

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O MERCADO DE CÂMBIO BRASILEIRO: UMA ABORDAGEM OPERACIONAL,
E ANÁLISE DA POLÍTICA CAMBIAL RECENTE COMO INSTRUMENTO DE
POLÍTICA ECONÔMICA

“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.”

Guilherme Arizio Schuch

Nº de matrícula 9724128-8

Orientador: Luís Roberto Cunha

Junho de 1999

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

ÍNDICE:

I. INTRODUÇÃO	6
II. DINÂMICA DO MERCADO DE CÂMBIO BRASILEIRO	10
II.1 MERCADO DE CÂMBIO SACADO.....	11
II.2. MERCADO DE CÂMBIO MANUAL.....	12
II.3. MERCADO DE CÂMBIO PARALELO	12
II.4. MERCADO DE CÂMBIO OFICIAL	13
II.5. MERCADO DE CÂMBIO PRIMÁRIO	15
II.6. MERCADO DE CÂMBIO INTERBANCÁRIO	15
II.7. POSIÇÃO DE CÂMBIO	16
II.8. TIPOS DE OPERAÇÕES REALIZADAS NO MERCADO DE CÂMBIO PELOS BANCOS	19
II.8.1. OPERAÇÕES PRONTAS	20
II.8.2. OPERAÇÕES FUTURAS	21
II.8.3. BARRIGA DE ALUGUEL	22
II.9. CONTROLE CAMBIAL	26
II.9.1. Conselho Monetário Nacional.....	27
II.9.2. Banco Central do Brasil (BACEN).....	28
II.9.3. Secretaria de Comércio Exterior (SECEX).....	29
II.9.4. Secretaria da Receita Federal (SRF).....	31
II.9.5. Banco do Brasil	31
III. FUNDAMENTOS MACROECONÔMICOS	33
III.1. TAXA NOMINAL DE CÂMBIO.....	33
III.2. FORMAÇÃO TEÓRICA DA TAXA CAMBIAL	34
III.3 A TAXA REAL DE CÂMBIO.....	37

III.4	BALANÇO DE PAGAMENTOS.....	38
III.5	ESTRUTURA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS	41
III.6	REGIMES CAMBIAIS.....	46
IV.	CONTROLE CAMBIAL BRASILEIRO - EVOLUÇÃO RECENTE.....	52
IV.1	. A POLÍTICA CAMBIAL EM PERSPECTIVA	52
IV.2	. O MERCADO PARALELO E O OFICIAL.....	53
IV.3	. A CRIAÇÃO DO DÓLAR TURISMO/ A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CÂMBIO.....	54
IV.4	. A CARTA CIRCULAR Nº 5	56
V..	A POLÍTICA CAMBIAL DESDE A IMPLEMENTAÇÃO DO PLANO REAL E O MERCADO DE CÂMBIO PÓS- CRISE DO MÉXICO	58
V.1	. A POLÍTICA CAMBIAL DESDE A IMPLEMENTAÇÃO DO PLANO REAL	58
V.2	. O DILEMA BRASILEIRO	63
V.1	. A POLÍTICA CAMBIAL DESDE A IMPLEMENTAÇÃO DO PLANO REAL	58
VI.	AS CRISES MEXICANA, ASIÁTICA E OS REFLEXOS NA POLÍTICA ECONÔMICA.....	66
VI.1	A CRISE MEXICANA E SEU REFLEXO SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA.....	66
VI.2	. O CENÁRIO CAMBIAL PÓS CRISE MEXICANA	71
VI.3	CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL E A CRISE ASIÁTICA	73
VI.4	. A RESPOSTA BRASILEIRA DIANTE DA CRISE INTERNACIONAL.....	76
VI.5	. A CRISE RUSSA	78
VI.6	. REFLEXOS DA CRISE NO BRASIL	79
VI.7	. O ACORDO COM O FMI.....	80
VI.8	. MUDANÇA NO REGIME CAMBIAL.....	82
VI.9	. DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL E INFLAÇÃO	86
VI.10	. DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL E EXPORTAÇÕES LÍQUIDAS	89
VII	CONCLUSÃO	91
VIII.	BIBLIOGRAFIA.....	95

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1. Limite da posição vendida no mercado comercial.....	18
Tabela 2. Limite da posição vendida no mercado flutuante.....	18
Tabela 3. O balanço de pagamentos.....	44

I. INTRODUÇÃO

O fato de não serem aceitas moedas estrangeiras em pagamento das exportações, nem a moeda nacional em pagamento das importações, constitui a base do mercado onde são compradas e vendidas moedas dos diversos países, mercado esse denominado mercado de câmbio. O mercado de câmbio é, portanto, aquele que envolve a negociação de moedas estrangeiras e as pessoas interessadas em movimentar essas moedas.

O mercado cambial compreende, além dos exportadores e importadores, também bancos, corretores e outros agentes que, por qualquer motivo, tenham necessidade de transacionar com o exterior. Eventualmente, poderá abranger as chamadas autoridades monetárias (Tesouro e Bancos Centrais).

A incessante integração da economia, notadamente nesta década promoveu profundas mudanças no cenário financeiro internacional. Atualmente, a maioria esmagadora dos grandes investidores possuem seu fluxo de investimentos distribuídos pelo mundo inteiro e a interação entre os mercados é cada vez maior. Este fluxo de capitais pode estar voltado para investimentos de curtíssimo, médio e longo prazo, especulativos ou não e isto tem acarretado um grande aumento na volatilidade do

mercado financeiro. Neste cenário pode-se observar que uma crise na Ásia afeta os mercados dos Estados Unidos, Europa, América latina e, por conseguinte, o resto do mundo, basicamente devido a movimentação deste fluxo de capitais. Assim, as relações comerciais e financeiras dos diversos países passam a ser de extrema importância para uma análise mais aprofundada da economia, assim como a tomada de decisão por parte de investidores internacionais.

No Brasil a política de câmbio é atualmente um poderoso instrumento utilizado na estabilização da economia, ocorrida após a implantação do plano Real. A “âncora cambial” foi adotada como instrumento provisório de combate à inflação, servindo para dar tempo ao governo promover as reformas do Estado e, a partir daí, poder fazer uso da âncora fiscal que ajudasse no controle dos preços. No entanto, dada a morosidade com que as propostas de reformulação fiscal tramitam no Congresso Nacional, o governo tem permanecido, em linhas gerais, controlando a inflação através do câmbio e dos juros. É perfeitamente compreensível, portanto, que o mercado financeiro nacional e internacional monitore constantemente estas variáveis da economia brasileira, como uma forma de fazer inferências sobre a continuidade da estabilidade e de se ter segurança nos investimentos realizados em nossa moeda local.

Neste contexto, a política cambial de cada país é de suma relevância para definir as fronteiras operacionais entre os participantes do mercado, uma vez que uma desvalorização na taxa de câmbio pode conferir competitividade a política comercial de um país, ao incentivar suas exportações, mas em contrapartida, pode ter reflexos na sua economia doméstica, na medida que resulta em uma desvalorização da moeda local, podendo promover pressões inflacionárias. Existe uma ampla discussão entre os analistas

financeiros com relação a administração da política cambial, baseado no “trade off” entre flexibilizar ou não a taxa de câmbio. O fato é que esta política envolve todo o cenário macroeconômico de um País e tem gerado diversos movimentos especulativos no mercado financeiro internacional.

Este trabalho se propõe, portanto, a estudar o mercado de câmbio, de modo a permitir a compreensão da política cambial brasileira, de sua evolução, das variáveis macroeconômicas que a influenciam, da estrutura do mercado de câmbio, dos instrumentos existentes no mercado para viabilizar as trocas de moeda estrangeira e as relações entre o Brasil e o resto do mundo e, de posse de todos estes dados, fazer uma análise sobre a situação atual e inferir sobre os rumos da política cambial brasileira.

O trabalho é organizado da seguinte forma: o capítulo II apresenta o mercado de câmbio brasileiro, da forma em que ele é organizado hoje no Brasil, e seus órgãos controladores e determinadores. O capítulo III busca desenvolver o instrumental teórico básico para a definição apreciação - depreciação cambial, apresentando também a estrutura do balanço de pagamentos para, posteriormente, com posse desses dados, podermos relacionar essas duas importantes variáveis da economia. Esse capítulo também apresenta os tipos de regimes cambiais mais empregados hoje no mundo.

O capítulo IV analisa a política cambial brasileira no período anterior à implementação do plano Real, uma vez que este pode ser considerado um divisor de águas também no aspecto da política cambial adotada no Brasil. O capítulo V, por sua vez, apresenta a política cambial brasileira desde a implementação do plano Real. Já no capítulo VI as crises que atingiram o Brasil desde a implementação do plano Real são

abordadas à luz da política cambial adotada e seus efeitos como instrumentos de política econômica.

