação cambial brasileira. Desta forma, leitor se defrontará com toda a criação do complexo arcabouço da legislação cambial, desde o período de grande restrição imposto nos anos 30 até a abertura, quase total, decretada pelo novo Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais de 2005.

Serão abordadas, também, as principais operações que podem ser feitas com a moeda brasileira, além dos diferentes mercados em que essa é negociada. Por fim, o trabalho discutirá o fascinante tema da conversibilidade da moeda. A gradual abertura da conta corrente e de capitais brasileira nos motiva a compreender ainda mais os impactos de uma moeda plenamente conversível.

Atualmente o real é a quinta moeda mais líquida do mundo e cada vez mais aumenta sua importância no cenário mundial. Desta forma, entendendo melhor a história da moeda brasileira e analisando os temas acima, o trabalho englobará assuntos de extrema relevância para conjuntura atual.

CÁPITULO 1: Histórico da moeda brasileira

Pela definição clássica econômica, qualquer moeda deve ter três funções básicas: unidade de conta, meio de troca e reserva de valor. Isto é, a moeda nada mais é que um bem instrumental facilitador de trocas e comparação de valores.

O Brasil inicia o século XXI ainda em processo de aprendizagem do que seja moeda. Isso se deve às inúmeras modificações desta durante o século XX. Desde a República, que contava com os chamados “mil réis”, até hoje em dia com o real, o país já passou por oito alterações na moeda nacional.

É simples entender a razão dessas constantes mudanças ao olhar o índice de inflação auferido no país. O IGP-DI de 1967 a 1993 foi de aproximadamente 1.142.332.741.811.850%, provocando diversas crises de credibilidade no sistema monetário brasileiro. Mudanças como retirar os centavos, recolocá-los, dividir o valor da moeda por 1.000, entre outras, puderam ser presenciadas durante todo período.

O momento mais conturbado foi durante a década de 80, quando, em 1984, passamos pelo cruzeiro, em 1986 pelo cruzado, em 1989 pelo cruzado novo e em 1990, novamente, pelo cruzeiro. Como se discutirá abaixo, essa espiral só acabou em 1994 com a introdução do Plano Real.

1.1 - O Plano Real

Esse trabalho terá como foco a moeda atual brasileira, o real, que entrou em vigor em 1994. Para entender melhor esse processo, é necessário compreender o cenário vivido naquela época.

Após altos índices de inflação, em 1º de agosto de 1993, o então ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso promoveu a sétima mudança de moeda no país: de cruzeiro para cruzeiro real. A intenção era de um ajuste de valor, retornando com a antiga prática de “cortar zeros”. Em 27 de fevereiro do ano seguinte, através da Medida Provisória nº 434, foi instaurada a Unidade Real de Valor. A URV, como ficou conhecida, apesar de jamais ter sido uma moeda transacionada, possuiu um importante papel, dado que era um “superindexador” de todos os preços da economia. Por seu valor fixo de paridade com o dólar de 1 para 1, muitos chamaram esse processo de uma “dolarização disfarçada”. Assim a URV, era uma moeda escritural que teria como objetivo indexar a economia toda, para depois, gradualmente, dexindexá-la. A MP nº 434 foi reeditada pelas MPs nº 482 e nº 457, e transformada posteriormente nas leis nº 8.880 e nº 9.069.

Outro fator de extrema importância para o sucesso do plano, foi o ajuste fiscal no curto prazo do governo. Um dos exemplos, o Fundo Social de Emergência (FSE), instaurado pela Emenda Constitucional nº 10, de março de 1994, desvinculou as verbas do orçamento da União, evitando gastos desnecessários. O aumento dos impostos, com a criação da CPMF e a revisão do orçamento de 1993 também são exemplos desse ajuste.

A URV passou a ter credibilidade, dado que os salários, preço dos bens e títulos transacionados começaram a ser mensurados pelo indexador. Uma vez o sistema instaurado, o próximo passo do governo foi a desindexação gradual da economia. Assim, em 1º de julho de 1994, a moeda, então chamada real, entrou em circulação na economia brasileira. A conversão foi de CR\$ 2,750 para cada 1 real. Como a paridade da URV com o dólar era de 1 para 1 e cada real equivalia a 1 URV, por consequência o real começou a sua história, exatamente, equivalente a 1 dólar.

A princípio, foi adotada a chamada “livre flutuação do real”, porém sua excessiva valorização, em outubro de 1994, fez com que o Banco Central voltasse a

operar por meio de leilões. Essa foi a primeira vez que se ouvia falar em bandas, mesmo que de forma implícita, dado que o BC sempre entrava comprando a moeda a um determinado valor e vendia ao atingir outro. Este comportamento ficou mais conhecido em meados de 1995, quando as chamadas “minibandas” se tornaram um mecanismo importante para o governo desvalorizar a moeda gradativamente.

Os efeitos do Plano Real foram significativamente rápidos. A inflação, medida pelo IGPM, que em 1994 havia sido de 1.093,9% passou para 15,3% em 1995 e 9,2% em 1996. Como escreveu o professor Luiz Roberto Cunha em seu artigo de dezembro de 1993 para a Folha de São Paulo, o Plano Real só funcionaria se três etapas fossem cumpridas: ajuste fiscal emergencial; superindexação da economia através da URV e por fim, desindexação com estabilidade, por meio da reforma monetária com a adoção da URV como nova moeda. O sucesso do plano se baseou exatamente nesses três pilares.

Tabela 1: IGPM por ano

ANO	IGPM
1993	2708,20%
1994	1093,90%
1995	15,30%
1996	9,20%
1997	7,70%
1998	1,80%
1999	20,10%

Os efeitos do Plano Real são claros, quando se olha os indicadores de inflação

Fonte: Banco Central do Brasil

1.2 - Pós Plano Real – Primeira crise do real

Após um período conhecido pelos economistas como a “Euforia do Consumo”, em 1999 o real enfrentou seu primeiro grande teste.

O cenário mundial não inspirava confiança, devido aos problemas do balanço de pagamento da Rússia e dos países asiáticos. O Banco Central vinha perdendo reservas constantemente e, cada vez mais, reforçavam os rumores de uma possível mudança no regime cambial. A entidade estava atuando tanto em leilões como vendendo dólares no mercado futuro, através da BM&F.

Até que, na segunda semana de janeiro de 1999, enfim, o governo decidiu-se por alterar a política cambial. Este fato ocasionou a mudança da presidência do Banco Central de Gustavo Franco para Francisco Lopes. A antiga política visava uma desvalorização gradual da moeda, enquanto a nova visava “apressar o passo” da desvalorização através de bandas mais largas. Essas bandas seriam decididas periodicamente segundo médias móveis das cotações observadas e desenharia-se no intervalo entre as bandas definidas, uma linha diagonal que deliniaria o ritmo da desvalorização da moeda.

Essa medida não foi bem compreendida pelo mercado, gerando uma pressão por dólares muito forte. O resultado refletiu diretamente sobre a taxa de câmbio, que em seu plano inicial não deveria ultrapassar R\$ 1,32, no entanto, alcançou o valor de R\$ 2,20 em poucas semanas. O então presidente do Banco Central, Francisco Lopes, permaneceu menos de um mês em seu cargo sendo substituído por Armínio Fraga.

Sob nova direção, o Banco Central optou por um sistema de livre flutuação das taxas de câmbio, mudando o enfoque da política econômica para o Inflation Targeting. Apesar disso, o governo continuou atuando no mercado cambial com ações pontuais.

Especialistas chamam esse tipo de regime de “dirty floating”, dado que, apesar do Brasil possuir uma taxa flutuante, existe a interferência do Banco Central.

1.3 - Presente

Após o episódio relatado acima, outro caso de extrema conturbação na moeda foi o período pré governo Lula, em 2002.

O então candidato Luis Inácio Lula da Silva estava consideravelmente na frente nas pesquisas e o risco de um governo de esquerda assumir a presidência do país se tornou palpável. O mercado financeiro, temendo mudanças nas políticas e uma má gestão do governo local, buscou o dólar como porto seguro de seus investimentos. A pressão na demanda foi tão grande que a cotação do dólar chegou a valer mais do que R\$ 3,50. Após o ingresso de Lula e a manutenção da maioria das políticas do antigo governo na ordem macroeconômica, o real foi se valorizando novamente. O episódio acima, diferentemente da crise de 1999, quando o sistema cambial foi colocado em cheque, ocorreu pois havia uma crise de confiança no país, refletindo na fuga de capitais.

