

## **As Transformações Recentes do Mercado Internacional de Câmbio**

Marcos Roberto Vasconcelos \*

*“O mercado não é uma abstração.  
Compõe-se de participantes de  
natureza humana, com diferentes  
graus de ‘racionalidade’”*

Norman Fieleke, 1981.

### **1. Introdução**

Desde o fim de Bretton Woods no começo da década de 70, quando as principais moedas nacionais (dólar americano, marco alemão e iene) passaram a manter paridades flutuantes entre si, observa-se um inesperado alto grau de volatilidade cambial e longos períodos desalinhamentos destas paridades que não são passíveis de explicação pela análise dos chamados *fundamentos cambiais* — diferenciais de juros, de inflação e de renda, saldos em transações correntes, etc — (Frankel e Rose, 1994). Surpreende tal comportamento, pois, à primeira vista e em termos simplicados, os mercados de câmbio podem ser tratados tão-somente como *locus* nos quais se realizam as operações de conversão entre as diversas e distintas moedas nacionais, sendo a taxa de câmbio mera expressão desta conversão e resultado da oferta e da demanda relativa de cada divisa. Tais operações refletiriam as transações comerciais (bens e serviços) e financeiras (empréstimos e investimentos) entre agentes econômicos residentes em distintos países, pautadas e determinadas por avaliações dos *fundamentos cambiais*, orientadores das decisões relativas ao comércio internacional e

---

\* Doutor em economia pelo IE-Unicamp e professor do Departamento de Economia da Universidade Estadual de Maringá.

às aplicações financeiras inter-fronteiras. Neste sentido, os mercados de divisas deveriam ser tratados apenas como o reflexo ou a contraparte monetária das transações internacionais realizadas em outros mercados, não possuindo assim uma dinâmica autônoma, e a taxa de câmbio a expressão última de alterações dos *fundamentos cambiais*.

Entretanto, ao se examinar mais detalhadamente o comportamento do mercado internacional de câmbio nas últimas duas décadas emerge não apenas os fenômenos de períodos de intensa volatilidade e de largos desalinhamentos nas paridades cambiais mas também o reconhecimento da sua eloqüente expansão em termos de volume de negócios e do seu dinamismo transformacional, cujas motivações e implicações podem ser obliteradas em uma análise mais superficial. Como expresso no primeiro parágrafo, é no mercado cambial que se definem as paridades de troca entre as moedas nacionais. Conforme o entendimento que se tenha da sua lógica de funcionamento, desdobram-se os pressupostos teóricos para a determinação destas paridades e de outros fenômenos relacionados. Daí a importância de aprofundar-se o conhecimento sobre o mercado internacional de câmbio e explicitar as suas particularidades micro-estruturais. Os agentes atuantes nos mercados cambiais, os instrumentos e mecanismos de que eles dispõem para realizar suas operações, os sistemas eletrônicos de distribuição de informação e de comercialização de ativos, os heterogêneos processos de formação das expectativas, o imbricamento e a interação entre os distintos mercados cambiais nacionais e entre os agentes intramercado, as transformações dos mercados financeiros, entre outras, são algumas das questões pertinentes que precisam receber crescente atenção dos pesquisadores desta área.

Obviamente todos estes tópicos não são passíveis de serem tratados profundamente aqui. Desta feita, cumpre alertar que este artigo possui um caráter introdutório e exploratório de algumas das questões acima citadas. Busca-se nele apontar as características

e transformações mais gerais do mercado internacional de divisas, aventado algumas considerações e questões a serem investigadas mais profundamente em trabalhos futuros.

Nas seções seguintes, são apresentadas comentários relacionados ao processo de formação de prognósticos cambiais (seção 2), à evolução do volume financeiro de negócios (seção 3), aos novos mecanismos de comercialização de moedas (seção 4), à internacionalização dos mercados nacionais de divisas (seção 5), aos principais operadores e aos novos agentes/instituições neles envolvidos (seções 6 e 7). Na seção 8, apresentam-se breves considerações finais.

## **2. Formação de Expectativas Cambiais**

O desmanche do Sistema de Bretton Woods no começo da década de 70 e a conseqüente prevalência de taxas de câmbio flutuantes entre as principais moedas, a partir de 1973, abriram espaços para os operadores cambiais realizarem tanto ganhos de arbitragem quanto de especulação.<sup>1</sup> Com o fim do sistema de administração cambial que vigorava em Bretton Woods e, conseqüentemente, das intervenções sistemáticas dos bancos centrais nos mercados de divisas com o objetivo de restringir as flutuações cambiais às estreitas bandas previamente definidas, os agentes privados deixaram de dispor de “balizas” para as suas expectativas cambiais. As taxas de câmbio passaram a apresentar elevada volatilidade, uma vez que elas se transformaram em resultantes das várias decisões privadas de compra e venda e os especuladores, ao contrário do que previam às interpretações econômicas ortodoxas, à época influenciadas por Friedman (1953), não pautaram suas

---

<sup>1</sup> No entanto, movimentos especulativos no mercado cambial não podiam ser considerados inteiramente como novidades. Mesmo antes do colapso de Bretton Woods, ocorreram diversos casos, em especial nos momentos finais deste sistema. Basta lembrar os casos de pressões depreciativas contra a libra esterlina, no final de 1967, e de pressões apreciativas contra o marco alemão, em abril de 1971, quando o banco central alemão, *Bundesbank*, em apenas um único dia, precisou intervir no mercado cambial comprando US\$ 3 bilhões da divisa norte-americana, a fim de sustentar a paridade dólar/marco (Grabbe, 1996: 24). O que diferenciou a especulação pós Bretton Woods foi o seu caráter rotineiro.

ações atentos a uma taxa de câmbio de equilíbrio de longo prazo (Goodhart, 1988). Isto refletia e estimulava a dispersão das expectativas quanto aos valores futuros das paridades cambiais, mesmo para períodos de curto prazo. O resultado foi o aumento das operações cambiais impulsionadas por expectativas de variações de paridades esperadas em um curtíssimo horizonte de tempo, isto é, transações que são efetuadas e, no decorrer do mesmo dia, desfeitas, via transações em sentido inverso — operações intradiárias (*intraday*). Na década de 90, tais tipos de transação passaram a representar 90% das trocas de divisas: *“Uma instituição chega a efetuar entre 3-4 mil operações num dia normal de 24 horas e cerca de 50% mais do que isso num dia turbulento.(...) Nos períodos mais agitados, um único dealer chega a efetuar uma operação a cada 3-4 minutos”* (Ito et al., 1996:121-22).