O capítulo VII conclui o trabalho discorrendo brevemente sobre as crises recentes que atingiram o Brasil, e comentando a consistência entre a expectativa quanto à posição do Real – baseado no acordo firmado com o FMI, uma vez que este, representa as expectativas e intenções do governo acerca da evolução da economia brasileira a curto e médio prazos- e as evidências teórica e empíricas relativas ao comportamento da economia brasileira.

II. DINÂMICA DO MERCADO DE CÂMBIO BRASILEIRO

Os elementos que participam do mercado de câmbio se dividem nos que recebem divisas e nos que produzem divisas. Os que recebem divisas, constituindo o grupo comprador são: os importadores; os compradores de serviços ou de títulos estrangeiros, os devedores de empréstimos que remetem ao exterior o principal e os juros; os que fazem transferências para o exterior, os turistas e os especuladores. Já os que produzem divisas, e portanto constituem o grupo vendedor, são: os exportadores, os vendedores de serviços a estrangeiros, os tomadores de empréstimos e de investimentos do exterior, os turistas estrangeiros, os que recebem transferências do exterior e os especuladores.

Os bancos atuarão como intermediários entre estes dois grupos, centralizando as compras e vendas de divisas. No Brasil essa intervenção bancária é obrigatória, não permitindo que as operações de câmbio sejam praticadas livremente e devendo ser conduzidas através de um estabelecimento bancário autorizado a operar em câmbio. Um banco, em suas operações de câmbio, caracteriza-se como um órgão de pagamentos internacionais, utilizando-se de suas agências e correspondentes no exterior.

Além disso, deve-se considerar a importante figura das corretoras de câmbio, que são intermediárias nas operações de câmbio, isto é, funciona como contato entre clientes e os bancos autorizados a operar em câmbio. Os corretores têm como principal função

procurar no mercado o melhor negócio com as melhores taxas e condições para seus clientes e assim viabilizar o negócio entre as partes.

Pode-se dizer que o mercado cambial brasileiro possui atualmente dois grandes segmentos: o mercado de câmbio oficial e o paralelo.

No tocante à forma como as operações de câmbio são feitas, pode-se dividir o mercado em: mercado de câmbio manual e mercado de câmbio sacado. E, em relação aos agentes envolvidos nas operações costuma-se dividir o mercado em mercado primário e mercado interbancário. Estas são as principais segmentações do mercado de câmbio e é de suma relevância entendermos separadamente cada um desses mercados, de modo a facilitar a compreensão posterior das operações de câmbio e da política cambial brasileira.

II.1 Mercado de Câmbio Sacado

O câmbio sacado é aquele que envolve direito e obrigações em moeda estrangeiras, processadas através de saques, letras de câmbio, crédito documentário, ordens de pagamentos e cheques, envolvendo todas as operações da caráter comercial e financeiro.

As operações comerciais envolvem aquelas ligadas às exportações e importações, além dos serviços correlatos (fretes, seguros, etc.). já as operações financeiras são aquelas que envolvem remessas pessoais, investimentos, empréstimos, assistência técnica, etc. Desta feita, denomina-se câmbio sacado, todas as divisas transacionadas no exterior.

II.2. Mercado de Câmbio Manual

Refere-se às operações que envolvem a compra e a venda de moedas estrangeiras em espécie, isto é, quando a troca se efetua com moedas metálicas, travellers checks ou cédulas de outros países. É também chamado de câmbio de balcão.

O câmbio manual é utilizado praticamente por viajantes que se dirigem ao exterior e que, assim, adquirem os recursos para atender às despesas pessoais fora do país, bem como por viajantes que procedem do exterior e que necessitam adquirir moeda nacional. Em muitos países essas operações são geralmente efetuadas em agências de turismo e casas bancárias, pouco ocorrendo nos bancos, onde concentram-se as chamadas operações de câmbio sacado. Estas operações estão isentas da necessidade de serem formalizadas através de contratos de câmbio e intermediadas por corretoras.

II.3. Mercado de Câmbio Paralelo

O mercado paralelo de câmbio compreende todas as operações conduzidas por meio de pessoas físicas ou jurídicas não autorizadas a operar no mercado de câmbio. Trata-se, pois, de operações ilegítimas, sem nenhum respaldo legal. Contudo, trata-se de um mercado “tolerado”, por diversos motivos, pelas autoridades monetárias, surgindo pelo fato de não existir um mercado de câmbio inteiramente livre, ou seja, existe em todos os países onde existe um controle cambial.

Muitas são as causas razões para a existência desse mercado entre as quais podemos citar; 1) a instabilidade monetária; 2) a deterioração da moeda nacional através da inflação alta fazendo com que os agentes econômicos fujam da moeda; 3) remessa clandestina de lucro; 4) as atividades ilegais, como o narcotráfico e o contrabando, são fatores adicionais que, permanentemente, forçam uma circulação de divisas via mercado paralelo; 5) operações de subfaturamento de exportações e de superfaturamento de importações que surgem quando a defasagem entre o dólar comercial e o dólar paralelo cresce e realimenta esta diferença. Neste último ítem os exportadores brasileiros podiam declarar ao governo que estavam exportando por um preço e cobrar do importador estrangeiro um preço mais alto. Ou então, declaravam exportação de uma tonelada e embarcavam mais que isso. Nesses casos eles recebiam a diferença “por fora” em moeda estrangeira e a vendiam no mercado paralelo. Obviamente quanto maior fosse o ágio, maior o incentivo a essas práticas. Os importadores brasileiros, por sua vez, declaravam que estavam importando por um preço mais alto e adquiriam mais moeda estrangeira no mercado oficial do que o necessário, vendendo, obviamente, a diferença no mercado paralelo.

II.4. Mercado de Câmbio Oficial

O Mercado de Câmbio oficial no Brasil está dividido em:

- Mercado de Câmbio de Taxas Livres (Dólar Comercial)
- Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (Dólar Flutuante)

No mercado de câmbio de taxas livres são conduzidas as operações comerciais de exportação/importação e as operações financeiras de empréstimo e investimentos externos bem como o retorno ao exterior da remuneração destas operações. Assim, como exemplo de operações realizadas neste mercado temos: transações relacionadas com exportação e importação de mercadorias, fretes e seguros, comissões de agente, empréstimos, financiamentos, amortizações, juros, lucros, royalties etc.

O Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (Dólar Flutuante) legitimou um segmento de mercado que era até então considerado ilegal, enquadrando neste mercado as operações entre instituições financeiras como definidas pelo BC. Podem operar neste mercado os bancos de todas as modalidades, corretoras, distribuidoras, sociedades de crédito financeiro e investimento, agências de turismo e meios de hospedagem. Neste mercado são conduzidas as seguintes transações: câmbio manual, serviços turísticos, heranças, doações, garantias bancárias despesas de viagem, manutenção de pessoas no exterior, tratamento de saúde, aposentadorias e pensões, cartões de crédito internacionais, aquisição de publicações etc.

Vale salientar que, devido à mudanças realizadas pela política cambial brasileira realizadas em janeiro de 1999, o mercado de câmbio passou a ter cotação única, havendo, dessa forma, a mesma cotação tanto para o mercado de câmbio comercial, quanto para o flutuante.

II.5. Mercado de Câmbio Primário

É o mercado onde são realizadas operações cambiais entre os bancos e seus clientes não-bancários.

Quando o banco, por exemplo, adquire divisas de um exportador ou as vende a um importador, essas operações são concretizadas no chamado mercado primário, via um contrato de câmbio. O contrato de câmbio visa formalizar a prestação deste serviço pelos bancos a seus clientes.

Quando este cliente for um exportador, após ter o seu negócio confirmado com o importador, o mesmo passa a ter direito a contratar a operação de câmbio com um banco. O serviço bancário será a cobrança, no exterior, de cambiais sacadas pelo exportador nacional contra o importador residente em outro país. Quando for um importador o serviço bancário prestado será o recebimento, em moeda local, com o respectivo pagamento, ao fornecedor no exterior, do valor referente à mercadoria importada.

II.6. Mercado de Câmbio Interbancário

Este segmento considera as movimentações diárias do mercado de câmbio entre bancos, sejam eles, bancos no país ou no exterior. Não consiste somente de operações financeiras com o dólar, mas, sobretudo, resultantes das operações vinculadas às exportações/ importações, que provocam entradas e saídas de moeda nos bancos, que são contabilizadas pelo BC e, evidentemente, vão influenciar o volume de recursos disponíveis no mercado financeiro.