Os anos que seguites se mostraram de constante valorização da moeda, refletindo o cenário positivo vivido pelo país. A crise de 2008, mais uma vez representou uma fuga de capital para moedas de maior liquidez como o dólar e o euro. Novamente, após as melhoras globais, o real voltou a se valorizar retornando para o patamar de R\$ 1,70.

Atualmente, o que se percebe é o real como uma moeda sólida, sendo a quinta mais líquida do mundo. O governo ainda atua constantemente em leilões, aplicando o chamado “dirty floating”. Impostos, como o IOF, se tornaram cada vez mais frequentes

na pauta do Banco Central para evitar uma extrema valorização da moeda brasileira. Deste modo, o real completa 16 anos de vida com resultados bastante satisfatórios para o Brasil.

CAPÍTULO 2: A Legislação Cambial Brasileira

O tema conversibilidade é amplamente discutido quando se fala em moeda brasileira. Ao debater esse assunto, todos os caminhos levam a um tema: o arcabouço legal do câmbio brasileiro. A legislação cambial, apesar de ter como base as medidas feitas pós 1930 no período varguista, possui uma série de dispositivos recém criados, o que para muitos a torna um verdadeiro “Patchwork” (Gustavo Loyola, 2003). Portanto, um aprofundamento sobre o assunto para entender suas principais características é extremamente válido.

2.1 - O Monopólio do câmbio

Com a crise de 1929, o mundo viveu um período de generalizada falta de liquidez, o que se chamou de “dólar shortage”. Durante esse momento, países que não possuíam moedas de conversibilidade internacional, encontraram-se “obrigados” a ter um controle mais eficaz de suas contas externas. Sendo assim, a maioria dos países emergentes adotou regimes cambiais de ordem complexa e altamente controlados.

O caso do Brasil não foi diferente, levando o país a montar um arcabouço jurídico bastante controlador e Burocrático (Laan e Cunha, 2010). A demora da recuperação mundial deteriorou os preços das commodities, fazendo o café, responsável por 70% das exportações nacionais, cair mais de 60%. Estima-se que as exportações brasileiras caíram de USD 445,9 milhões em 1929 para USD 180,6 milhões em 1932. O governo provisório varguista, tentando manejar a situação e manter seu plano ambicioso de industrialização, foi o grande responsável pelas inovações. O objetivo era simples:

diante da escassez de divisas, tentar manter a normalidade das transações da economia interna com o exterior.

O primeiro pilar da legislação foi produzido pelo decreto 20.451, de 28 de setembro de 1931. Esse decreto contextualiza bem as dificuldades vividas na época: um governo que tentava equacionar as contas externas brasileiras, afetado pela forte desvalorização dos produtos primários.

Logo no primeiro artigo, percebe-se a tentativa do governo de monopolizar as operações cambiais no país. A partir daquele momento, todas as operações de ingresso e remessa de divisas deveriam ser autorizadas pelo banco oficial do governo, o Banco do Brasil. O segundo artigo apresenta a prioridade do governo nas necessidades de uso da cobertura cambial. Um pagamento feito com cobertura cambial obriga as receitas das exportações a serem internalizadas. Deste modo, o governo possuía o controle explícito da saída e entrada de recursos e introduzia o critério de prioridade na distribuição do câmbio, fator muito importante em períodos de baixa liquidez como aquele.

Art. 1º As vendas de letras de exportação ou de valores transferidos do estrangeiro só poderão ser feitas ao Banco do Brasil.

Art. 2º As coberturas assim adquiridas serão distribuídas periodicamente entre todos os bancos, para atender:

1º, a necessidades imprescindíveis do Governo Federal, dos governos dos Estados ou dos municípios;

2º, á importação de mercadorias;

3º, a outras necessidades, de acôrdo com as determinações vigentes.

O segundo pilar da legislação cambial foi o decreto 23.258, de 19 de setembro de 1933. A partir desse ponto, ficava clara a idéia do governo de que não só bastava ter o monopólio, era necessário também internalizar todas as divisas recebidas pelo país. O artigo 3º ilustra essa medida.

Art. 3º São passíveis de penalidades as sonegações de coberturas nos valores de exportação, bem como o aumento de preço de mercadorias importadas para obtenção de coberturas indevidas

Dessa forma, com o intuito de evitar a fuga de capitais, o governo obrigava o exportador a vender a moeda estrangeira auferida em suas transações para o Banco do Brasil ou qualquer outro agente do mercado oficial. Assim o governo estabilizava suas receitas comerciais.

Outros pontos importantes desse decreto são a introdução da figura do câmbio ilegítimo e as punições para operações ilegais. Os artigos 1º e 6º mostram essas medidas, respectivamente.

Art. 1º São consideradas operações de câmbio ilegítimas as realizadas entre bancos, pessoas naturais ou jurídicas, domiciliadas ou estabelecidas no país, com quaisquer entidades do exterior, quando tais operações não transitem pelos bancos habilitados a operar em câmbio, mediante prévia autorização da fiscalização bancária a cargo do Banco do Brasil.

Art. 6º As infrações dos arts. 1º, 2º e 3º serão punidas com multas correspondentes ao dobro do valor da operação, no máximo, e no mínimo de cinco contos de réis (5:000\$000), nos termos do art. 5º, § 1º, letra b, da lei nº. 4.182, citada.

Portanto, o governo definia como ilegítimo toda operação que não transitasse pelos meios oficiais, além de estabelecer as punições que deveriam ser aplicadas para quem fizesse uso desse meio. Deste modo, o decreto 12.258/31 foi bastante importante ao obrigar a cobertura cambial e, pela primeira vez, definir como ilegítimo o câmbio realizado fora do monopólio do governo.

Outro acontecimento marcante da legislação cambial brasileira é o decreto 23.501, de 27 de novembro de 1933. O motivo é a instauração do “curso forçado” da moeda brasileira. Os artigos 1º e 2º mostram tal afirmativa:

Art. 1º É nula qualquer estipulação de pagamento em ouro, ou em determinada espécie de moeda, ou por qualquer meio tendente a recusar o urestringir, nos seus efeitos, o curso forçado do mil réis papel.

Art. 2º A partir da publicação dêste decreto, é vedada, sob pena de nulidade, nos contratos exequíveis no Brasil, a estipulação de pagamento em moeda que não seja a corrente, pelo seu valor legal.

Assim, ficava estritamente proibido pagar as obrigações em território nacional com moeda estrangeira ou ouro, o chamado curso forçado dos mil réis. Diante dessa medida, o governo reforçava a defesa de sua moeda local, assegurando-lhe seu poder liberatório.

Os três decretos acima são a base inicial para o que se chama de monopólio cambial brasileiro. Como visto, o governo passou a controlar todos os meios de entrada e saída das divisas nacionais, obrigando sua internalização e o curso forçado

2.2 - Limitações ao capital estrangeiro

O Decreto Lei 9.025, de 1946, foi o primeiro a realizar limitações sobre o capital estrangeiro no Brasil. Este decreto limitou os retornos a no máximo 20% por ano do capital externo registrado no país e, as demais transferências de juros, lucros e dividendos, a no máximo 8%. Os artigos 6º e 8º ilustram bem este fato.

Art 6º É assegurado o direito de retorno ao capital estrangeiro previamente registrado na Carteira de Câmbio do Banco do Brasil S.A., desde que a parcela anual de transferência não exceda de 20% do capital registrado.

Art 8º A remessa de juros, lucros e dividendos não ultrapassará de 8% (oito por cento) do valor do capital registrado, considerando-se transferência de capital o que exceder essa percentagem e vigorando para esse fim os prazos previstos neste Decreto-lei. (Vide Del, 9.602, de 1946)

Em 1953, devido à necessidade do governo brasileiro de atrair capital externo, os dois artigos acima foram revogados. Apesar disso, a lei mais importante para a regulação do capital estrangeiro foi a Lei 4.131 de setembro de 1962. O artigo 1º dessa lei define o que se entende como capital estrangeiro no Brasil.

Art. 1º Consideram-se capitais estrangeiros, para os efeitos desta lei, os bens, máquinas e equipamentos, entrados no Brasil sem dispêndio inicial de divisas, destinados à produção de bens ou serviços, bem como os recursos financeiros ou monetários, introduzidos no país, para aplicação em atividades econômicas desde que, em ambas as hipóteses, pertençam a pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior.