O crescimento das operações intradiárias fez com que o volume de negócios cambiais fossem se descolando dos fluxos de comércio e dos fluxos tradicionais de capital. Tornou-se cada vez menor a proporção de operações cambiais no estilo de “compra-manutenção”, ou seja, transações nas quais o agente realiza a compra de certa moeda com o objetivo de tê-la como reserva de valor, em decorrência da sinalização de longo prazo dos seus fundamentos, ou de provisão para negócios futuros, e de operações que se remetam aos fluxos internacionais de comércio e de serviços.

Portanto, essa forma de atuar nos mercados de divisas, que prioriza os movimentos de curtíssimo prazo, pode ser entendida como uma das conseqüências, mas, simultaneamente, uma das causas da volatilidade cambial que se instalou nos mercados de moeda desde o fim de Bretton Woods: *“As cotações podem mudar 20 vezes no espaço de um minuto, no caso das principais moedas, com a taxa dólar-marco alemão mudando até*

*18 mil vezes num único dia*” (Ito e Folkerts-Landau *et al.*, 1996:122). Como tais variações de cotações são rapidamente disponibilizadas para um grande número de operadores de diversas partes do mundo, graças aos sistemas eletrônicos de distribuição de informações financeiras (*Reuters, Telerate* etc), elas podem, em determinadas circunstâncias — se representarem, por exemplo, uma frustração nas expectativas dominantes nos mercados —, disparar instantânea e abrupta reação simultânea dos aplicadores, muitas vezes feitas via sistemas automáticos de comercialização de moedas (ver Krugman e Miller, 1993). Tornam-se, assim, capazes de engendrar novas rodadas de variações das cotações, após terem sido processadas em um sistema de complexa interatividade entre os principais agentes atuantes nestes mercados, fundamentalmente os *dealers*, cujos negócios entre si representam 64% do volume total transacionado (BIS, 1996a).<sup>2</sup> Assim, um crescente número de agentes terminou por perceber a possibilidade de se poder obter bons ganhos financeiros prevendo os movimentos futuros das paridades cambiais, sem que, para isso, se necessitasse ficar muito tempo de posse de uma divisa, pois esses movimentos dar-se-iam em curtos intervalos de tempo, muitos abrangendo espaços de poucas horas ou mesmo de minutos. Nesse sentido, o próprio mercado cambial tornou-se um *locus* de valorização do capital, um espaço para operações especulativas, com as moedas transformando-se em uma classe especial de ativos financeiros e, cada vez mais, tomando parte das carteiras dos investidores internacionais.(Coutinho e Belluzzo, 1996:136).

Simultânea e gradativamente, tal autonomia das variações cambiais diante dos fundamentos macroeconômicos implicou e estimulou um caráter cada vez mais

---

<sup>2</sup> *Dealers* são os agentes que atuam no mercado de moedas (como em outros mercados monetário-financeiros) fornecendo as cotações de compra e venda, mantendo um estoque próprio de moedas em carteira para atender às solicitações de compra ou venda de moedas sempre que estas ocorrerem. Cumprem, assim, a função de *market makers* do mercado cambial. Constituem-se, basicamente, de instituições bancárias.

autocentrado dos operadores cambiais, isto é, os mercados cambiais tornaram-se crescentemente autoreferenciais, de tal forma que os prognósticos cambiais dos participantes dos mercados não representam apenas antecipações das taxas futuras, como também passaram a ser determinantes para a formação de tais taxas (Harvey e Quinn, 1997: 616). Isto pode ser claramente observado por meio das mudanças nos instrumentos e estratégias de construção de prognósticos cambiais utilizados pelos operadores atuantes nestes mercados. Os modelos apoiados sobre avaliações dos *fundamentos* foram perdendo importância na montagem de modelos de previsão para horizontes de tempo de curto prazo. Em contrapartida, disseminaram-se os modelos de “análises técnicas”, que providenciam prognósticos de cotações a partir da análise visual do comportamento passado dos movimentos das paridades cambiais, desconsiderando os *fundamentos cambiais* da análise. Consistem-se, portanto, de tentativas de identificação de padrões comportamentais dos movimentos cambiais capazes de orientar as previsões referentes às variações de curto prazo das paridades. Uma das formas mais comuns de análise técnica é a denominada análise grafista, que consiste em expressar graficamente as cotações passadas de determinada paridade cambial com o intuito de identificar seqüências de “picos” e “vales” passíveis de repetirem-se no futuro. Portanto, tais técnicas dão um caráter eminentemente extrapolativo às expectativas cambiais.

Dados levantados anualmente pela revista britânica Euromoney, entre 1978 e 1988, junto a diversas empresas fornecedoras de serviços de prognósticos cambiais evidenciam a tendência de utilização crescente de modelos técnicos pelos operadores cambiais (Frankel e Froot, 1990). Em 1978, das vinte e duas empresas consultadas somente duas afirmaram usar somente modelos técnicos para a construção de seus prognósticos e uma disse usar tanto modelos técnicos quanto “fundamentalistas”. As demais utilizavam-se apenas de

modelos “fundamentalistas”, isto é, baseavam seus prognósticos sobre avaliações dos *fundamentos cambiais*. Todavia, em 1988, enquanto doze empresas, de uma amostra de vinte e sete, declaram usar apenas modelos técnicos, apenas uma afirmou lastrear seus vaticínios unicamente sobre modelos “fundamentalistas”. Dados apresentados por Taylor e Allen (1992) reforçam a importância que modelos de análise técnica passaram a ter para os agentes atuantes nos mercados de divisas. Conforme pesquisa realizada, em novembro de 1988, pelos autores junto a 213 instituições operantes em Londres, 90% delas utilizavam-se de algum tipo de análise técnica para a formulação de suas expectativas cambiais referentes a períodos de curto prazo. Ainda segundo estes autores, algumas respostas fornecidas pelas instituições pesquisadas fornecem evidências de que o uso disseminado de análises técnicas pelos operadores cambiais fomentam fenômenos de “efeito manada” (Taylor e Allen, 1992: 110).