Os bancos, entre si, compram e vendem moeda à vista ou no futuro de acordo com suas necessidades específicas. Assim, através do mercado interbancário, os bancos dispõem de liquidez para equilibrar seus ativos e passivos em moeda estrangeira. As operações desse tipo de mercado são as de arbitragem, entre bancos e entre filiais. As operações de arbitragem são realizadas entre bancos no país ou no exterior, cuja finalidade é a de efetuar a troca de uma moeda por outra, que não seja a nacional, sem, contudo, alterar a posição de câmbio das partes envolvidas. As operações entre bancos são realizadas entre instituições bancárias diferentes envolvendo a troca da moeda nacional pela estrangeira e vice e versa. As operações entre filiais são da mesma modalidade da descrita anteriormente, envolvendo, entretanto, instituições do mesmo grupo. Também são chamadas de interdepartamentais.

II.7. Posição de Câmbio

Define-se posição de câmbio como o registro que expressa a situação das compras e vendas de moedas efetuadas por um estabelecimento bancário dentro de um período. Deve-se considerar que a posição, na abertura, deverá incluir o saldo da posição (vendida ou comprado) do dia anterior.

A fim de facilitar as comparações, dado que um estabelecimento bancário pode operar com diversas divisas, converte-se as diferentes moedas em uma única de referência (no caso brasileiro o dólar americano).

A posição de câmbio é conseguida pela soma aritmética dos valores comprados e vendidos, sem levar em consideração os prazos de liquidação das operações. É de suma importância enfatizar que não se confunda a posição de câmbio com a disponibilidade de caixa em moeda estrangeira. Isto porque quando se fala em posição de câmbio estamos tratando pura e simplesmente do saldo de compras e vendas realizadas pelo banco no dia. Entretanto, tais compras e vendas podem possuir diferentes prazos de liquidação (os quais não são levados em consideração na apuração da posição de câmbio) e assim a posição não dá uma medida da disponibilidade de caixa, pois um banco pode ter posição nivelada (saldo de compras igual ao de vendas) e mesmo assim não ter disponibilidade de caixa em moeda estrangeira, dado que pode ter realizado as vendas com liquidação para dois dias e as compras com liquidação futura para 30 dias.

A verificação diária das posições dos vários bancos, pelo BC visa o controle dos estoques de reservas cambiais do País. Assim, com objetivo de manter o mercado sob controle, o BC estabelece limites diários para essas posições, tanto no câmbio comercial como no câmbio flutuante.

Limites de Venda

Para o câmbio comercial: obedeciam aos seguintes limites, em função do patrimônio líquido ajustado (PLA), do banco:

PLA	Limite
(milhões de dólares)	(milhões de dólares)
Até 25	3,750
De 25 a 50	7,500
De 50 a 100	11,250
Acima de 100	15,000

Tabela 1: Limite das posições vendidas – mercado comercial. Fonte: Banco Central do Brasil

Em janeiro de 1999 esses limites foram alterados por duas vezes, sendo que primeiro eles foram elevados em 50%, e duas semanas depois, o limite da posição vendida passou a ser o próprio patrimônio líquido ajustado de cada banco. Também esse limite passou a ser único, isto é, passou a valer para o mercado comercial e flutuante. Essas medidas foram tomadas para que os bancos pudessem ficar mais vendidos em dólar, diminuindo assim a pressão compradora e, conseqüentemente, diminuindo a pressão por desvalorização do real que, naquele momento, era muito forte, como será descrito no capítulo V.

Para o câmbio flutuante: As posições vendidas dos bancos seguiam a regra:

PLA	Limite
(milhões de dólares)	(milhões de dólares)
Até 25	1,900
De 25 a 50	3,750
De 50 a 100	5,600
Acima de 100	7,500

Tabela 2: Limite das posições vendidas – mercado flutuante. Fonte: Banco Central do Brasil.

As alterações nos limites das posições vendidas no flutuante foram as mesmas ocorridas no mercado comercial, ou seja, aumento de 50% num primeiro momento. Entretanto, quando o limite para a posição vendida passou a ser o próprio PL ajustado, esse limite serviu para o mercado comercial e para o flutuante. Ou seja a posição passou a ser única.

Limites de Compra:

Para o câmbio comercial: De acordo com a Circular BC 2.549 de 09/03/95, era de 5 milhões de dólares. O que exceder esse valor é depositado no BC e pode ser sacado a

qualquer momento, rendendo uma taxa pré-estabelecida pelo Banco Central . Nos últimos anos essa remuneração tem sido igual a zero inibindo os bancos de ficarem com excesso de posição comprada, diminuindo dessa forma a pressão para desvalorização do real. Assim essa taxa também representa um importante instrumento de política cambial, sendo utilizada de acordo com a conjuntura econômica do país. Caso não seja depositado no BC o valor excedente ao limite estabelecido, o banco faltoso pagará uma multa sobre o valor não depositado.

Para o câmbio flutuante: de acordo com a circular BC 2.548, da mesma data, foi estabelecido o limite de 2,5 milhões de dólares, com o excedente recolhido ao BC, com a mesma rentabilidade do câmbio comercial e mesmas punições.

Com a unificação do mercados flutuante e comercial o limite comprado passou a ser a soma entre os respectivos limites antes da alteração.

II.8. Tipos de Operações Realizadas no Mercado de Câmbio pelos Bancos

Como já mencionamos anteriormente, as operações de câmbio podem ser efetuadas entre os bancos e seus clientes não-bancários (empresas, particulares etc.) como também com outros bancos.

Tais operações poderão referir-se a operações “prontas” (mercado à vista), linhas (compromissadas), operações “futuras”, operações de hedging, swaps, entre outras.

As transações “interbancárias” normalmente são efetuadas por telefone, diretamente entre os bancos ou com a intervenção de corretores.

II.8.1. Operações “Prontas”

Operações “Prontas” (spot) são aquelas onde as moedas transacionadas deverão ser entregues dentro do prazo de até dois dias úteis (D+2), contados a partir da data de fechamento do negócio.

No mercado, quando se fala em mercado à vista (chamado por convenção de “pronto”) refere-se a operações com liquidação em D+2 tanto para os reais quanto para os dólares. As operações com prazos D+1 e D+0 não são comuns no mercado para compras e vendas de dólar no mercado a vista, sendo utilizadas para algumas operações estruturadas que serão explicadas mais a frente.

A instituição que estiver comprando um “pronto” com liquidação em D+2 estará recebendo os respectivos dólares nesta data em sua conta corrente num banqueiro no exterior designado pela mesma, assim como estará sendo debitado de sua reserva em um dado volume em reais pelo Banco Central. Por outro lado, a instituição vendedora autoriza uma ordem de pagamento em dólares a favor da instituição compradora e ao mesmo tempo é creditada em sua conta de reserva em reais. Ou seja, nada mais é do que uma operação essencialmente mercantil de troca de dólares por reais.

II.8.2. Operações Futuras

Operações futuras são transações cambiais contratadas no presente, a uma taxa fixada imediatamente, mas prevendo entrega das respectivas moedas em uma data futura (considera-se data futura quando o prazo for maior ou igual a D+3).

Essa modalidade de operação permite a um credor, que tenha a receber uma soma em moeda estrangeira no futuro, fixar imediatamente o valor desse pagamento em termos de sua moeda. Por outro lado, permite a um devedor, que terá de liquidar uma obrigação em moeda estrangeira no futuro, fixar imediatamente o custo dessa obrigação em termos de sua moeda.

As taxas para operações futuras normalmente apresentam-se superiores ou inferiores às taxas para operações “prontas”. Essas diferenças, acrescidas ou reduzidas das taxas, são denominadas “prêmios e “descontos”.

Se uma moeda está sendo vendida “a prêmio” no mercado futuro, isto significa que o vendedor da moeda receberá mais do que se vendesse a taxa “pronta”. No caso da moeda estar sendo vendida “com desconto”, ele receberá “menos”. Se não houver prêmio ou desconto, diz-se que a taxa futura está “ao par” com a taxa “pronta”.

II.8.3. Barriga de Aluguel

Devido a existência de limites de posição, estipulados pelo BC, criou-se a operação apelidada de “barriga de aluguel”, na qual os bancos alugam parte da posição vendida/

comprada de outros bancos, pagando/ cobrando um prêmio na operação. A cobrança do prêmio pode ser tanto na ponta de aluguel de posição vendida como na de posição comprada, de acordo com a posição que é mais atraente para o mercado no momento.

Nessa operação, um banco que queira por exemplo ficar vendido em US\$ 5,0 milhões acima do limite estipulado pelo Banco Central pode comprar uma barriga de aluguel de 5,0 milhões com outro banco que não esteja usando todo o seu limite de posição vendida ou esteja com excesso de posição comprada. Para tanto, contrata uma compra de “pronto” na data em questão (com liquidação em d+2 para dólares e reais) e, ao mesmo tempo, já acerta com o parceiro um compromisso de, no dia seguinte, contratar uma venda (chamada de volta da barriga) com liquidação na mesma data da anterior (D+1 do dia seguinte). Ou seja, o banco fica zerado na medida em que ele acertou uma compra e uma venda com liquidação no mesmo dia, mas ele deixa de ultrapassar o limite de posição vendida na segunda por um dia, já que o BC não enxerga a venda que ele irá contratar no dia seguinte. Entretanto, este banco continua com a posição acima do limite e, no dia seguinte ele terá que comprar outra barriga de aluguel ou então efetivamente fazer uma compra à vista (pronto).