Porém, essa lei tinha como maior virtude a definição e operacionalização do registro (Franco e Neto, 2003). Isto é, a repatriação só seria possível com o registro. Portanto, de forma simplista, a 4.131 diz que só seria possível sair do país o que previamente havia entrado e sido registrado. Como enfatiza Andrade Jr. em seu livro “O Capital Estrangeiro no Sistema Jurídico Brasileiro”, o registro tinha também a finalidade de atribuir ao investidor estrangeiro o direito de retorno do capital investido e o direito às remessas de lucros e dividendos. Assim, aderiria aos interesses de todos, tanto do governo quanto dos detentores desse capital. Os artigos 3º e 4º fazem menção a necessidade de registro.

Art. 3º Fica instituído, na Superintendência da Moeda e do Crédito, um serviço especial de registro de capitais estrangeiros, qualquer que seja sua forma de ingresso no País, bem como de operações financeiras com o exterior, no qual serão registrado:

a) os capitais estrangeiros que ingressarem no País sob a forma de investimento direto ou de empréstimo, quer em moeda, quer em bens;

b) as remessas feitas para o exterior com o retorno de capitais ou como rendimentos desses capitais, lucros, dividendos, juros, amortizações, bem como as de "royalties", ou por qualquer outro título que implique transferência de rendimentos para fora do País;

c) os reinvestimentos de lucros dos capitais estrangeiros;

d) as alterações do valor monetário do capital das empresas procedidas de acordo com a legislação em vigor.

Parágrafo único. O registro dos reinvestimentos a que se refere a letra "c" será devido, ainda que se trate de pessoa jurídica com sede no Brasil mas filiada a empresas estrangeiras ou controlada por maioria de ações pertencentes a pessoas físicas ou jurídicas com residência ou sede no estrangeiro.

Art. 4º O registro de capitais estrangeiros será efetuado na moeda do país de origem, e o de reinvestimento de lucro simultaneamente em moedas nacional e na moeda do país para o qual poderiam ter sido remetidos, realizada a conversão à taxa cambial do período durante o qual foi comprovadamente efetuado o reinvestimento. (Redação dada pela Lei nº 4.390, de 29.8.1964)

Leis posteriores, como a 4.390 de 1965, ajudaram a moldar melhor a Lei 4.131, o que culminou na regulamentação desta, através do Decreto 55.762 em fevereiro de 1965.

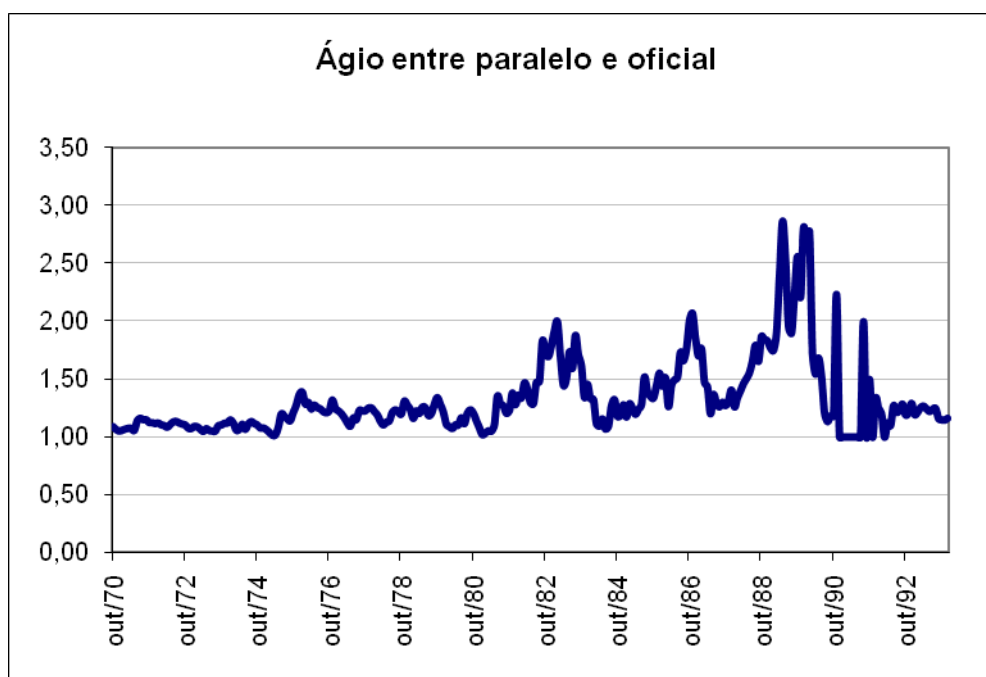
2.3 - Liberalização nos anos 90

A liberação das contas de capitais e corrente no Brasil teve início nos anos 80, mas, se consolidou de fato nos anos 90.

No ano de 1988, através da Resolução CMN 1.552 de 1988, criou-se o chamado “mercado de câmbio de taxas flutuantes” (MCTF). O MCTF tinha a finalidade de diminuir o mercado paralelo e era utilizado em operações relacionadas a viagens

internacionais, transferências unilaterais, pagamentos e recebimentos de serviços, operações ouro e outras contas. Nesse câmbio não era necessário a identificação do vendedor, mas a do comprador era obrigatória. Portanto, esse método não colaborava para meios ilegais e ainda diminuía o mercado paralelo.

Em seguida, em 1990, é criado o “mercado de câmbio de taxas livres” (MCTL). No MCTL, passavam a ser realizadas as contratações de câmbio do comércio exterior (exportações e importações), as principais movimentações de capitais e pagamentos dos principais itens de serviços. As atuações do Banco Central do Brasil aconteciam exclusivamente no MCTL. Estavam, assim, criados o “dólar turismo” e o “dólar comercial”, respectivamente



Na presença de ágio entre o mercado paralelo e o oficial, os turistas que vinham ao Brasil desejavam cambiar seu dinheiro no mercado paralelo. A introdução da MCTF visava acabar com tal situação.

Fonte: IPEA

Apesar do processo de liberalização se iniciar com a separação dos mercados de câmbio, foi apenas em 1992 que modificou sistematicamente. A partir da Resolução CMN 1946/92, da Circular 2.242/92 e da Carta Circular 2.259/92, aconteceram mudanças significativas na conta de não residentes, impostas pela Carta-Circular nº 5 de 1965 (conhecidas como CC5). As CC5, originalmente, eram contas bancárias em moeda nacional, cujo titular era um não residente e, por conta disso, este podia converter livremente seus saldos em moeda estrangeira até o limite desta que trouxera de fora. Esse instrumento era restritivo e incetivava o mercado paralelo, na medida em que as empresas de fora só poderiam comprar moeda estrangeira nos bancos brasileiros com cruzeiros gerados a partir de vendas anteriores a esses mesmos bancos.

De modo a favorecer a repatriação de capitais introduzindo o “câmbio flutuante” (MCTF), a regulação permitiu que instituições credenciais no Banco Central comprassem e vendessem moeda estrangeira com instituições financeiras do exterior, entregando ou recebendo, em troca de moeda nacional. Para operacionalizar isso, foi recorrido ao artigo 17º do decreto 42.820 de 1957, segundo o qual “[...] é livre o ingresso e a saída de papel-moeda nacional e estrangeiro, bem como de ações e de quaisquer outros títulos representativos de valores”. Portanto, entradas e saídas poderiam ocorrer por porte físico de papel-moeda, por exemplo, em malas, pacotes etc. Porém, não seria razoável pensar que operações corriqueiras de instituições credenciadas pelo Banco Central seriam transportadas através de malas ou pacotes, logo o caminho era pela via bancária.

Apesar destas mudanças, não foi considerado necessário criar uma nova conta padrão para registrar as movimentações de conta corrente das instituições financeiras não residentes. Por outro lado, essas contas, os chamados Depósitos de Domicilhados no Exterior, estavam sobre as regras restritivas da CC5.

A solução foi a interpretação diferente do Decreto 55.762 de 1965. Segundo o artigo 57º, as contas de não residentes são de livre movimentação, independente de

qualquer autorização, sempre que os seus saldos em cruzeiros fossem resultantes de moedas estrangeiras, antes vendidas pelos não residentes. Portanto, isto significa, basicamente, que a movimentação em cruzeiro NÃO resultante de moedas estrangeiras, antes vendidas pelos não residentes, dependia de autorização. Deu-se autorização genérica e pública para todas essas transações e foi resolvido o problema.

Art 57. As contas de depósito, no País, de pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliares ou com sede no exterior, qualquer que seja a sua origem, são de livre movimentação, independentemente de qualquer autorização, prévia ou posterior, quando os seus saldos provierem exclusivamente de ordens em moeda estrangeira ou de vendas de câmbio, poderão ser livremente transferidas para o exterior, a qualquer tempo, independentemente de qualquer autorização.