### **3. Volume de Operações**

No início da década de oitenta, o volume diário de transações nos mercados cambiais estava em torno de US\$ 100 bilhões (Grabbe, 1996: 27). Mas foi apenas a partir de 1989, quando o *Bank International Settlements* (BIS), em conjunto com diversos bancos centrais<sup>3</sup>, começou a estimá-lo sistematicamente, que se passou a dispor de dados mais confiáveis sobre a evolução deste mercado.

Os dados levantados pelo BIS mostram que entre 1989, primeiro ano pesquisado, e 1998, verificou-se um crescimento de 156% no valor das transações cambiais diárias.

---

<sup>3</sup> Em 1995, a pesquisa cobriu 26 países: África do Sul, Alemanha, Austrália, Áustria, Barein, Bélgica, Canadá, Cingapura, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Hong Kong, Irlanda, Itália, Japão, Luxemburgo, Noruega, Nova Zelândia, Portugal, Reino Unido, Suécia, Suíça. No último levantamento do BIS, feito em abril de 1998, incorporaram-se mais 17 países: Argentina, Brasil, Chile, China, Coreia do Sul, Hungria, Índia, Indonésia, Malásia, México, Filipinas, Polónia, República Checa, Rússia, Arábia Saudita, Taiwan e Tailândia. Juntos, os negócios cambiais destes 17 países totalizaram US\$ 42,1 bilhões.

Apenas de 1992 a 1995, o mercado global de moedas cresceu 45%, ou seja, cerca de 13% ao ano em média. Entre 1995 e 1998, em parte devido à maior confiança do mercado no sucesso do lançamento da moeda única Européia, em parte decorrente da crise asiática no segundo semestre de 1997, ocorreu uma desaceleração, com o volume de negócios cambiais crescendo “apenas” 26% no período. Ainda assim, o valor monetário das transações no mercado internacional de câmbio continua a impressionar e garantir-lhe o título de “o mais ativo dos mercados financeiros” (Froot e Thaler, 1990). No último levantamento coordenado pelo BIS, o giro médio diário estimado de negócios com trocas de divisas no mercado global alcançou o valor líquido, isto é, já descontada a dupla contagem, de US\$ 1,59 trilhão. Embora esses índices de expansão dos anos 90 sejam inferiores às estimativas de crescimento para a década de 80,<sup>4</sup> eles ainda são bastante superiores, por exemplo, às taxas de crescimento do comércio internacional.<sup>5</sup>

**Tabela 1**  
Giro Médio Diário Líquido Estimado do Mercado de Moedas

em US\$ bilhões				
TRANSAÇÕES	ABRIL/1989	ABRIL/1992	ABRIL/1995	ABRIL/1998
À vista	350	400	520	590
A Termo e swaps	240	420	670	900
Futuros e opções	30	60	45	97
Total	620	880	1235	1587

Fontes: BIS(1996a) e BIS (1998).

A evolução do mercado internacional de câmbio nas últimas duas décadas fez com que ele se transformasse, de fato, em um *mercado global descentralizado* — isto é, no qual não interfere nenhuma instituição central, ajustando e organizando as operações. Atualmente, ele funciona ininterruptamente, 24 horas por dia, com os operadores e

<sup>4</sup> Canuto & Laplane indicam que a taxa média de crescimento dos negócios cambiais, na década de 80, foi de 30% a. a.

<sup>5</sup> Em 1995, p. ex., o valor anual das trocas internacionais de bens e serviços alcançou a cifra de US\$ 4,3 trilhões, isto é, o equivalente, aproximadamente, apenas a 3 dias e meio de negócios no mercado cambial global na época.



negociadores de moedas *seguindo o sol pelo globo*, graças aos avanços das telecomunicações e da informática, redutores dos custos e do tempo das transações financeiras internacionais. Tendo como base o horário dado pelo GMT (*Greenwich Mean Time*), a semana de negócios em tal mercado começa às 22h30min do sábado, com a abertura das operações cambiais nas praças de Tóquio e de Sidney (Austrália), e termina às 22h30min da sexta-feira, com o fechamento das operações dos mercados da Costa Oeste dos Estados Unidos. Enquanto se mantém aberta a semana de negócios, contínuos fluxos de capitais cruzam, através das redes de telecomunicação, as fronteiras de diferentes países, buscando sempre atuar nos mercados cambiais em funcionamento, guiados pela dispersão instantânea de informações referentes às cotações.

#### **4. Sistemas de Corretagem Eletrônica (*Electronics Brokers*)**

Apesar de restringir-se, por enquanto, aos negócios à vista e envolverem tão-somente as paridades cambiais mais transacionadas, a introdução de sistemas eletrônicos de corretagem de divisas (*electronics brokers*) constitui uma das principais inovações ocorridas em mercados cambiais, nos últimos anos. Através deles, os agentes podem verificar as cotações de compra e venda das principais moedas e as quantidades ofertadas e demandadas a estes preços, bem como efetivar as transações cambiais à paridade vigente no momento, por meio de terminais de computadores conectados ao sistema eletrônico de corretagem. Para acessá-los, os *operadores cambiais* dispõem de senhas e pagam por transações efetuadas — no *Electronic Broking Service* (EBS), sistema patrocinado pelo Citibank, p. ex., cada transação custa US\$ 25,00, independente do seu valor. Em Londres atuam dois sistemas eletrônicos de corretagem de moedas — *EBS* e *Reuters Dealing 2000-*

---

*I*, os quais foram responsáveis por cerca de 11% dos negócios, em abril de 1998 (Bank of England, 1998). Em Nova Iorque, 13% dos negócios de câmbio e 32% das operações à vista foram realizados através destes sistemas, em abril de 1998 (*FRBNY*, 1998).