A tabela na página a seguir ilustra o exemplo anterior, considerando a taxa de R\$1,70/US\$:

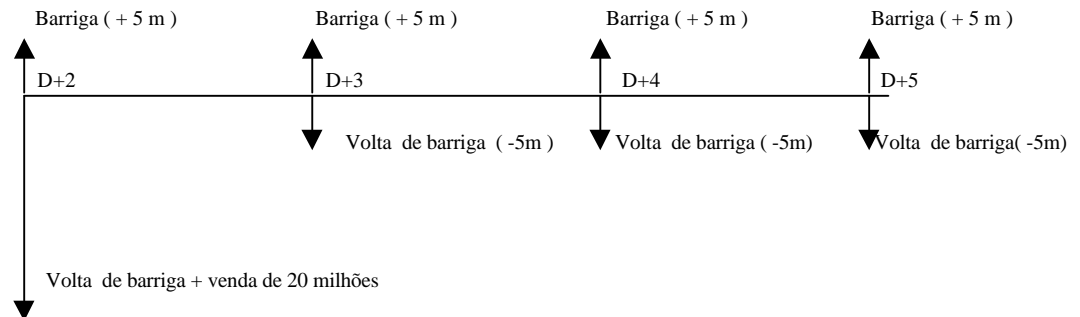
Data	D+0	D+1	D+2
Contratação	Barriga de US\$ 5,0 mm	Volta da Barriga de US\$ 5,0 mm	-

Lançamento no Sisbacen	Compra US\$ 5,0 mm Liquidação: US\$ - D+2 R\$ - D+2	Venda US\$ 5,0 mm Liquidação: US\$ - D+1 R\$ - D+1	-
Variação no Fluxo de Caixa US\$	0	0	Barriga: + 5,0 mm Volta Barriga: -5,0 mm Líquido: 0
Variação no Fluxo de Caixa R\$ (Reserva bancária)	0	0	Barriga: - 8,5 mm Volta Barriga: +8,5 mm Líquido: 0
Variação na Posição	+ US\$ 5,0 mm	- US\$ 5,0 mm	0 (Vencimento das contratações de câmbio)

Se o banco achar atraente manter essa estratégia, isto é, se ele quiser, em D+1 do quadro acima, manter sua vendida acima do limite estabelecido pelo Banco Central, ele irá, nesta data, renovar a barriga comprando mais US\$ 5 milhões, e, acordando a volta de barriga para o dia posterior. O custo/receita desta operação se dá na diferença cambial entre as taxas da operação de barriga e a de volta de barriga.

Outro tipo de operação que se faz utilizando a barriga de aluguel, é a possibilidade de se ter um fluxo de caixa positivo ou negativo sem, no entanto, exceder o limite de posição estabelecido pelo Banco Central. Se, por exemplo um banco fechar um câmbio de venda de US\$ 20 milhões em D0, com liquidação em D+2, e se o limite para posição vendida fosse de US\$ 15 milhões, ele teria que, no mesmo dia, comprar pelo menos US\$ 5 milhões, admitindo que sua posição inicial fosse igual a zero. Mas se o mesmo banco quisesse efetivamente ter um fluxo de caixa negativo por um determinado período, ele teria que comprar US\$ 5 milhões de barriga e acordar a venda de barriga no dia seguinte conforme o esquema descrito acima. O problema é que, admitindo que não haja nenhuma outra operação, em D+1, devido a volta de barriga, a posição vendida do banco novamente iria exceder o limite de US\$ 15 milhões. O banco, então, em D+1 fecha a

renovação da barriga comprando para dois dias depois os mesmos US\$ 5 milhões, e acordando o fechamento da volta de barriga para o dia seguinte com liquidação no mesmo dia da operação de barriga. Dessa forma, como podemos ver na figura abaixo, o banco terá em D0 um fluxo de caixa de dólares negativo de US\$ 20 milhões.



II.8.4. Linha

A operação denominada “Linha” é uma operação compromissada na qual os bancos captam ou aplicam seus dólares no mercado interbancário. Existem 3 modalidades de linha mais utilizadas:

Linha over; Nesta operação o banco capta ou aplica os dólares por um dia útil. Costuma-se negociar linhas over D0 ou D1. Na linha over D0 a captação/ aplicação é feita na data em que foi feita a operação (D+0) e liquida no dia útil subsequente (D+1). No caso da linha D1 o funcionamento é análogo e a captação/ aplicação é feita um dia útil depois da data em que foi feita a operação (D+1) e liquida no dia útil subsequente (D+2). A operação é feita através de dois lançamentos no Sisbacen, uma compra e uma venda, de modo a permitir o fluxo de caixa em dólares desejado e o pagamento dos juros na liquidação dos reais (nesta operação utiliza-se a capitalização a juros simples c/ dias corridos). Tomando-se como exemplo uma operação de captação de uma linha over D1

de US\$ 1 milhão, realizada numa quinta-feira, na qual D+1 é sexta-feira e D+2 é segunda-feira (3 dias corridos), com taxa de juros de 7% a.a. e taxa de câmbio de referência igual a 1 teríamos os seguintes lançamentos no Sisbacen:

C/V	Liquidação dos R\$	Liquidação dos US\$	Taxa de Câmbio	Valor em US\$	Valor em R\$
C	D+1	D+1	1,0005833	1.000.000,00	1.000.583,33
V	D+1	D+2	1,00	1.000.000,00	1.000.000,00

Pode-se observar que a taxa de câmbio é calculada utilizando-se a taxa de câmbio de referência para calcular a taxa de câmbio da outra ponta da operação (em geral, as partes decidem de comum acordo qual será a taxa de câmbio de referência através de cotações de mercado no momento da operação e se ela será usada na ponta de venda ou na de compra), pagando-se os juros na liquidação dos reais em D+1 (o comum é a liquidação dos R\$ ser em D+1, mas também costuma-se fazer esta operação com liquidação dos R\$ em D+2). No fluxo de caixa em dólar tem-se apenas a entrada do principal em D+1 e posterior saída em D+2.

Linha Longa: Esta operação é muito semelhante a linha over, tendo como única diferença o fato de se fazer a captação/aplicação por um prazo maior do que um dia útil. A liquidação dos R\$ e conseqüentemente, o pagamento dos juros costuma ser feita casada em D+1 ou em D+2 da mesma forma que na linha over, sendo que a devolução dos dólares captados só ocorrerá n dias após.

Linha Futura: Nesta operação a captação/ aplicação também é feita por um prazo maior do que um dia útil, porém utiliza-se para tal operação a combinação de uma compra/venda “pronta” com uma compra/ venda futura. Assim, tem-se um descasamento

no fluxo de caixa dos dólares e também no fluxo de caixa dos reais, embutindo-se no prêmio da compra / venda o diferencial de juros em R\$ contra juros em US\$. Uma instituição ficará com a posse dos dólares no tempo, enquanto a outra ficará com os reais. A instituição que ficar com os reais pagará um prêmio à outra instituição, uma vez que é mais vantajoso aplicar os reais no período a taxas de juros em superiores. Portanto, a base de cálculo será a diferença entre a taxa de juros em reais e a desvalorização cambial medidas em taxa mensal. Os Reais serão devolvidos em D+N-1 e os dólares em D+N. Para uma linha futura com 60 dias de financiamento ao prêmio de 1% ao mês, teríamos um prêmio de R\$ 20.000,00.

C/V	Liquidação dos R\$	Liquidação dos US\$	Taxa de Câmbio	Valor em US\$	Valor em R\$ (C/ Prêmio)
C	D+2	D+2	1,00	1.000.000,00	1.000.000,00
V	D+N-1	D+N	1,00	1.000.000,00	1.020.000,00

II.9. Controle Cambial

No Brasil o regime cambial é um controlado pelas autoridades monetárias. Sendo que o Banco Central do Brasil atua como órgão fiscalizador do sistema, controlando a entrada e saída de divisas e administrando as reservas cambiais. Os bancos comerciais podem operar na área cambial mediante autorização daquele organismo.

Vamos examinar os principais organismos controladores do câmbio e do comércio exterior em nosso País. Trataremos, também, daqueles que, embora não sejam propriamente controladores encontram-se vinculados àquelas duas áreas.