Desta maneira, as CC5 passaram a servir de “veículos genéricos” para remessas sem que existissem limites. A única exigência imposta foi a identificação de quem estivesse remetendo e quem estivesse recebendo. Assim, com a introdução do “flutuante” e das CC5, qualquer cidadão que estivesse com seus impostos pagos corretamente não teria problema em se identificar para realizar tal transação. Esse processo ficou conhecido como Transferências Internacionais em Reais (TIR) e seu resultado foi praticamente a extinção do mercado paralelo, ou seja, um passo a mais no caminho da conversibilidade.

2.4 - A legislação atual

No ano de 2005 o Banco Central publicou o novo Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI) através da Resolução 3.265. Com esta, o BC reuniu em um só mercado o MCTF, o MCTL e as Transferências Internacionais em Reais. Como vantagem desta unificação, passou a haver uma maior transparência nas operações de câmbio, uma desburocratização nos processos e a redução da documentação necessária. Outra medida importante foi a flexibilização do prazo para ingresso da moeda estrangeira decorrente de exportação, passando para 210 dias (ante aos 180 definidos anteriormente) a partir do embarque das mercadorias.

Por fim, em 2006, através da Lei 11.371, o Banco Central começou a flexibilizar a obrigação da cobertura cambial. O artigo 1º ilustra essa flexibilização, primeiramente imposta em 30% como limite de manutenção desses recursos no exterior.

Art. 1º Os recursos em moeda estrangeira relativos aos recebimentos de exportações brasileiras de mercadorias e de serviços para o exterior, realizadas por pessoas físicas ou jurídicas, poderão ser mantidos em instituição financeira no exterior, observados os limites fixados pelo Conselho Monetário Nacional.

Finalmente, em março de 2008, foi editada a Resolução CMN nº 3.548, que permitiu aos exportadores brasileiros manterem no exterior 100% dos recursos relativos ao recebimento de suas exportações. O fim da exigência da cobertura cambial constituiu um importante instrumento econômico e gerencial para as empresas exportadoras, permitindo um maior grau de liberdade para suas operações.

Apesar de ainda ter como base as leis escritas na década 30, a legislação cambial brasileira evoluiu muito durante os anos. O que se percebeu foi uma considerável liberalização, principalmente nas últimas duas décadas. Assim, nota-se que conforme a

economia do país se tornou mais estável e a moeda se mostrou mais sólida, o processo de desregulamentação da conta de capitais avançou bastante.

CAPÍTULO 3 - O Câmbio no Mercado Financeiro

As medidas de liberalização foram de extrema importância para a melhora das operações cambiais. As evoluções do mercado secundário e do mercado de derivativos mudaram de forma expressiva as transações com a moeda nacional. Desta forma, esse capítulo tem como objetivo explicar os diferentes mercados e os principais ativos das operações cambiais.

3.1 - Hedge, Especulação e Arbitragem

Os participantes de qualquer mercado possuem um desses três objetivos: hedge, especulação ou arbitragem. Antes de abordar os diferentes mercados em que o câmbio brasileiro é negociado, vale a pena uma melhor definição sobre esses três termos.

Primeiramente o hedge, como a própria definição em inglês já diz, tem o intuito de cobrir, ou proteger. Sendo assim, o agente entra no mercado para se proteger de eventuais variações cambiais. Por exemplo, um exportador que recebe dólares por seus produtos, pode ir ao mercado futuro “travar” o câmbio dessa operação. Deste modo, o mercado servirá como proteção e garantia da estabilidade de sua receita. Os hedgers, normalmente, são os importadores e exportadores ou qualquer outro agente que precise de moeda estrangeira para realizar suas transações

Do outro lado, existem os especuladores. Enquanto o hedger está preocupado com sua estabilidade financeira, se protegendo das variações cambiais, o especulador está exatamente apostando nessas variações. Portanto, ao fazer uma operação com um hedger no mercado futuro, por exemplo, o especulador estará comprado ou vendido nessa posição, exposto a supostas variações da moeda. Normalmente, do lado dos

especuladores estarão as mesas de operações de bancos, asset managements e outras instituições financeiras.

Por fim, existem os arbitadores. A arbitragem, por definição econômica, são operações que possam auferir lucros sem risco. Tratando-se de moedas, essas operações serão possíveis se houver distorções entre as taxas de juros externa e interna. Deste modo, os arbitadores atuam nessas eventuais distorções que ocorrem, comprando ou vendendo a moeda local ou estrangeira. Assim como os especuladores, geralmente os arbitadores estarão inseridos em instituições financeiras.

3.2 - Mercado Primário x Mercado Interbancário

Existem dois mercados onde pode ser feita a compra de moeda estrangeira à vista, o mercado primário e o mercado interbancário. A diferença básica entre os dois são os agentes que participam de cada um deles.

Do mercado primário participam os interessados em comprar ou vender divisas, isto é, importadores e exportadores, credores ou devedores em moeda estrangeira entre outros. Do outro lado, estão as instituições autorizadas pelo Banco Central, como bancos e corretoras.

Já no mercado interbancário ou secundário, os participantes são as próprias instituições autorizadas pelo Banco Central. Muitas vezes a instituição, após realizar uma operação no mercado primário, irá “zerar” sua exposição no mercado secundário. O mercado interbancário teve seu maior desenvolvimento após as medidas de liberalização, possibilitando novas operações e maior grau de liberdade das instituições.

Tanto o mercado primário como o interbancário são mercados de balcão (OTC

em inglês). Isto quer dizer que não existe um lugar físico ou eletrônico para a negociação destes ativos. Deste modo, caso o agente esteja interessado na compra do câmbio à vista, ou “pronto”, ele deve entrar em contato com a instituição autorizada pelo Banco Central e realizar a operação. Como a informação é assimétrica, esses mercados permitem a maior chance de disparidade entre os preços. Atualmente, plataformas como o Bloomberg e Reuters tentam capturar os principais “players” desses mercados descobrindo seus preços - chamados de bid para compra e ask para venda - para tentar diminuir essa assimetria.

Hoje em dia, o mercado primário e o interbancário, são os responsáveis pela compra e venda do câmbio pronto com entrega. O câmbio pronto é o câmbio liquidado em até dois dias úteis. Nesse mercado existe a entrega física da moeda. Qualquer câmbio que liquide acima de três dias da operação já é considerado câmbio futuro. Veremos mais para frente que a maioria das operações de câmbios futuros com vencimentos mais longos encontra-se na BM&F Bovespa.

3.3 - BM&F Bovespa

A Bolsa de Mercadorias & Futuros possui um papel importante nas negociações cambiais brasileiras. Diferentemente do mercado de balcão, a bolsa possui um espaço físico e eletrônico para a realização dos contratos. Com isso, é possível, visualizar as cotações em tempo real, permitindo a informação simétrica a todos. Os principais ativos negociados de câmbio são os futuros e opções.

A BM&F começou em 2002 as atividades de clearing de câmbio, assim garantido a liquidação das partes caso exista uma inadimplência. Apesar da bolsa operar

o câmbio pronto, diferentemente dos mercados de balcão, não existe entrega física, sendo todas as operações liquidadas em reais.

A liquidez dos ativos da bolsa vem aumentando bastante, existindo inclusive um movimento de migração do mercado interbancário para a BM&F. A vatagem é simples, quanto mais indivíduos atuarem nesse mercado, maior será a liquidez e, por consequência, menor serão os preços de custo. Em 2008, a instituição uniu-se à Bovespa, passando a ser, então, a quinta maior bolsa do mundo.

3.4 - Principais ativos negociados

3.4.1 - Futuros

A criação dos futuros cambiais foi iniciada após 1971, com o término do acordo de Bretton Woods. Deste modo, depois de 30 anos de câmbio fixo, muito países começaram a adotar taxas flutuantes. No Brasil, os contratos de futuro passaram a ser negociados em 1986 na BM&F, porém, só a partir de 1999, com a implementação das taxas flutuantes, esse mercado ganhou maior importância.

Os contratos futuros estão diretamente ligados a taxa de juros do país e a taxa de juros externa. O conceito vem da teoria de não arbitragem entre o futuro e o câmbio à vista. Portanto, para isso, a equação do futuro deve ser:

$$F = \text{Spot} * \frac{(1 + i_e)}{(1 + i_e^*)}$$

F Preço Futuro

Spot Preço a vista

i_e Expectativa da taxa de juros interna para o período t

i_e^* Expectativa da taxa de juros externa para o período t

Toda a curva do futuro respeita essa lógica, isto é, o preço do futuro para cada vencimento será resultado das expectativas de juros interno e externo.