A introdução e a disseminação de sistemas de corretagem eletrônicas são mais um dos elementos a intensificar a integração dos diversos mercados cambiais nacionais e a ampliar aos agentes os canais de acesso aos mercados internacionais. Esses sistemas permitem que o mercado de câmbio no qual eles se localizam possa ser acessado por agentes de diferentes partes do mundo, em tempo real e a reduzidos custos. Assim, p. ex., agentes fora de Londres, sejam bancos tailandeses, sejam fundos de pensão brasileiros, podem efetivar transações cambiais no interior do mercado cambial londrino, desde que estejam conectados a um dos sistemas de corretagem eletrônica nele existente.

Uma das conseqüências desses sistemas eletrônicos de cotação é a maior disponibilidade de informações para os agentes dispostos a realizarem operações cambiais. Graças a eles, os compradores finais de moedas conseguem perceber mais fácil e rapidamente a situação do mercado e, portanto, realizar seus negócios em melhores condições. Permitem também que pequenos operadores, sejam bancos ou outras instituições financeiras não-bancárias, possam negociar diretamente entre si, sem a intermediação de corretoras tradicionais ou de grandes bancos (*Euromoney*, 07/96:155).

De fato, os sistemas de corretagem eletrônica vêm sendo usados principalmente pelos operadores de menor porte, fazendo com que neles predominem transações de valor relativamente pequeno. Porém, nos últimos anos, grandes bancos de investimento — JP Morgan, Merrill Lynch — também começaram a servir-se desses sistemas para efetuarem seus negócios com divisas, pois, em períodos de normalidade, tais sistemas já são capazes

de realizar operações de até US\$ 200 milhões. Não obstante, em períodos de apreensão e de incerteza, nos quais os movimentos especulativos dominam de maneira mais intensa o mercado de câmbio, esses sistemas perdem, de forma abrupta, liquidez, a ponto de o sistema ter que parar de operar, e os negócios precisarem ser deslocados para o interbancário.

A possibilidade de os pequenos e médios agentes, em especial bancos com atuação regional, conseguirem negociar com divisas sem precisarem, em simultâneo, fornecer cotações de compra-venda — isto é, tornarem-se agentes *price takers* dentro do mercado de divisas —, juntamente com o maior acesso a informações que os sistemas eletrônicos de comercialização eletrônica de divisas lhes proporcionam, vem tendo suas conseqüências sobre a rotina do mercado cambial. Os *market makers* queixam-se de que a introdução dos sistemas de corretagem eletrônica provocou redução das comissões, dos *spreads* de compra-venda e, conseqüentemente, das taxas de lucros originadas das atividades e serviços realizados nos mercados de moedas. No mesmo sentido, um número cada vez menor de instituições, em sua maioria os grandes bancos globais, tornou-se responsável pelos serviços de cotação de moedas e de operacionalização de transações com montantes mais significativos, em razão de bancos e outras instituições de menor porte deixarem de fornecer rotineiramente cotações de divisas ao mercado.

Essa concentração das funções de fornecimento das cotações cambiais pode não ser muito benéfica à estabilidade do mercado de divisas. Afinal, apesar dos crescentes volumes de recursos a circularem neste mercado, é possível a ocorrência de uma queda na liquidez dos mesmos, em especial no segmento interbancário, uma vez que se reduziu o número de agentes atuando, de forma rotineira, como *market makers*, em virtude da introdução dos

sistemas de corretagem eletrônica. Nas palavras do chefe do setor de câmbio de um grande banco internacional, a “*corretagem eletrônica tem removido os operadores menores do mercado, que atuavam como lubrificantes do mercado de câmbio. Isso significa que os grandes bancos tornaram-se mais capazes de mover o mercado*” (Euromoney, 07/96:155). Agora, os agentes de menor porte apenas “tomam liquidez” do mercado, mas não a providenciam. Isso pode também significar a redução da capacidade dos mercados cambiais absorverem choques exógenos ou vieses de interpretação quanto às condições objetivas da economia, em virtude da concentração dos negócios nas mãos de poucos bancos.

É difícil, por enquanto, ter uma posição definida em relação às conseqüências efetivas desses sistemas para as condições de formação de movimentos especulativos em mercados de câmbio. Todavia, por reduzirem as possibilidades de ganhos com a execução de negócios cambiais tidos como tradicionais — serviços de compra e venda à vista de moedas —, nos mercados mais desenvolvidos, existem indícios de que os sistemas de corretagem eletrônica têm impelido os grandes operadores privados de divisas a não apenas atuarem de forma mais agressiva na oferta de outros “serviços” cambiais, como também a darem mais atenção aos mercados cambiais dos países considerados *emergentes*. Isso pode significar tanto maior disposição para atividades especulativas, quanto maiores questionamentos sobre os “corretos” valores relativos das moedas destes países.

## **5. Internacionalização dos Mercados Cambiais**

Além da expansão do volume de recursos monetários que circulam nos mercados cambiais, observa-se também o crescente entrelaçamento e internacionalização dos vários mercados nacionais, formando o que se pode chamar, nos termos de Romo (1997:871), de um mercado global que transcende às restrições de cada mercado nacional. Conforme o BIS

(1998), 54% das transações cambiais, realizadas em abril de 1998, referiram-se a transações interfronteiras, i. e., envolviam agentes de países distintos. Em 1992, tal índice era de 49%. Outro número a expressar o crescimento desta internacionalização é o referente à participação das moedas domésticas sobre as transações cambiais totais de cada país. Enquanto em abril de 1992 47% das transações envolviam a respectiva moeda nacional, em abril de 1995 este número caiu para 44% (BIS, 1996b).