Como organismos mais representativos podemos mencionar os seguintes:

Conselho Monetário Nacional;

Banco Central do Brasil;

Secretaria de Comércio Exterior;

Secretaria da Receita Federal

Banco do Brasil;

II.9.1. Conselho Monetário Nacional

Ao Conselho Monetário Nacional, criado pela Lei nº 4.595, de 31/12/64, compete, entre outras atribuições: formular a política que objetiva regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamentos do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira; outorgar ao Banco Central do Brasil o monopólio das operações de câmbio quando ocorrer grave desequilíbrio no balanço de pagamentos ou houver sérias razões para prever a iminência de tal situação; fixar as diretrizes e normas da política cambial, inclusive compra e venda de ouro e quaisquer operações em Direitos Especiais de Saque e em moeda estrangeira; baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive swaps, fixando limites, taxas, prazos e outras condições e; regular o exercício da atividade de corretor de câmbio (Lei nº 4.728, de 14/07/65, e Lei nº 5.601, de 26/08/70).

II.9.2. Banco Central do Brasil (BACEN)

O Banco Central do Brasil é uma autarquia federal, tendo sido criado em substituição à antiga Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), pela referida Lei nº 4.595, de 31/12/64.

No que se refere a assuntos cambiais, compete ao Banco Central: efetuar o controle dos capitais estrangeiros; ser depositário das reservas oficiais de ouro, de moeda estrangeira e de Direitos Especiais de Saque e fazer com estas últimas todas e quaisquer operações previstas no Convênio Constitutivo do Fundo Monetário Internacional; conceder autorização às instituições financeiras a fim de que estas possam praticar operações de câmbio; entender-se, em nome do Governo Brasileiro, com as instituições financeiras estrangeiras e internacionais; atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial, da estabilidade relativa das taxas de câmbio e do equilíbrio no balanço de pagamentos, podendo, para esse fim, comprar e vender ouro e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior, inclusive as referentes aos Direitos Especiais de Saque e separar os mercados de câmbio financeiro e comercial e; autorizar e fiscalizar o exercício das atividades dos corretores de câmbio (Lei nº 5.601, de 26/08/70).

Antes da criação do BACEN, a troca de divisas no âmbito nacional eram realizadas através das bolsas de valores. A partir da criação do BACEN, as atividades de compra e venda de moedas estrangeiras passaram a ser realizadas por bancos autorizados a operarem no câmbio.

II.9.2.1 SISBACEN/ Câmbio

O SISBACEN (Sistema Eletrônico do Banco Central) é um sistema on line de teleprocessamento, integrando o Banco Central e os bancos autorizados a operar em câmbio, além de corretores credenciados. Ele é o meio de comunicação computadorizado do BC com as instituições financeiras.

Vem a ser, basicamente um banco de dados contendo diversas informações relativas às operações cambiais realizadas pelos bancos. Tais informações são fornecidas diariamente pelos bancos ao Banco Central, em caráter obrigatório, contabilizando e monitorando todas as operações que envolvem a moeda estrangeira.

É através do SISBACEN que são realizados os leilões de câmbio, cujas cotações são eletronicamente ofertadas, tornando assim, totalmente transparente a política cambial diária do Banco Central.

II.9.3. Secretaria de Comércio Exterior (SECEX)

A Secretaria de Comércio Exterior, subordinada ao Ministério da Indústria, do Comércio e do Turismo, foi criada pela Lei nº 8.940, de 19/11/92 e exerce as seguintes funções: emitir licenças de exportação e importação, cuja exigência será limitada aos casos impostos pelo interesse nacional; exercer, prévia ou posteriormente, a fiscalização de preços, pesos, medidas, classificação, qualidade e tipos, declarados nas operações de exportação, diretamente ou em articulação com outros quaisquer órgãos governamentais, ressalvada a competência da administração aduaneira; exercer, prévia

ou posteriormente, a fiscalização de preços, pesos e medidas, qualidades e tipos nas operações de importação, respeitadas as atribuições de competência das repartições aduaneiras; estabelecer critérios para o financiamento da exportação e da produção industrial para exportação, bem assim, quando for o caso, para aquisição ou financiamento, por ordem e conta do Tesouro Nacional, de estoques de outros produtos exportáveis; traçar diretrizes da política do comércio exterior;

adotar medidas de controle das operações do comércio exterior, quando necessárias ao interesse nacional; pronunciar-se sobre a conveniência da participação do Brasil em acordos ou convênios internacionais, relacionados com o comércio exterior; baixar normas necessárias à implementação da política de comércio exterior, bem assim orientar e coordenar a sua expansão; modificar, suspender ou suprimir exigências administrativas com a finalidade de facilitar e estimular a exportação; decidir sobre normas, critérios e sistemas de classificação comercial dos produtos objeto do comércio exterior; estabelecer normas para fiscalização de embarque, com vistas à redução de custos; traçar a orientação a ser seguida nas negociações de acordos internacionais relacionados com o comércio exterior e acompanhar sua execução; recomendar diretrizes que articulem o emprego do instrumento aduaneiro com objetivos gerais de política de comércio exterior, observados os interesses e a evolução das atividades industriais e agrícolas; opinar, junto aos órgãos competentes, sobre fretes dos transportes internacionais relacionados com o comércio exterior, bem assim sobre a política portuária; estabelecer as bases da política de seguros no comércio exterior; recomendar medidas tendentes a amparar produções exportáveis, considerando a situação específica dos diversos setores de exportação, bem como razões estruturais, conjunturais ou circunstanciais que afetem negativamente aquelas produções; opinar, na esfera do Poder Executivo, ou quando consultado por qualquer das Casas do Congresso Nacional, sobre projetos de lei que se

relacionem com o comércio exterior ou adotem medidas que neste possam ter implicações; formular as diretrizes básicas da política tarifária no campo das importações, visando adaptar o mecanismo aduaneiro às necessidades do desenvolvimento econômico e à proteção do trabalho nacional; normatizar, supervisionar, orientar, planejar, controlar e avaliar as atividades aduaneiras.

Tais funções são exercidas pela SECEX através do Departamento Técnico de Intercâmbio Comercial (DTIC) e do Departamento Técnico de Tarifas (DTT).

II.9.4. Secretaria da Receita Federal (SRF)

A Secretaria da Receita Federal possui, entre outras atribuições, a de fiscalizar as importações e exportações de mercadorias e de arrecadar os direitos aduaneiros incidentes sobre a entrada de mercadorias no País.

Cabe-lhe, também, fiscalizar a correta utilização dos incentivos fiscais concedidos pela legislação em vigor às exportações e importações.

II.9.5. Banco do Brasil

Compete ao Banco do Brasil S/A, no que se refere a assuntos cambiais e de comércio exterior: ser agente pagador e recebedor fora do País, como representante do Governo Federal; realizar, por conta própria, operações de compra e venda de moeda

estrangeira e, por conta do Banco Central, nas condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional e; difundir e orientar o crédito, inclusive às atividades comerciais, suplementando a ação de rede bancária no financiamento das exportações e importações.

III. FUNDAMENTOS MACROECONÔMICOS

III.1. Taxa Nominal de Câmbio

A taxa nominal de câmbio (E) é a relação de valor entre duas moedas. De outra forma, taxa cambial significa dizer o preço de uma determinada moeda em relação à outra, ou seja, é o preço, em moeda nacional, de uma unidade de moeda estrangeira. As variações desta taxa são denominadas de apreciações ou depreciações nominais da moeda doméstica. A apreciação corresponde no aumento do preço da moeda nacional em relação à moeda estrangeira. Ou seja, precisamos de menos unidades de moeda nacional para comprarmos uma unidade de moeda estrangeira. Dessa forma a taxa nominal de câmbio (E) diminui. Analogamente, uma depreciação da moeda nacional significa um aumento de E .

Existe uma diferença entre paridade e taxa cambial. A denominação paridade monetária é oriunda da relação existente entre uma moeda em relação à outra, levando-se em consideração o valor dessas moedas pelo lastro de metal precioso nela contida ou a ela equivalente, resumindo-se numa relação entre os padrões das duas moedas. A paridade determinada com lastro em ouro deixou de existir após a reformulação do sistema monetário internacional, mas a sistemática de comparação entre duas moedas com a denominação de paridade ainda é utilizada. Uma forma de paridade, entretanto, utilizando-se uma terceira moeda (normalmente o dólar americano) para comparação de duas moedas é bastante utilizada e chamada de cross rates.

III.2. Formação Teórica da Taxa Cambial

A taxa nominal de câmbio, como já foi vista acima, é o preço da moeda estrangeira em relação à moeda doméstica. Esse preço, como o de qualquer outro bem, é determinado pela oferta e demanda de mercado. Quando a taxa cambial é alta, as pessoas desejam ofertar mais dólares, por exemplo, do que à uma taxa menor. Deste modo a curva de oferta de divisas é positivamente inclinada. Similarmente, a curva de demanda por dólares, mostra a quantidade de dólares que as pessoas compram à taxa de câmbio dada. Quanto menor for a segunda, maior a demanda por moeda estrangeira, fazendo com que a curva de demanda seja negativamente inclinada.