No Brasil, devido a não conversibilidade da moeda, existe a necessidade da construção de uma curva de juros em moeda estrangeira. Essa taxa é conhecida como Cupom Cambial, que nada mais é do que a taxa de juros local, dividido pela variação cambial. Desta forma, o futuro negociado na BM&F Bovespa utiliza o cupom cambial em sua precificação. O mercado de cupom cresceu bastante no Brasil, sendo também muito importante na BM&F Bovespa.

$$Futuro_t = Spot \times \frac{(1 + DI_t)^{\frac{du_t}{252}}}{(1 + CC_t \times \frac{dc_t}{360})}$$

$Futuro_t$ = dólar futuro com vencimento na data t

$Spot$ = Dólar a vista, para liquidação em D + 2

DI_t = Taxa DI para a data t

CC_t = Cupom Cambial para a data t

du_t = Dias úteis até a data t

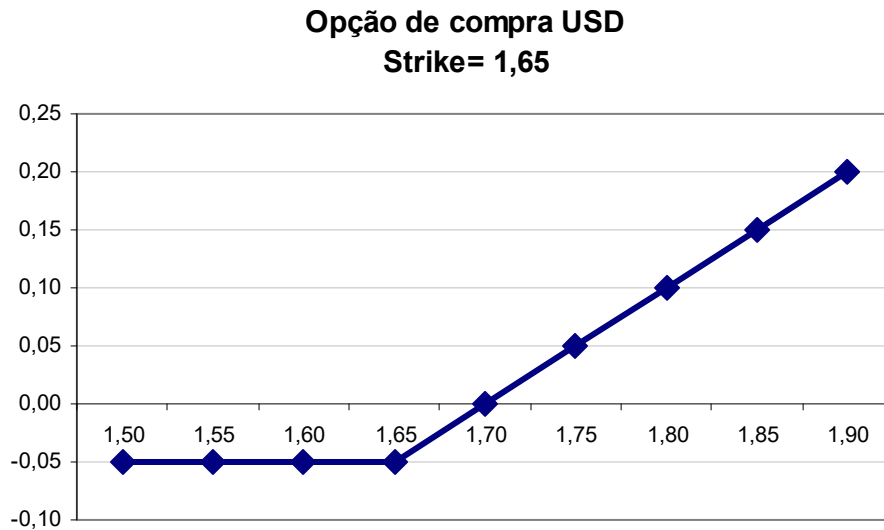
dc_t = Dias corridos até a data t

3.4.2 - Opções de moedas

Outro instrumento importante são as opções cambiais negociadas na BM&F. Esse instrumento garante ao tomador a opção de compra ou venda de um determinado ativo a um preço pré-estabelecido. Existem as opções de compra (call) e as de venda (put). Assim como o futuro, as opções garantem ao hedger a previsibilidade das suas receitas e ao especulador a chance de apostar em uma eventual variação cambial.

Abaixo, segue um exemplo de uma call, supondo que o preço desta seja R\$ 0,05 e o tomador tenha direito de comprar um dólar por R\$ 1,65 daqui a um mês. A operação dará lucro caso o dólar esteja acima de R\$ 1,70, ou seja, R\$ 1,65 do strike somado ao prêmio de R\$ 0,05 pago anteriormente. Esta só será realizada se no vencimento o dólar

estiver a um preço acima de R\$ 1,65. Caso o dólar esteja abaixo desse valor, a opção não será exercida fazendo o tomador somente perder R\$ 0,05.



Lucro de uma opção no vencimento

Fonte: elaboração do autor

3.4.3 -NDF (Non Delivery Foward)

O NDF é um contrato que se assemelha ao contrato futuro, já que no Brasil o futuro também não possui entrega física. Porém, enquanto no futuro se tem ajustes diários, calculados pela diferença entre o preço operado (ou o preço de ajuste do dia anterior no caso de uma posição em aberto) e o preço de ajuste, no NDF a liquidação se dá apenas no vencimento do contrato ou numa eventual pré-liquidação. Por conta disso, o valor a mercado de um NDF é dado pelo resultado futuro trazido a valor presente.

Os NDFs não são negociados na BM&F Bovespa, sendo necessário ir para o mercado de balcão para efetuar tal operação. A maioria dos NDFs é feito em instituições financeiras do exterior.

$$NDF = \frac{Nocional}{1 + CC \times \frac{dc}{360}}$$

Nocional: Valor futuro em dólares do contrato de NDF

Dc: Dias corridos até o vencimento do NDF

CC: Cupom Cambial para a data de vencimento do NDF

3.4.4 – Swap

O Swap, como o nome inglês já diz é uma “troca”. Ou seja, o agente realiza um swap para poder trocar o índice em que está exposto. O caso mais comum é o swap de dólar para a taxa pré-fixada, ou vice-versa. O agente que está devendo em dólar, para não se expor a variação cambial, poderá ficar exposto à taxa pré-fixada. O swap funciona basicamente como um NDF, não possuindo ajustes e sendo negociados no mercado de balcão

$$Nocional_{futuro} = Nocional_0 \times \left(1 + CC_0 \times \frac{dc_0}{360}\right)$$

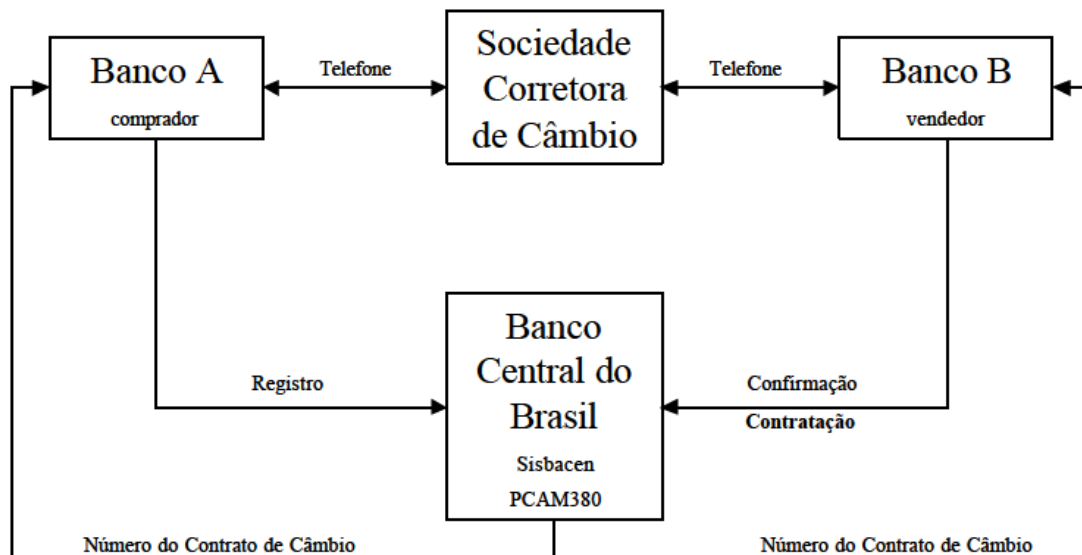
$Nocional_0$ = Nocional em dólares do swap

CC_0 = Taxa pré em dólares do swap

dc_0 = Dias corridos de duração do swap

3.5 – SISBACEN

Como já foi dito, toda operação cambial necessariamente deve ser registrada no Banco Central. O sistema de Informações do Banco Central é um conjunto de recursos de tecnologia da informação, utilizado pela instituição na condução de seus processos de trabalho. Deste modo, toda operação de câmbio feita no Brasil deve ser registrada no SISBACEN. Essas operações incluem desde o câmbio pronto, feito no mercado primário, até o Clearing feito pela BM&F Bovespa nas operações de futuro.



Operação de câmbio pronto no mercado interbancário registrado na PCAM380 do SISBACEN. Banco A compra moeda do Banco B através de uma corretora. Após a negociação é obrigado a existir o registro e a confirmação para o Banco Central.

Fonte: Márcio G. P. Garcia (PUC-Rio) e Fabio Urban (BM&F) em “O Mercado Interbancário de Câmbio no Brasil (2004)”

CAPÍTULO 4 – A Conversibilidade do real

A conversibilidade ainda é um tema bastante discutido no Brasil. Isso se deve ao complexo arcabouço regulatório cambial. As constantes mudanças na legislação permitiram ao longo do tempo uma análise mais completa sobre o assunto. Desta forma, esse capítulo visa aprofundar o tema em questão.