Tanto o crescimento de recursos quanto a internacionalização verificada no mercado cambial mundial, nos últimos anos, espelham a desregulamentação e a abertura externa (liberalização) dos diversos mercados financeiros nacionais<sup>6</sup> — acionário, de títulos privados, de títulos públicos (Goldstein *et al.*, 1993 e Burnham, 1991). O desenvolvimento de novos instrumentos financeiros e de técnicas de comercialização e de administração dos riscos e retornos envolvidos em cada ativo também corroboram para esse crescimento ao permitirem aos agentes dispostos a empreenderem transações interfronteiras e baixos custos de transação, monitoração e proteção (Garber, 1998). Com eles, os administradores de carteiras e os investidores institucionais sentem-se estimulados a diversificar cada vez mais suas aplicações em direção a ativos estrangeiros (Frankel e Rose, 1996).

Embora não se possa estabelecer ainda uma relação segura de causa-efeito, estudos apontam para a existência de correlação positiva entre a volatilidade cambial e o volume de recursos transacionados nos mercados de moedas.<sup>7</sup> Entre outras evidências nesse sentido, nota-se que os momentos do dia nos quais diferentes mercados nacionais de câmbio operam

---

<sup>6</sup> A “explosão nos volumes de transações cambiais foi a contraface da operação do sistema financeiro global permitido pela liberalização” (Canuto & Laplane, 1995:31). Porém, a expansão dos negócios cambiais está também ligada à redução do horizonte de “aplicação do capital” nestes mercados, fruto da sua transformação em *locus* de valorização de riqueza, por meio da exploração da volatilidade diária das paridades.

<sup>7</sup> Frankel e Froot (1990), Ito (1990), Frankel (1993), Jorion (1996) e Hsieh e Kleidon (1996) encontraram correlação positiva entre o volume de transações no mercado cambial e a volatilidade da taxa de câmbio. Parece também, conforme mostram estas análises, que o crescimento do número de agentes operando nos mercados cambiais é acompanhado de aumento no grau de heterogeneidade das expectativas.

simultaneamente são aqueles em que, de maneira geral, apresentam-se as oscilações mais fortes nos valores relativos entre as moedas. Há a possibilidade de isso indicar momentos nos quais, pelo fato de os mercados de moedas apresentarem-se mais “internacionalizados”, os agentes estrangeiros ingressantes no mercado procurem efetivar o maior número possível de transações, com o intuito de melhor *perceberem* o mercado e, com isso, eliminarem eventuais desvantagens informacionais que tenham em relação aos agentes domésticos. Assim, a internacionalização dos mercados de divisas demanda mecanismos mais eficientes de disseminação e avaliação de informações tanto ao nível macro quanto microeconômico, a fim de se evitar excessiva volatilidade cambial e abruptos movimentos dos mercados originados da manifestação de “ruídos informacionais”. Enquanto tais mecanismos não existirem, e nada garante a priori que um dia existirão, estes mercados estarão sujeitos a fenômenos de comportamentos de manada e de contágio especulativo.

## 6. Derivativos

A expansão dos mercados de divisas também é explicada pela introdução e ampliação, desde o início da década de 80 (ver Shastri *et al.*, 1996), das várias formas de derivativos cambiais — futuros, opções, *swaps* e *forwards*. Introduzidos, no fim da década de 70 e início da de 80, com o objetivo inicial de atender à demanda por instrumentos de proteção frente à incessante variabilidade das taxas de câmbio e, portanto, de facilitadores da administração de carteiras pluri-monetárias, logo os derivativos passaram a ser utilizados como instrumentos para o exercício de especulação com divisas.<sup>8</sup> Não é exagero afirmar que eles constituem-se na mais significativa inovação do mercado de moedas nos últimos

---

<sup>8</sup> Fieleke (1981:37-38), por meio da análise das posições em divisas de bancos e empresas americanas, no ano de 1980, conclui que desde suas primeiras formas os derivativos cambiais foram usados mais como meio adicional de investimento em moeda externa do que como mecanismo de proteção.

anos (Goldstein *et al.*, 1993:4). No ano de 1989, as operações com derivativos respondiam por 45% dos negócios diários; em 1998, passaram a representar 60% (BIS, 1998).

A inversão de posição entre mercado à vista e mercados de derivativos implica e reflete importantes alterações na própria dinâmica do mercado cambial. Com os derivativos, os agentes propensos a assumirem posições especulativas contra uma moeda necessitam dispor de muito menos recursos próprios, devido aos altos graus de *alavancagem* — efetivação de aplicações financeiras com baixo grau de comprometimento *ex ante* de capital próprio, isto é, opera-se no mercado com alto grau de recursos tomados em empréstimo — que os derivativos permitem. Isso, potencialmente, torna a presença dos agentes com menor aversão a riscos mais significativa na definição da dinâmica dos mercados. No limite, tais agentes são capazes de pressionar o mercado na direção favorável às suas expectativas, sem necessitarem despender significantes quantias de recursos próprios. O custo *ex ante* das *apostas* fica menor, tornando movimentos especulativos contra determinadas moedas mais atrativos, mesmo que não sustentados em desequilíbrios graves nos *fundamentos* cambiais, mas no objetivo de “testar” a capacidade e a determinação do governo em defender a política cambial vigente.