Na figura 3.1, são indicadas, no eixo dos “X”, as quantidades de divisas estrangeiras procuradas e oferecidas no mercado, em um dado momento. No eixo dos “Y” são representados os preços unitários (taxas cambiais) da moeda estrangeira, expressos em moeda nacional.

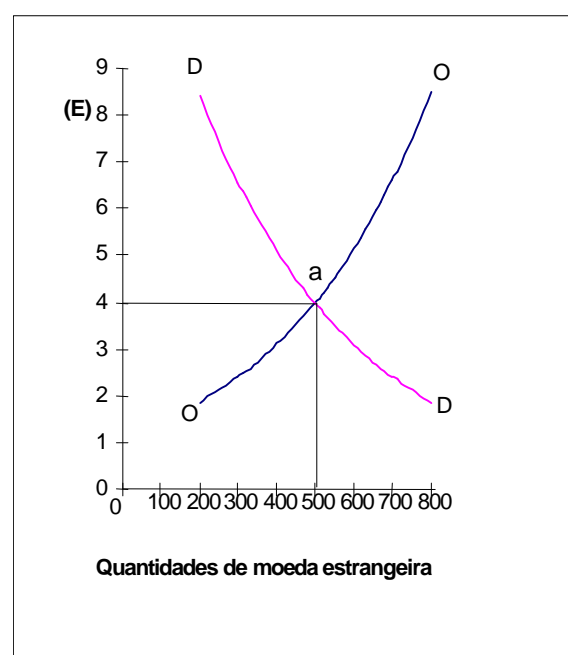


Figura 3.1

A demanda por divisas estrangeiras é representada pela curva DD. A oferta de divisas estrangeiras é representada pela curva OO. Essas duas curvas se encontram no ponto “a”, o qual corresponde a taxa na qual a quantidade de moeda estrangeira oferecida é igual à quantidade procurada, e o mercado está em equilíbrio.

Consideremos agora que, à procura já existente de moedas estrangeira, se adicione uma procura extra, devido ao, por exemplo, aumento da qualidade dos bens exportáveis americanos (figura 3.2).

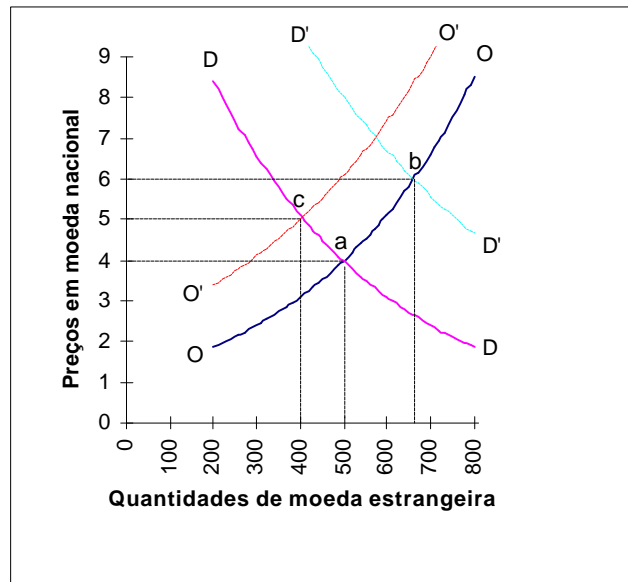


Figura 3.2

A curva representativa da procura deslocar-se-á de DD para D'D', e o seu ponto de interseção com a curva de oferta dar-se-á em “b”, o que significa que o aumento da procura resultou em um aumento da taxa de equilíbrio. Uma diminuição da oferta de moeda estrangeira, devido à, por exemplo, um aumento do risco Brasil, é representada por um deslocamento da curva de oferta de OO para O'O', implicando também, em uma elevação da taxa cambial (ponto “c”), mantendo-se a demanda constante.

Firmas e indivíduos demandam divisas para comprar bens e serviços estrangeiros (exportações estrangeiras) e para comprar ativos reais e financeiros no exterior (outflow de capital). Os dois tipos de transações correspondem a dois componentes do balanço de pagamentos como veremos a seguir; a conta corrente e a conta de capitais. Analogamente a oferta de divisas é dada por importações estrangeiras e compras de ativos reais e financeiros por parte de estrangeiros (inflow de capital). A oferta e procura de divisas também podem ser resultantes de manobras especulativas por parte de grupos interessados em auferir lucros com as elevações e quedas bruscas das taxas cambiais. Tais movimentos especulativos se devem a expectativas de movimentos nas taxas de câmbio influenciado por fatores econômicos, políticos ou sociais.

III.3. A Taxa Real de Câmbio

Uma firma brasileira exportadora para os EUA não se preocupa somente com a taxa nominal de câmbio, mas também com o preço das mercadorias americanas com as quais ele vai competir. Temos que introduzir, então, o conceito de taxa real de câmbio.

Se considerarmos P como o deflator do PIB brasileiro e P^* o deflator do PIB americano por exemplo, e se multiplicarmos esse preço dos bens americanos em dólares (P^*) pela taxa nominal de câmbio (E) teremos o preço dos bens americanos em reais. O preço, por sua vez, dos bens brasileiros em reais é P . a taxa real de câmbio, isto é, o preço dos bens americanos em termo dos bens nacionais, é dado por:

$$\varepsilon = \frac{E P^*}{P}$$

Um aumento relativo dos preços domésticos em termos dos preços estrangeiros faz com que a razão P^*/P diminua, e, dado E constante, a taxa real de câmbio decresce caracterizando, portanto, uma apreciação real da moeda doméstica. Como ε é expressa numa razão, sua variação percentual é dada pela variação percentual do numerador, que, por sua vez, é expressa pela soma das variações percentuais de seus componentes, menos a variação percentual do denominador. Dessa forma a variação percentual da taxa real de câmbio é dada por:

$$\frac{\Delta\varepsilon}{\varepsilon} = \frac{\Delta E}{E} + \frac{\Delta P^*}{P^*} - \frac{\Delta P}{P}$$

A equação acima afirma que uma apreciação real da taxa de câmbio é igual à variação da taxa nominal de câmbio mais a diferença entre a taxa de inflação estrangeira e a taxa de inflação doméstica.

Uma razão para os agentes econômicos e os policy makers se preocuparem com a taxa real de câmbio é que ela representa a taxa na qual bens e serviços domésticos podem ser negociados com aqueles produzidos fora do país. Dessa forma, uma variação percentual de $\Delta\varepsilon$ gera uma variação no saldo da balança comercial devido a um aumento ou diminuição da competitividade dos produtos domésticos. Um aumento de $\Delta\varepsilon$ por exemplo, caracterizando uma depreciação real, induz estrangeiros e residentes domésticos a consumirem mais bens e serviços domésticos e menos bens e serviços estrangeiros, aumentando as exportações líquidas. Uma variação do saldo da balança comercial, por sua vez, acarreta num impacto na indústria doméstica de exportação ou naquela que compete com produtos importados. A taxa real de câmbio, portanto, ajuda a determinar a demanda por bens nos mercados doméstico e estrangeiro.

III.4 Balanço de Pagamentos¹

Define-se usualmente balanço de pagamentos como sendo o registro sistemático das transações entre residentes e não-residentes de um país, durante determinado período de tempo.

O principal objetivo do Balanço de Pagamentos seria o de manter as autoridades devidamente informadas a respeito da posição internacional devedora/ credora do país, a fim de auxiliá-las na tomada de decisões sobre a política monetária e fiscal, de um lado, e nas questões relativas a pagamentos de transações comerciais e outras, de servir para medir a influência das transações estrangeiras sobre o rendimento nacional. Além disso, este tema desperta um grande interesse para empresas que possuam ou queiram possuir investimentos em território nacional.

Os registros contábeis no balanço de pagamentos são elaborados dentro do princípio das partidas dobradas: a um crédito em determinada conta deve corresponder um débito em alguma outra e vice-versa. Para tanto, as contas do balanço de pagamentos podem ser divididas em dois grandes grupos: as contas operacionais e as contas de caixa.

As contas operacionais correspondem aos fatos geradores de recebimentos ou da transferência de recursos ao exterior: exportações, importações, fretes, seguros, juros, dividendos, investimentos, transferências unilaterais, empréstimos, amortizações etc. Quando o fato gerador da transação dá origem a uma entrada de recursos para o país, a

¹ Simonsen, M. H. e Cysne, R. P. “Macroeconomia” de 1995 capítulos 2 e 3.

conta correspondente é creditada (ou seja, lançada com sinal positivo). Quando origina uma saída de recursos, a conta em questão é debitada pelo valor correspondente (lançamento com sinal negativo).