4.1 - Definições

Existem muitas definições de conversibilidade. A mais convencional é a aceitabilidade internacional. Isto é, uma moeda aceita por não residentes e trocada em casas de câmbio ao redor do mundo (Franco 1999). A abertura tanto da conta de capital, como da conta corrente, quando aliadas a políticas macroeconômicas sólidas e sustentáveis no longo prazo, traz ganhos de bem estar por possibilitar a alocação de recursos em outros países que apresentam melhores opções de investimentos.

As condições “sine qua non” para a conversibilidade incluem a estabilidade fiscal, câmbio flutuante e regras bem estabelecidas ao setor financeiro. Por essa razão, poucas moedas podem se declarar plenamente conversíveis.

O conceito de conversibilidade vem mudando dependendo do espaço e tempo em questão. Durante o período do padrão ouro, a conversibilidade se limitava na garantia da troca de uma específica moeda, a uma taxa fixa, por ouro. Com a queda do padrão ouro e a criação do FMI em 1944, o conceito mudou novamente. O Fundo apoiava a obrigatoriedade da taxa fixa de câmbio, sem introdução de restrições cambiais sobre a conta de transações correntes ou estabelecendo taxas múltiplas de câmbio. Por fim, com a introdução da maioria dos países ao câmbio flutuante, no limite, as moedas seriam conversíveis por definição. Porém nem sempre a teoria respeita a prática, sendo difícil

pensar em um país que não agiria de forma interventora quando existem grandes flutuações em sua taxa de câmbio.

4.2 – Histórico no Brasil

Como já foi visto nesse trabalho, a legislação cambial brasileira caminhou consideravelmente no sentido da conversibilidade total da moeda.

Primeiramente, nos anos 30, após a crise de 1929, o Brasil teve políticas bastante restritivas na conta de capitais. Com o intuito de evitar a fuga de capitais, o governo federal monopolizou todas as operações de câmbio no país. Essas deveriam passar pelo mercado oficial, na época o Banco do Brasil. Depois, esse privilégio passou a ser da SUMOC e, após 1964, do Banco Central. No mesmo período a obrigação da cobertura cambial e a introdução do curso forçado da moeda, mostraram esse caráter restritivo que o governo tentava manter.

Outro pilar importante foi a Lei 4.131, que assegurava o direito a repatriação e de remessa de dividendos somente ao capital estrangeiro que havia se registrado previamente no Banco Central. Desta forma, esses dois pilares formam a base para a falta de liberdade da conta de capitais no Brasil.

Em decorrência desse complexo arcabouço, em 1946, ao entrar como sócio do FMI, o Brasil não aceitou a regra do Artigo 8º do Convênio Constitutivo. Dentre os objetivos do FMI está o de promover um sistema multilateral de pagamentos, incentivando a aceitabilidade das moedas o que melhora a eficiência do comércio de bens e serviços. O Artigo 8º prescreve a conversibilidade em conta corrente, isto é, o país não pode colocar restrições a operações cambiais e pagamentos ligados a conta corrente, como juros, dividendos, seguros, importação, exportação entre outros. Tarifas sobre as

importações são permitidas, porém não uma taxa de câmbio especial ou um imposto sobre essas operações.

Desta forma, o Brasil passou muitos anos com uma legislação restritiva, o que era totalmente incoerente com a idéia de conversibilidade da moeda.

4.3 - Mudanças

As mudanças significativas começaram no final da década de 1980. As medidas de liberalização, já descritas acima, proporcionaram uma nova dimensão sobre a conversibilidade da moeda brasileira.

Vale destacar as TIRs, que através das chamadas CC5, atualmente servem como um sistema de livre remessa de recursos para o exterior. Com a Resolução CMN 1946/92, a Circular 2.242/92 e a Carta Circular 2.259/92, foi eliminado a antiga lei que só poderia sair do país o que previamente havia ingressado e sido registrado. Desta forma, as CC5 passaram a ser um veículo genérico para remessas sem limite. A única obrigação é a identificação, a qual era exigido notificar por qual instituição havia sido realizada a transação, o nome do remetente e recebedor, assim como seus respectivos C.P.Fs ou C.N.P.Js. A identificação foi fundamental para eliminação do mercado “Black” e o melhor controle do Banco Central sobre as transações. Desta forma, argumentar que a identificação é uma barreira para a conversibilidade parece não ser sensato, dado que qualquer sistema desenvolvido, para evitar o mercado paralelo e a segurança, exige-se alguma norma de identificação.

Outro grande acontecimento foi, no final do século XX, a adesão do Brasil ao artigo 8º do FMI. O Brasil estava desde 1946 sob as regras do artigo 14º da instituição. Esse artigo menciona que o país pode não respeitar as exigências do artigo 8º, desde que fosse apenas por um período “temporário”. Em 1999, na tentativa de alcançar o

“investment grade”, o país não mediu esforços para se enquadrar no artigo 8º do FMI. Para isso, faltava apenas cumprir duas restrições: diminuir o nível do IOF relativo a compras de cartão de crédito no exterior e a contratação prévia de câmbio para pagamento das importações. Em outubro daquele ano o Banco Central atendeu as exigências do Fundo, efetivando, definitivamente, a plena conversibilidade da conta corrente do balanço de pagamentos (Franco e Neto 2003)

Por fim, as s recentes mudanças provocadas pela RMCCI, unindo o MTCF e o MTFL e a queda da necessidade da cobertura cambial foram de grande avanço para a conversibilidade da conta de capitais. Com o fim da cobertura cambial, vários exportadores puderam ter o custo de suas linhas reduzido, dado que passaram a manter seu colateral na moeda estrangeira.

Portanto o Brasil está no caminho certo para a plena conversibilidade. As políticas de liberação nos anos 90 foram cruciais nessa trajetória. Apesar disso, controles cambiais ainda são utilizados principalmente para evitar ataques especulativos, evitando uma grande apreciação ou depreciação do real. O governo ainda teme que distorções internas poderiam causar uma fuga de capitais, gerando um menor bem estar para os residentes no Brasil. Porém, apesar de ainda existirem alguns entraves burocráticos, impedindo a plena conversibilidade da conta de capitais, atualmente, a questão parece estar bem mais ligada a falta de liquidez do real perante outras moedas, do que a de leis propriamente ditas.

4.4 - A Conversibilidade e suas barreiras

Desde o começo dos anos 90, as mudanças na legislação cambial vêm ajudando de forma significativa a eficiência das operações e a melhora dos mercados de câmbio.

Apesar dos grandes avanços da liberalização, alguns pontos ainda tornam o real uma moeda não conversível plenamente.

4.4.1- Barreiras geradas pelo curso forçado

A questão principal é a de que não é permitido realizar operações financeiras no Brasil que liquidem em uma moeda diferente do real. Portanto os negociantes não têm liberdade para escolher a moeda em que será realizada a transação. Isso impede a entrada de diversos fluxos no país, devido à exigência do curso forçado pelo Banco Central.

Outro entrave, também, é a proibição de contas em moedas estrangeiras dentro do país. Assim, o investidor estrangeiro para aplicar qualquer recurso no país, deve cambiar seu dinheiro pela moeda local. Deste modo, esse indivíduo é obrigado a se “expor” na moeda brasileira, o que exige a necessidade de um prêmio de conversibilidade para adquiri-la. Em diversos países do mundo é possível ter uma conta corrente em moeda estrangeira, principalmente em dólares ou em euros.