Entre os mercados de derivativos de moedas, o que vem apresentado maior dinamismo é o de *swaps* de moedas e de taxa de câmbio — 85% dos negócios com derivativos cambiais, em abril de 1995 (BIS, 1996a).<sup>9</sup> Por prestarem serviços com *futuros* de moedas, os bancos são os grandes usuários de *swaps* cambiais. Quando vendem um contrato de futuro ou de opções para um cliente — seja um investidor institucional, fundo

---

<sup>9</sup> A **operação de *swap* cambial** caracteriza-se pelo estabelecimento de um contrato de trocas de moedas (ou taxas de câmbio), em quantia e data específicas, com acordo de ser revertida, na mesma quantidade e com taxa de câmbio previamente determinada, em data futura, definida pelos agentes contratantes da operação

de *hedge*, ou tesouraria de corporações industriais ou comerciais<sup>10</sup>—, eles procuram realizar, em simultâneo, a compra de *swaps* nas moedas e nos valores envolvidos no contrato futuro realizado com o cliente, a fim de não carregarem posições descobertas no mercado de câmbio (ver Goodhart, 1988; Kregel, 1994).<sup>11</sup>

A expansão dos negócios de *swaps* cambiais reflete “*a crescente sofisticação na administração da liquidez e do risco moeda por parte dos investidores*” (BIS, 1996a:19), acompanhada da desregulamentação e da abertura dos mercados financeiros nacionais. Como as operações de *swaps* necessitam de mercados altamente líquidos, os negócios com esta forma de derivativos estão, cada vez mais, concentrando-se nas grandes praças financeiras — entre abril de 1992 e abril de 1995, o giro médio diário de *swaps* de taxa de câmbio cresceu 99% no Reino Unido (BIS, 1995). Uma das possíveis conseqüências disso é a imposição de maiores dificuldades para os bancos centrais monitorarem as posições e as expectativas privadas referentes à paridade de sua moeda com alguma das moedas “fortes” dos sistemas monetários internacionais (ver Garber, 1998).

## **7. Market Makers**

Embora ainda predominem, com 63% das transações totais com moedas sendo feita entre eles, os *market makers* viram sua participação diminuir seis pontos percentuais de 1992 a 1998. Apesar disto, os bancos com atuação global são ainda os agentes dominantes no total das operações com divisas, o que se explica pelo fato de que, entre eles verifica-se intensa concentração dos negócios com câmbio, em diversos espaços nacionais. Estimativas realizadas em 1996 apontaram que 80% do volume diário de transações cambiais — US\$

---

<sup>10</sup> Levantamento feito, em 1995, pela *Greenwich Associates*, empresa inglesa de consultoria e pesquisa, indicou que 55% das grandes empresas européias já tinham feito uso, até aquele ano, de alguma forma de instrumentos de opções cambiais.

<sup>11</sup> Estima-se que cada transação cambial de um banco com um cliente não-bancário redunde de quatro a cinco operações no interbancário (Goldstein *et al.*, 1993:5), contribuindo, assim, para inflar o volume de negócios no interior dos mercados de câmbio.



1,4 trilhão — concentravam-se nas mãos de vinte dos principais “jogadores”, isto é, dos mega-bancos globais (*Euromoney*, 05/96:67). Os dez bancos mais ativos a operarem no mercado cambial londrino, em 1998, foram responsáveis por 50% das transações, um crescimento de seis pontos percentuais em relação a 1995 (Bank of England, 1998). Mercados como o de Nova Iorque e o de Tóquio mostram-se do mesmo modo cada vez mais concentrados. Em ambos, os dez mais ativos bancos em negócios cambiais ampliaram sua participação, entre 1992 e 1998, de 41 para 51% (FRBNY, 1998) e de 44 para 64% (Bank of Japan, 1998), respectivamente.

A expansão e internacionalização, bem como a sofisticação e a complexificação dos mercados cambiais, nos últimos anos, podem ser possíveis explicações para o fenômeno da concentração dos negócios com divisas. Com elas, os agentes dispostos a operarem em mercados de câmbio procuram parceiros capazes de lhes proverem, em um único “pacote”, ampla gama de serviços bancários e possibilidades de negócios cambiais. Outro fator a reforçar tal concentração origina-se de particularidades envolvidas com os fundos de pensão, que vêm ampliando, em anos recentes, sua participação nas transações cambiais. Como muitos desses fundos são obrigados, por normas estabelecidas em seus estatutos, a operarem apenas com bancos tradicionais e bem avaliados pelo mercado; em termos práticos, os que recebam as notas máximas (os tradicionais triplos A) das agências de classificação e avaliação de risco e solidez financeira, portanto, em sua maioria, com os grandes bancos que operam, internacionalmente, nos mercados de moedas.<sup>12</sup>

Com tal concentração, limita-se o número de agentes relevantes para a definição das condições do mercado que filtram as eventuais novas informações ou eventos que de

---

<sup>12</sup> Nos EUA, p. ex., de 1992 a 1995, entre os vinte maiores *market makers*, o grupo dos bancos que ascenderam posições apresentou uma taxa média de avaliação de risco superior àquele grupo de bancos que as perderam, isto é, os bancos em média melhor avaliados pelas agências de *rating* tendem a conquistar maior número de clientes (*FRBNY*, 1995:7).

alguma forma relacionam-se com o mercado de divisas. Diminui-se, assim, a capacidade do mercado, pela própria dispersão e diversidade de interpretações sobre tais informações ou eventos, diluir os potenciais impactos destes sobre as paridades cambiais concernentes. Por outro lado, não se pode descartar a possibilidade de essa concentração dos negócios de câmbio nas mãos de poucos agentes estabelecer novos parâmetros para a intervenção dos bancos centrais nos mercados de câmbio.<sup>13</sup> Afinal, os bancos centrais podem, até certo limite, através de “persuasão moral” convencer os principais bancos a assumirem determinadas posições nos mercados de moedas.

## 8. Novos Agentes

Embora os bancos globais sejam os principais agentes a operar, atualmente, nos mercados cambiais, grande parte dos recursos que transitam nestes mercados não pertencem, de fato, aos bancos, mas sim aos seus clientes: instituições não-financeiras (empresas comerciais e industriais); instituições financeiras não-bancárias, em especial os denominados investidores institucionais, com “horizonte global” de aplicação da riqueza. Estes investidores (fundos de pensão, fundos mútuos de investimento e companhias de seguro<sup>14</sup>) pela significativo e crescente volume de recursos que administram, representam um dos aspectos mais destacados nas análises sobre os mercados financeiros internacionais. Outros clientes importantes dos serviços e produtos cambiais ofertados pelos bancos são as tesourarias de grandes corporações, os fundos de *hedge*, etc.<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> Quanto à discussão dos efeitos da intervenção dos bancos centrais sobre o comportamento das taxas de câmbio, sugere-se Humpage (1996) e Dominguez (1998).