As contas de caixa registram o movimento dos meios de pagamento internacionais à disposição do país. Contabilizam-se neste item as variações das reservas internacionais, ou seja, de todos os ativos que possam ser considerados disponíveis, pelas Autoridades Monetárias, para pagamento de qualquer dívida ou aquisição de direitos junto a não-residentes. As contas usualmente classificadas sob esta rubrica são:

Haveres a curto prazo no exterior;

Ouro monetário;

Direitos especiais de saque (DES)¹;

Posição de reservas no FMI.

A primeira delas registra as variações de estoque de moedas estrangeiras e de títulos externos de curto prazo em poder das Autoridades Monetárias. As outras se referem à liquidez internacional à disposição dos residentes sob a forma de ouro, direitos especiais de saque e reservas no FMI. Estas últimas não devem ser confundidas com a utilização do crédito obtido junto ao FMI, que deve ser contabilizado na rubrica “Empréstimos de regularização”, e não na conta de reservas. A diferença fundamental entre ambos é que a utilização, por parte das Autoridades Monetárias, de suas reservas no Fundo (bem como

¹ O Direito Especial de Saque (DES), também conhecido como “papel-ouro”, é uma unidade puramente contábil, criada como resultado da reunião do FMI realizada no Rio de Janeiro, no final de 1967, constituindo a solução proposta pelos países participantes para a necessidade de se encontrar um meio de aumentar as reservas internacionais e atender as necessidades mundiais de liquidez sendo expressa, na época de sua criação, em termos de ouro, na seguinte base: 1 DES = 0,888671 gramas de ouro fino. Naquela ocasião, o dólar possuía a mesma paridade em relação ao ouro, razão pela qual o DES era equivalente a 1 dólar (Essa relação veio a ser alterada posteriormente).

direitos especiais de saque) não está sujeita a nenhuma condição, o que já não ocorre no caso da utilização do crédito obtido junto a esta instituição.

Os lançamentos nas contas de caixa obedecem à sistemática usual de contabilidade das empresas para as contas de ativo: lança-se a débito o aumento e a crédito a diminuição no saldo de cada um dos itens relacionados.

III.5. Estrutura do Balanço de Pagamentos

Dois grandes grupos se destacam no balanço de pagamentos: as transações correntes e os movimentos de capitais. Consideram-se transações correntes aquelas que se referem à movimentação de mercadorias e serviços (inclusive serviços de remuneração de capitais sob a forma de juros e dividendos). Classificam-se movimentos de capitais os deslocamentos de moeda, créditos e títulos representativos de investimentos. A dicotomização do balanço de pagamentos implica, em decorrência da utilização do critério das partidas dobradas, que o saldo em transações correntes seja igual ao saldo da conta de capitais com sinal trocado, pois a soma do saldo de todas as contas tomadas em conjunto deve necessariamente ser igual a zero. Temos então, como ilustrado abaixo, a seguinte tautologia:

$$T = - K \quad (1)$$

Isto significa que, quando um país apresenta um superávit em transações correntes, sua conta de capital é necessariamente negativa, o que equivale a um aumento dos ativos externos líquidos (haveres possuídos menos haveres emitidos) em poder dos residentes desta economia. Da mesma forma, um déficit em transações correntes equivale a uma

diminuição no saldo líquido total de ativos externos possuídos pelos residentes do país. Estas proposições ficarão mais claras um pouco mais adiante, após a definição do Passivo (e Ativo) Externo Líquido.

As transações correntes são divididas em três subgrupos: o balanço comercial, correspondente ao saldo das exportações FOB² sobre as importações FOB, o balanço de serviços e as transferências unilaterais.

Uma observação importante, que deve ser feita, diz respeito à tautologia $T = -K$, é que ela se refere à conta de capital como um todo, englobando não apenas os capitais autônomos (K_a), mas também os capitais compensatórios (K_c).

Assim temos:

$$T = -K = -(K_a + K_c)$$

ou ainda:

$$\boxed{T + K_a = -K_c} \quad (2)$$

Esta última identidade revela que o saldo total do balanço de pagamentos ($T + K_a$) é igual ao saldo da conta de capitais compensatórios com o sinal trocado. Neste sentido, a conta de capitais compensatórios equivale ao “demonstrativo de resultados” do balanço de pagamentos, que corresponde à rubrica efetivamente utilizada nas estatísticas do setor externo divulgadas pelo Banco Central do Brasil. Assim, um país que apresenta, por exemplo, um déficit no saldo total do balanço de pagamentos, exibirá também um saldo positivo em seu demonstrativo de resultados:

$$T + K_a < 0 \Rightarrow K_c > 0$$

De fato, tal déficit só pode ser financiado por uma perda de reservas e/ ou pela aquisição de um empréstimo de regularização que, equivalem ambos a um lançamento

² FOB: “free on board”, isto é, pelo valor de embarque, não incluídos os fretes e seguros

contábil positivo. Na impossibilidade de se fazer frente ao déficit, a conta “atrasados” será creditada, garantindo-se a igualdade entre o saldo total do balanço de pagamentos e o simétrico do seu demonstrativo de resultados.

Para visualizarmos as variáveis que afetam o balanço de pagamentos, consideraremos perfeita mobilidade de capitais, e taxa de inflação interna igual à taxa de inflação externa. Dessa forma somente ao nível de taxa de juros externa a conta capital está equilibrada. Se a taxa de juros doméstica estiver acima da taxa externa, haverá um capital inflow ilimitado. Se a taxa de juros interna estiver abaixo da externa, haverá um outflow ilimitado. Sendo assim a curva que zera o balanço de pagamentos será uma reta fixada ao nível da taxa de juros mundial. Uma elevação da renda nacional, uma valorização cambial ou uma redução da renda externa pioram o saldo da conta de transações correntes e, conseqüentemente, pioram o saldo total do balanço de pagamentos. Dada a perfeita mobilidade de capitais, a menor variação na taxa de juros é suficiente para melhorar o saldo. Sendo NX o saldo da balança comercial; Ka o saldo da conta de capitais autônomos; Y a renda nacional; Yf a renda estrangeira; E a taxa de câmbio nominal e; i e if como a taxa de juros interna e externa respectivamente, temos, na equação abaixo, como essas variáveis afetam o BP;

$$BP = NX(Y, Y_f^+, E^+) + \underbrace{Ka}_{+} (i - i_f)$$

Na tabela a seguir pode-se observar mais detalhadamente a estrutura do balanço de pagamentos:

Estrutura Geral do Balanço de Pagamentos	
1)	Balanço Comercial Exportações (FOB) Importações (FOB)
2)	Balanço de Serviços Viagens Internacionais Transportes Seguros Rendas de Capital : <ul style="list-style-type: none"> • Lucros e dividendos • Lucros Reinvestidos • Juros Serviços Governamentais Serviços Diversos: <ul style="list-style-type: none"> • Relativos a Fator de Produção • Não Relativos a Fator de Produção
3)	Transferências Unilaterais
4)	Saldo do Balanço de Pagamentos em Conta-Corrente (1+2+3)
5)	Movimento de Capitais Autônomos Investimentos Diretos Reinvestimentos (Contrapartida dos Lucros Reinvestidos) Empréstimos e Financiamentos Amortizações Capitais a Curto Prazo Outros Capitais
7)	Saldo do Balanço de Pagamentos (4+5+6)
8)	Movimento de Capitais Compensatórios (Demonstrativo de Resultados) a) Contas de Caixa (Reservas) Haveres a Curto Prazo no Exterior: <ul style="list-style-type: none"> • Variações no Total • Contrapartida para Valorizações/ Desvalorizações Ouro Monetário: <ul style="list-style-type: none"> • Variações no Total • Contrapartida para Valorizações/Desvalorizações • Contrapartida para Monetizações/Desmonetizações Direitos Especiais de Saque: <ul style="list-style-type: none"> • Variações no Total • Contrapartida para Valorizações/Desvalorizações • Contrapartida para Alocação/Cancelamento Posições de Reservas no FMI: <ul style="list-style-type: none"> • Variações no Total • Contrapartida para Valorizações/ Desvalorizações b) Empréstimos de Regularização c) Atrasados

Tabela 3

Vejamos alguns esclarecimentos adicionais sobre as contas anteriormente enumeradas:

O balanço comercial corresponde ao saldo das exportações sobre as importações). Por uma questão de convenção, as exportações e importações são computadas pelo seu valor FOB (“free on board”), isto é, pelo valor de embarque, não incluídos os fretes e seguros. O balanço de serviços engloba os recebimentos e pagamentos de viagens de residentes ao exterior e de não-residentes ao país, fretes seguros, lucros, dividendos, entre outros. O item “Serviços Governamentais” se refere aos gastos com embaixadas, consulados, representações no exterior, etc. O item “Serviços Diversos” engloba os “royalties”, pagamentos e recebimentos de assistência técnica, aluguéis de filmes, corretagens, etc.