4.4.2 – Barreiras geradas pelos agentes autorizados

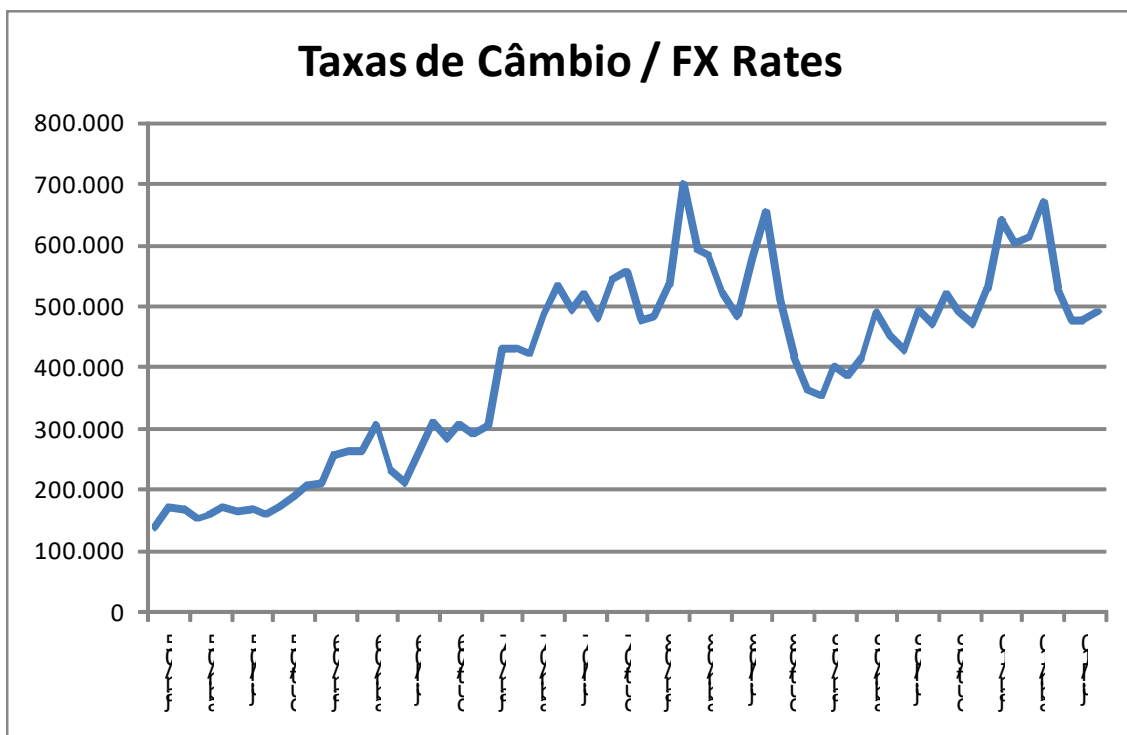
Como já foi visto nesse trabalho, o mercado primário tem o intuito de suprir a necessidade de dívidas de clientes para liquidação de operações financeiras e comerciais com os meio oficiais autorizados pelo Banco Central. Já o mercado secundário

possibilita essas instituições a “zerarem” suas operações do mercado primário com outros agentes autorizados.

A estrutura atual desse mercado prejudica diretamente os clientes. Estes que, além de serem obrigados a negociarem nas instituições cadastradas no Banco Central, sofrem com a possibilidade de aumento do preço de custos pelos meios oficiais. Normalmente, as únicas que não se prejudicam nessa estrutura são as grandes empresas. Essas conseguem spreads mais baratos devido aos altos volumes de suas operações, cobiçados por todas as instituições credenciadas. Desta forma, o grande beneficiário desse “jogo” é o governo federal, que, além de ter controle de todas operações, ainda tem o poder de autorizar quais instituições estarão aptas a realizá-las.

Por esses acontecimentos, um movimento, diferente do que se poderia esperar, vem acontecendo no Brasil. Está ocorrendo uma migração da maior parte das operações de câmbio para o mercado futuro, que acontece na BM&F Bovespa. O maior número de agentes tem aumentado bastante a liquidez dessa bolsa, e, por conseqüência, diminuído os custos das transações. Tornou-se comum um banco, ao fechar uma operação de câmbio no mercado primário, ir “se zerar” no mercado futuro. No caso de moedas conversíveis, como o Dólar, Euro e Yen, o mercado a vista chega a ser tão líquido quanto o mercado futuro, devido a menor burocracia para a liquidação das negociações.

Apesar disso, o mercado futuro ainda tem pouca liquidez no Brasil. O contrato com vencimento de liquidez significativa ainda é o futuro de dólar para o próximo vencimento. Contratos com vencimentos mais longos ou de outras moedas se tornam extremamente caros, devido à pequena oferta por eles.



Média Diária de contratos de câmbio na BM&F: O Contrato futuro de FX (Foreign Exchange), tem valor nominal de US\$ 50.000. A média diária chegou a ser de quase 700.000 contratos por dia em abril de 2008.

Fonte: BM&F Bovespa

4.5 – Um ativo denominado em real negociado no exterior

Assim como nenhum ativo, dentro do Brasil, se liquida em moeda estrangeira, não existe ativo no exterior que se liquide em real. Apesar disso, existem ativos negociados no exterior que são cotados na moeda brasileira. É possível achá-los em bolsas como a Euroclear.

A Euroclear foi fundada em 1968 na Bélgica e é, hoje em dia, a maior central de ativos internacionais do mundo. O participante pode abrir sua conta em várias moedas internacionais, dependendo da moeda em que o ativo operado liquidará. No Brasil o

caso é o contrário, já que, como todas as operações liquidam em real, o participante, ao abrir uma conta na CBLC, deverá obrigatoriamente ter essa em reais. Desta forma, o título Brazil Government International Bond pode ser encontrado na Euroclear. Assim como um título público no Brasil, esses títulos fazem parte da dívida do governo, porém em mercado internacional.

Segue abaixo o exemplo de um “BrazilCorp” de vencimento para outubro de 2028 com cupom de 10,25. Seu preço está acima do par, sendo cotado em R\$ 105,00. Seu rating varia de acordo com a nomenclatura de cada agência de risco, porém as notas tendem a ser muito parecidas. Como já dito, o “BrazilCorp”, apesar de cotado em real é liquidado em moeda estrangeira, no caso o dólar. Assim, a compra desse título exige que o agente feche um câmbio assim que firme a transação. Como não existe liquidação o câmbio é feito pela Ptax e não passará pelos meios oficiais. Isso também é válido para todo recebimento de cupom e do principal.

Desta forma, qualquer ativo cotado no exterior em real, não afetará de forma significativa taxa de câmbio do Brasil, já que não passará de um ativo sintético.

GRAB		Corp DES	
SECURITY DESCRIPTION		Page 1/ 1	
BRAZIL REP OF	BRAZIL 10 ¼ 28	104.500/105.500	(9.70/9.59) LCPR
ISSUER INFORMATION		IDENTIFIERS	
Name	FED REPUBLIC OF BRAZIL	Common	028745982
Type	Sovereign	ISIN	US105756BN96
Market of Issue	Global	CUSIP	105756BN9
SECURITY INFORMATION		RATINGS	
Country	BR	Currency	BRL
Collateral Type	Sr Unsecured	Moody's	Baa3
Calc Typ(1)STREET CONVENTION	S&P	BBB-
Maturity	1/10/2028 Series	Fitch	BBB-
NORMAL		DBRS	BBBL
Coupon	10 ¼ Fixed	ISSUE SIZE	
S/A	ISMA-30/360	Amt Issued/Outstanding	BRL 4,887,500.00 (M)/
Announcement Dt	2/ 7/07	BRL	4,887,500.00 (M)
Int. Accrual Dt	2/14/07	Min Piece/Increment	250,000.00/ 1,000.00
1st Settle Date	2/14/07	Par Amount	1,000.00
1st Coupon Date	7/10/07	BOOK RUNNER/EXCHANGE	
Iss Pr	96.45100	JPM,UBS	
HAVE PROSPECTUS	DTC	Multiple	66) Send as Attachment
SHORT 1ST CPN. CPN & RDMPN PAID IN USD. REOPENED 6/19/07 @ PRICE OF 115.50.			
<small>Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P. SN 205350 6391-392-1 26-Nov-10 15:45:12</small>			

YIELD ANALYSIS		CASHFLOW ANALYSIS	
GRAB Corp YA		CUSIP:105756BN	
BRAZIL REP OF BRAZIL 10 3/4 28 104.500/105.500 (9.70/9.59) LCPR		TO 1/10/28 WORKOUT 1000M FACE	
PRICE 105	SETTLEMENT DATE 12/ 1/2010	PAYMENT INVOICE	
current yield 9.762	W ORST	PRINCIPAL 1050000.00	
Maturity 1/10/2028 @100.000		141 DAYS ACCRUED INT 40145.83	
STREET CONVENTION 9.645 9.645		TOTAL 1090145.83	
U.S. GOVT EQUIVALENT 9.645 9.645		INCOME	
TRUE YIELD 9.644 9.644		REDEMPTION VALUE 1000000.00	
EQUIVALENT 1/YR COMPOUND 9.878 9.878		COUPON PAYMENT 1793750.00	
JAPANESE YIELD (SIMPLE) 9.483 9.483		INTEREST @ 9.587% 2642011.11	
PROCEEDS/MMKT (ACT/360)		TOTAL 5435761.11	
AFTER TAX:		RETURN	
INCOME 35.00% CAPITAL 20.00% 6.216 6.216		GROSS PROFIT 4345615.28	
SENSITIVITY ANALYSIS		RETURN 2 /YR COMP 9.615	
CONV DURATION (YEARS) 8.286 8.286	FURTHER ANALYSIS		
ADJ/MOD DURATION 7.905 7.905	HIT 1 <GO> TOTAL RETURN		
RISK 8.617 8.617	HIT 2 <GO> PRICE TABLE		
CONVEXITY 0.988 0.988	2 /YR COMP		
PRICE VALUE OF A 0.01 0.08617 0.08617			
YIELD VALUE OF A 0 1/32 0.00363 0.00363			
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000			
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P. SN 205350 G391-392-1 26-Nov-10 15:51:58			

Acima a tela da plataforma Bloomberg com as informações do “Brazil Corp. Softwares” como esse ajudam a entender melhor as especificações de cada ativo e permitem calcular seus preços.