<sup>14</sup> Os fundos de pensão americanos, japoneses e britânicos mantinham, em 1993, o montante de 5,4 trilhões de dólares em ativos financeiros (Mekkaoui, 1997:39). Fischer & Reisen (1994:9) estimam que, no ano 2000, fundos de pensão dos países da OCDE administrarão mais de 12 trilhões de dólares. Por sua vez, o Fundo Monetário Internacional estimou que em 1994 os fundos de pensão, as companhias seguradoras e os fundos mútuos dos países da OECD administravam, no total, uma riqueza de US\$ 20 trilhões (Folkerts-Landau *et al.*, 1997:33).

<sup>15</sup> Sobre as características dos fundos de *hedge* e de suas operações, ver Goldstein & Folkerts-Landau, 1994:6 a 9.

Muitas mudanças e definições do comportamento dos mercados passaram a originar-se das decisões estratégicas tomadas por esses investidores quanto à composição de suas carteiras, com os bancos apenas agindo a reboque, amortecendo-as ou intensificando-as. Isso significa uma mudança em relação ao passado, quando os próprios bancos, em certos casos agindo isoladamente, conseguiam impor a dinâmica nos movimentos cambiais. Nas palavras de um banqueiro do Sumitomo Bank, “*dez anos atrás, um dealer podia mover o mercado; agora são os fundos de hedge e fundos de pensão que estabelecem os passos (do mercado cambial)*” (*Euromoney*, 05/97:64).

Alguns dos investidores institucionais e, principalmente, os administradores de fundos mútuos ou de *hedge* não operam nos mercados de moedas, à vista ou de derivativos, apenas como a contraparte das compras e vendas de ativos financeiros estrangeiros. Eles consideram o próprio mercado cambial uma alternativa de investimentos e de ampliação da riqueza monetária, tratando as moedas como uma forma particular de ativo financeiro.

Por outro lado, existem fundos voltados de maneira exclusiva para os mercados cambiais. Adotam uma postura puramente especulativa ao assumirem posições cambiais, em especial via derivativos, com elevadas taxas de *alavancagem*<sup>16</sup>. Com isso, visam auferir ganhos decorrentes da volatilidade das taxas de câmbio, tentando prognosticar a direção das futuras flutuações dos valores relativos entre as divisas. Ironicamente denominados de fundos de *hedge*, muitos deles de fato representam alternativas de aplicação que, embora prometam elevados ganhos, carregam altos riscos, atraindo assim somente aplicadores dispostos a assumí-los e que, possuindo grande monta de recursos, empregam um margem destes em investimentos com presumida alta taxa de rentabilidade.

---

<sup>16</sup> Segundo avaliação do FMI, em 1997, os agentes de conotação eminentemente especulativa detinham mais de US\$ 100 bilhões em ativos e conseguiam realizar aplicações “alavancando” de cinco a dez vezes o valor de seus ativos (Folkerts-Landau *et al.*, 1997:33).

Os grandes bancos globais afirmam ser importante para eles intermediarem as operações desses novos agentes, mesmo que elas, por si só, não sejam muito lucrativas, em termos de *spreads* ou comissões recebidos. Declaram os administradores dos negócios cambiais dos grandes bancos que se relacionar com os investidores institucionais e fundos de moedas significa dispor do acesso a importantes fluxos de informações (não livres a todos os participantes), necessários para as tentativas de compreensão dos movimentos presentes e de estimação das tendências futuras do mercado. Nas palavras do responsável pelas transações cambiais do Citibank, em Londres,

*“É muito importante para nós observarmos os fluxos (cambiais). É comum serem os bancos que tomam as grandes posições, mas, com o intuito de compreender o mercado hoje, você precisa saber para onde o dinheiro dos investidores institucionais está indo e quais serão os efeitos disso no médio prazo. Isso permite-nos tomar posições de troca mais agressivas” (Euromoney, 01/94:49).*

O diretor dos negócios cambiais do Swiss Bank confirma: *“A informação dos fluxos de negócios (de câmbio) é imperativa”* (Idem). Desta forma, as expectativas, o comportamento e as ações destes investidores são importantes não apenas pelos seus efeitos diretos sobre a demanda cambial e, por conseguinte, sobre as paridades cambiais, mas também pelos impactos que têm sobre as avaliações dos principais operadores com divisas, isto é, os grandes bancos internacionais.

## **9. Considerações Finais**

De maneira geral, as diversas transformações e características micro-estruturais do mercado internacional de divisas sublinhadas neste artigo convergem para o reconhecimento de que tal mercado tem, nos últimos anos, tornado-se potencialmente mais

propenso a surtos especulativos e, por conseguinte, a desencadeamento de crises cambiais. Cabe tentar montar um sistema institucional que se contraponha a tal tendência e garanta horizontes mais estáveis aos operadores cambiais. Este é um dos desafios para aqueles que discutem a construção de um novo sistema monetário internacional.

### Referências Bibliográficas

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1998). *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 1998: Preliminary Global Data*. Basileia.
- \_\_\_\_\_. (1997). *67 th Annual Report*. Basileia.
- \_\_\_\_\_. (1996a). *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*. Monetary and Economic Department. Basileia.
- \_\_\_\_\_. (1996b). *67 th Annual Report*. Basileia.
- BANK OF ENGLAND (1998). *The UK Foreign Exchange and Over-the-Counter Derivatives Markets in April 1998*. Londres.
- BANK OF JAPAN (1998). *Foreign Exchange and Derivatives Markets Turnover Survey (April 1998)*. Tóquio.
- BURNHAM, James B. (1991). Current structure and recent developments in foreign exchange markets. In: S. J. KHOURY (ed.), *Recent Developments in International Banking and Finance*. North Holland: Elsevier.
- COUTINHO, Luciano G. & BELLUZZO, Luiz G. de Mello (1996). “Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas”. *Economia e Sociedade*, n. 7, dez., pp. 129-154.
- DOMINGUEZ, Kathryn M. (1998). “Central bank intervention and exchange rate volatility”. *Journal of International Money and Finance*. v. 17, n. 1, pp. 161-190.
- EUROMONEY (1998). “A tough race gets tougher”. Maio, pp. 53-69.
- \_\_\_\_\_. (1997). “Taken aback by a leap forward”. Maio, pp. 61-76.
- \_\_\_\_\_. (1996). “When is a market like treacle? “. Julho, pp. 155-56.
- \_\_\_\_\_. (1996). “A close Chase”. Maio, pp. 60-70.
- \_\_\_\_\_. (1994). “Follow those funds – see the flows”. Janeiro, pp. 49-54.
- EUROMONEY RESEARCH GUIDES. Vários números.
- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (1995). *April 1995 survey of foreign exchange market activity in the United States*. Outubro, n.1, versão revisada. Nova Iorque.
- FIELEKE, Norman S. (1981). “Foreign-currency positioning by U. S. firms: some new evidence. *Review of Economics and Statistics*, v. 63, n. 1, pp. 35-42.
- FISCHER, Bernhard & REISEN, Helmut (1994). “Pension fund investment from ageing to emerging markets”. *Policy Brief*, n° 9, OECD Development Centre, Paris.
- FOLKERTS-LANDAU, David & MATHIESON, Donald J. & SCHINASI, Garry J. (1997). *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*. World Economic and Financial Surveys, Fundo Monetário Internacional: Washington.
- \_\_\_\_\_, ITO, Takatoshi, et al. (1995). *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues*. World Economic and Financial Surveys, Fundo Monetário Internacional: Washington.
- FRANKEL, Jeffrey A. (1993). Tests of rational expectations in the forward exchange market. In: Jeffrey A. Frankel, Giampaolo Galli & Alberto Giovannini (eds), *The Microstructure of Foreign Exchange Markets*. Chicago: The University of Chicago Press.
- \_\_\_\_\_. & FROOT, Kenneth A. (1990). “Chartists, fundamentalists, and trading in the foreign exchange market”. *The American Economic Review*, v. 80, n. 2 , pp. 181-185.

- \_\_\_\_\_ & ROSE, Andrew K. (1994). "A survey of empirical research on nominal exchange rates". *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 4865, set..
- \_\_\_\_\_ & \_\_\_\_\_ (1996). "Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment". *International Finance Discussion Papers*, n. 534, Board of Governors of the Federal Reserve System, jan.
- FRIEDMAN, Milton (1953). The case for flexible exchange rates. In: M. Friedman (ed.), *Essays in Positive Economics*. Chicago: Chicago University Press.
- FROOT, Kenneth A. & THALER, Richard H. (1990). "Anomalies: foreign exchange". *Journal of Economic Perspectives*, v. 4, n. 3, pp. 179-182.
- GARBER, Peter M. (1998). "Derivatives in international capital flows". *NBER Working Papers*, n. 6625.
- GOLDSTEIN, Morris & FOLKERTS-LANDAU, David (1994). ). *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues*. World Economic and Financial Surveys, Fundo Monetário Internacional: Washington.
- \_\_\_\_\_ et al. (1993). *International Capital Markets: Part 1. Exchange Rate Management and International Capital Flows*. World Economic and Financial Surveys, Fundo Monetário Internacional: Washington
- GOODHART, Charles (1988). "The foreign exchange market: a random walk with a dragging anchor". *Economica*, v. 55, n. 220, pp. 437-460.
- GRABBE, J. Orlin (1996). *International Financial Markets*. New Jersey: Prentice-Hall.
- HARVEY, John T & QUINN, Stephen F. (1997). "Expectations and rational expectations in the foreign exchange market". *Journal of Economic Issues*, v. 31, n. 2, pp. 615-622.
- HSIEH, David A. & KLEIDON, Allan W. (1996). "Bid-ask spreads in foreign exchange markets: implications for models of asymmetric information". In: J. A. Frankel, G. Galli & A. Giovannini (eds), op. cit.
- HUMPAGE, Owen F. (1996). "Are successful interventions random events?". *Economic Commentary*, n. 1, março.
- ITO, Takatoshi (1990). "Foreign exchange rate expectations: micro survey data". *The American Economic Review*, v. 80, n. 2, pp. 434-449.
- \_\_\_\_\_, FOLKERTS-LANDAU, David et al. (1996). *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*. World Economic and Financial Surveys, Fundo Monetário Internacional: Washington.
- JORION, Philippe (1996). "Risk and turnover in the foreign exchange market". In: J. A. Frankel, G. Galli & A. Giovannini (eds), op. cit.
- KREGEL, Jean A. (1994). "Global portfolio allocation, hedging, and September 1992 in the European Monetary System". In: Paul Davidson & Jean Kregel (eds.), *Employment, Growth, and Finance: economic reality, and economic growth*. Aldershot: Edward Elgar.
- KRUGMAN, Paul & MILLER, Marcus (1993). "Why have target zone?". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 38, jun., pp. 279-314.
- MEKKAOUI, Najat El (1997). "Comportements financiers des fonds de pension dans les pays de l'OCDE". *Économie Internationale*, n. 70, pp. 35-55.
- ROMO, Hector Guillen (1997). "Globalización financiera y riesgo sistémico". *Comercio Exterior*, v. 47, n. 11, nov., pp. 870-880.
- SHASTRI, Kuldeep, SULTAN, Jahangir & TANDON, Kishore (1996). "The impact of the listing of options in the foreign exchange market". *Journal of International Money and Finance*, v. 15, n. 1, pp. 37-64.
- TAYLOR, Mark P. & ALLEN, Helen (1992). "The use of technical analysis in the foreign exchange market". *Journal of International Money and Finance*, v. 11, pp. 304-314.