Fonte: Bloomberg

4.6 – Conversibilidade: o que ainda falta

O Brasil evoluiu bastante no sentido da liberalização e da abertura da sua conta de capitais. Desta forma, atualmente, o que parece faltar para o melhor fluxo dos mercados é a maior liquidez da moeda brasileira. Dado que não existe liquidação em real fora do país, muitas vezes, para “cotar” uma moeda menos líquida é necessário realizar a operação através do dólar. Deste modo, o agente deveria realizar duas operações financeiras, uma comprando dólar no mercado primário e a outra negociando

o dólar pela moeda menos líquida desejada. O resultado são spreads mais caros e uma maior burocracia na compra dessas moedas. Deste modo, o aumento da liquidez resolveria esses problemas, possibilitando transações diretamente entre real e a moeda desejada.

Outra questão de extrema importância seria a liquidação das operações na BM&F Bovespa em moedas diferentes do real. A liquidação poderia ser feita em contas no exterior, já que no Brasil isso não é possível. Essa medida, com certeza, atrairia novos investidores, dado que não haveria mais o chamado prêmio de conversibilidade. O impacto seria novamente via preço. Os spreads cobrados pelos agentes intermediários diminuiriam, assim aumentando o bem estar dos participantes daquele mercado.

Porém o que se questiona, na essência, é se o decreto Lei 857/69 deve ser revogado. O Decreto Lei 857/69 é um aperfeiçoamento do Decreto Lei 23.501, de 27 de novembro de 1933, já visto nesse trabalho. Assim como o decreto antigo, ele estipula a obrigação do curso forçado da moeda, como pode ser visto no Artigo 1º.

“Art. 1º. São nulos de pleno direito os contratos, títulos e quaisquer documentos, bem como as obrigações que, exequíveis no Brasil, estipulem pagamento em ouro, em moeda estrangeira, ou , por alguma forma, restrinjam ou recusem, nos seus efeitos, o curso legal do cruzeiro.”

Caso isso ocorresse, a moeda estrangeira teria curso legal dentro do Brasil e, conseqüentemente, poderia-se haver depósitos a vista e a prazo em bancos brasileiros denominados e pagáveis em moeda estrangeira. Essa medida parece não ser sensata, dado que isso poderia causar sérios danos ao país. Vale lembrar o caso da Argentina com a sua “dolarização”, no qual o governo perdeu a independência da taxa de juros resultando em uma grande crise econômica.

O que parece ser de maior importância, é que a formação de preço deixe de ser feita dentro do país. Como foi visto acima, os ativos “offshore” são denominados em real, porém não existe a liquidação desses na moeda brasileira. Desta maneira, não é possível negociar o real a vista em plataformas como Reuters, Bloomberg e EBS. Todos os negócios devem ser feitos via o mercado primário ou interbancário. Se, de alguma forma, houvesse essa liquidação, ou a entrega no vencimento (para ativos como NDFs), esses ativos não seriam mais ativos sintéticos, cujo poder é pequeno, e poderiam ser negociados nessas plataformas com grande liquidez. Para muitos, essa é a própria definição de conversibilidade.

CONCLUSÃO

Após dezesseis anos do real, percebe-se que houve grandes avanços no mercado cambial brasileiro. O complexo arcabouço, de origem nos anos 30, já mudou bastante, tornando a moeda brasileira praticamente conversível. Apesar disso, nota-se que o real tem algumas barreiras ainda para superar.

Não parece ser plausível exigir mudanças na questão da identificação ou do fim do Decreto Lei 857/69 . A questão atual parece estar mais relacionada à falta de liquidez do que a qualquer lei da legislação. Uma maior liquidez, principalmente no mercado futuro, geraria menores spreads e por conseqüência um maior bem estar de seus participantes. Atualmente, com a junção da BM&F a Bovespa e a estável situação econômica brasileira, é muito provável que os volumes das operações tendam a aumentar significativamente.

Assim, conclui-se que apesar da moeda brasileira ainda não ser plenamente conversível, o aumento da liquidez deve solucionar diversas imperfeições do mercado.

BIBLIOGRAFIA

- ANDRADE JR., Attila de Souza Leão. *O Capital Estrangeiro no sistema jurídico Brasileiro*. Editora Forense Jurídica, Janeiro de 2001.
- ARIDA, Pérsio. Ainda sobre a conversibilidade. *Revista de Economia Política*. 2003
- ARIDA, Pérsio. Por uma Moeda Plenamente Conversível. *Valor Econômico*. 12/11/2002
- ARRAES, Maria Celina B. *O Conceito de conversibilidade*. Maio 1994.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (Departamento de Operações Bancárias). *O Sistema de Pagamentos Brasileiro*. Disponível no site www.bcb.gov.br, 2010
- BELLUZO, Luiz Gonzaga; CARNEIRO, Ricardo. *O Mito da Conversibilidade ou Moedas não são Bananas*. Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica, 2003.
- BM&F. *Aprimoramento dos Mecanismos de Negociação para Compra e Venda de Câmbio no Mercado Interbancário Brasileiro*. BM&F, 2003
- CARDOSO, Eliana. *Traveling Light*. *Jornal Valor Econômico*, 10 de dezembro de 2003.
- CUNHA, Luiz Roberto. *A estratégia do programa de estabilização*. *Jornal o Estado de São Paulo*, 20 de dezembro de 1993.
- FRANCO, Gustavo H.B; NETO, Demóstenes M. Pinho. *A desregulamentação da conta de capitais: Limitações macroeconômicas e regulatórias*. Aprimorando o mercado de câmbio brasileiro, BM&F 2003

- FRANCO, Gustavo H.B. *Controles cambiais (1): o poder do Banco Central*. Boletim Tendências, 26 de junho de 2000.

- FRANCO, Gustavo H.B. *Controles cambiais (2): o poder do Banco Central*. Boletim Tendências, 27 de junho de 2000.

- FRANCO, Gustavo H.B. *Conversibilidade: o que está por vir?*. Boletim Tendências, 11 de novembro 1999.

- FRANCO, Gustavo H.B. *Desregulamentação cambial e a conta de capitais*. Jornal O Estado de São Paulo, 19 de agosto de 2001.

- FRANCO, Gustavo H.B. *Maturidade institucional no regime cambial*. Jornal O Estado de São Paulo, 14 de março de 1999

- FRANCO, Gustavo H.B. *The Real Plan and the Exchange Rate. Essays in international Finance*. International Finance Section, Princeton University, n.217, April 2000

- GARCIA, Márcio G. P.; URBAN, Fábio. *O Mercado Interbancário de Câmbio no Brasil*. Março de 2004.

- GAROFALO FILHO, Emilio – *Câmbios no Brasil: As peripécias da moeda nacional e da política cambial, 500 anos depois* São Paulo: Bolsa de Mercadoria & Futuros, 2000

- GLEIZER, Daniel. *A conversibilidade da conta de capitais*. Jornal Valor Econômico, 13 setembro de 2004.

- GLEIZER, Daniel -*Aprimorando o mercado de câmbio brasileiro*- São Paulo: Bolsa de Mercadoria & Futuros, 2003

- LAAN, Cesar Rodrigues; CUNHA, André Moreira. *Revisitando o elo entre a política cambial e a industrialização no governo provisório de 1930: Os três pilares institucionais e o início do PSI* . Agosto de 2010.

- LIMA, Gilberto Tadeu. *Sobre a proposta de plena conversibilidade do real*. Jornal Valor Econômico, 15 de setembro de 2004.

- LOYOLA, Gustavo. *A mais adiada das reformas*. Jornal Valor Econômico, 17 de novembro de 2003.

- SCHWARTSMAN, Alexandre. *A mitologia das contas CC5*. Jornal Valor Econômico, 15 outubro de 2004.