Transferências Unilaterais consideram os pagamentos e recebimentos sem contrapartida de serviços: doações, remessas de imigrantes, reparações de guerra, etc.

A soma algébrica dos saldos do balanço comercial, de serviços e donativos fornece o saldo das transações correntes, também denominado saldo do balanço de pagamentos em conta-corrente, ou saldo em conta-corrente.

Movimento de capitais autônomos: registram-se neste item as entradas e saídas de capitais voluntários sob a forma de investimentos diretos (isto é, de aquisição ou venda de participações societárias), empréstimos novos e amortizações de empréstimos anteriores.

Capitais Compensatórios: este item compreende três tipos de contas. Em primeiro lugar, as contas de caixa já descritas anteriormente: haveres a curto prazo no exterior, ouro monetário, direitos especiais de saque e posição de reservas no FMI. Em segundo, as contas referentes aos empréstimos de regularização do FMI e outras instituições, especificamente destinados a cobrir déficits no balanço de pagamentos. Em terceiro lugar, os atrasados, que são as contas vencidas no exterior e não pagas pelo país.

III.6. Regimes Cambiais

Para se estudar os diferentes regimes cambiais é importante considerar seus dois extremos, as taxas fixas e as taxas flutuantes.

No regime de taxas fixas, o Banco Central compromete-se a comprar e vender a moeda estrangeira de referência a um preço fixo, expresso em moeda nacional. Em geral, há um pequeno diferencial entre as taxas de compra e venda para cobrir os custos de transação: o Banco Central compra moeda estrangeira à taxa “E - c” e a vende à taxa “E+c”. Este resíduo, porém, costuma ser suficientemente pequeno para poder ser desprezado na maioria dos modelos de comportamento de balanço de pagamentos. A grande vantagem do regime de taxas fixas consiste em facilitar a tomada de decisões pelos agentes econômicos e tornar o intercâmbio menos custoso. Assim sistemas de taxas de câmbio fixas podem promover uma maior integração econômica e financeira e melhorar a eficiência econômica. Nesse regime, também, os países melhoram a sua disciplina da política monetária. Um superávit comercial, por exemplo, implica que o Banco Central deve intervir no mercado cambial comprando reservas para impedir uma

valorização cambial. A contrapartida das intervenções do BC é feita em moeda doméstica, alterando-se portanto a oferta monetária do país. A relação entre a taxa nominal de câmbio e a oferta monetária num país com taxa fixa de câmbio nos dá uma curva positivamente inclinada mostrando que, tudo o mais constante, um aumento na oferta monetária acarreta num aumento no produto da economia e uma diminuição da taxa de juro, fazendo com que os títulos domésticos fiquem menos atraentes para o investidor estrangeiro, havendo, portanto, saída de capital e, conseqüentemente, pressão para desvalorização da taxa de câmbio. O Banco Central interviria vendendo moeda estrangeira, diminuindo, portanto a oferta monetária da economia que outrora havia sido aumentada. Este é o motivo para que o país tenha uma disciplina da política monetária maior.

Contudo, esse regime cambial enfrenta um sério problema; nada assegura que, a oferta e a procura de moeda estrangeira se equilibrem na taxa de câmbio fixada pelo Banco Central. Ou seja, de um lado, obriga o Governo a conduzir a política monetária e fiscal de modo que os déficits ou superávits no balanço de pagamentos sejam meramente transitórios. Além disso, força o Banco Central a manter um volume adequado de reservas cambiais para atender os eventuais excessos de demanda sobre a oferta de moeda estrangeira.

Além dos problemas acima, a manutenção de taxas de câmbio fixas depende de dois outros requisitos:

O primeiro é que as taxas de inflação dos diferentes países sejam bastante próximas. Com efeito, se a taxa de inflação no país A é muito superior à do país emissor da moeda

internacional de referência, o regime de taxas fixas acarreta a contínua valorização real da taxa de câmbio, deteriorando o saldo em transações correntes. A curto prazo, o país poderá sustentar a paridade cambial atraindo capitais estrangeiros com juros mais altos, ou reduzindo parte de suas reservas. A médio prazo, todavia, a situação acaba por se tornar insustentável, exigindo uma desvalorização cambial.

O segundo é que os agentes econômicos acreditem na sustentabilidade da taxa de câmbio. Se a opinião geral é que uma desvalorização cambial será inevitável, esta acabará ocorrendo. O Banco Central pode tentar adiar este evento, racionando o fornecimento de câmbio para os importadores de bens e serviços e para os exportadores de rendimentos e cambiais. Mas não pode evitar que, diante da expectativa de desvalorização, os exportadores de bens e serviços adiem seus embarques para o exterior; nem que os poupadores estrangeiros interrompam a entrada de capitais no país.

No regime de taxas puramente flutuantes, o Banco Central não é obrigado a comprar e vender moedas estrangeiras, permitindo a oscilação da taxa de câmbio de acordo com as forças de mercado. A oferta de moeda estrangeira é suprida pelos exportadores e pelos que trazem rendas e capitais para o país; a demanda é exercida pelos importadores de bens e serviços e pelos que transferem renda e capitais para o exterior.

O regime das taxas puramente flexíveis de câmbio, considera três grandes atrativos: assegura o equilíbrio automático do balanço de pagamentos, tornando irrelevante o nível de reservas internacionais; isola a política monetária das transações com o exterior, pois como o BC não intervêm no câmbio, não há superávits nem déficits externos que

pressionem positiva ou negativamente o nível de reservas internacionais e, portanto, não afeta a base monetária. Por outro lado uma possível expansão monetária não é revertida pela venda de reservas. O Banco Central tem o controle sobre a oferta monetária e, portanto, diz-se que a moeda é exógena; transfere a determinação da taxa de câmbio para o julgamento dos mercados, evitando qualquer manipulação cambial pelo Governo.

O defeito do sistema é que ele não assegura qualquer estabilidade cambial, nem em termos nominais nem em termos reais. Dessa forma a volatilidade da taxa de câmbio gera incerteza nos agentes econômicos e nas transações com o exterior.

Ao ganhar maior confiança dos capitalistas internacionais, por exemplo, o país atrai maior volume de capitais autônomos, o que necessariamente implica igual redução no saldo de transações correntes. Para tanto, a moeda do país se valoriza, com o aumento de suas importações e a diminuição de suas exportações. Isso introduz um componente adicional de risco nos projetos agrícolas, industriais e de serviços transacionáveis com o exterior; a sua capacidade de enfrentar a concorrência externa dependerá da credibilidade do país nos mercados financeiros internacionais.

Entre os dois extremos, as taxas fixas e as taxas puramente flutuantes, há inúmeras variantes, algumas das quais são citadas a seguir.

Uma é o regime de flutuação das moedas com intervenções esporádicas dos Bancos Centrais para amenizar as oscilações especulativas das taxas de câmbio. Trata-se do apelidado “dirty floating” (flutuação suja). O problema prático consiste em saber até que ponto as flutuações são ou não desvios especulativos em relação a uma tendência.

Outra é o regime de flutuações dentro de certos limites; o regime de bandas cambiais. O Banco Central fixa duas taxas extremas $E+$ e $E-$, dentro dos quais deixa flutuar livremente as taxas de câmbio, ao sabor do mercado. Atingido o limite superior, $E+$ passa a vender moedas estrangeiras; alcançado o limite inferior $E-$, a comprá-las. O problema deste regime é que nada garante que os Bancos Centrais possam manter os limites $E+$ e $E-$ a longo prazo, sobretudo quando são apreciáveis os diferenciais de taxa de inflação entre os países.

Uma terceira variante é o sistema de taxa real de câmbio fixa. O regime foi muito utilizado por países de inflação muito superior à internacional. Sob uma política de taxa de câmbio “serpenteada”, a taxa de câmbio é depreciada a uma taxa exatamente igual ao diferencial de inflação de um país e seus parceiros comerciais. O “serpenteamento” assegura que a taxa de câmbio real permaneça fixa porque a depreciação compensa o diferencial inflacionário.

Outro regime também utilizado é o de conversibilidade ou currency board adotado na Argentina e Hong Kong. Na Argentina, por exemplo, o plano de conversibilidade constituiu na conversão – por lei onde o Banco Central teria a obrigação de vender as divisas necessárias a preço de mercado- do peso argentino a uma paridade de 1:1 em relação ao dólar. Haveria, no entanto circulação simultânea das duas moedas na economia. A oferta monetária passou a ser obrigatoriamente e integralmente lastreada pelo volume de reservas de moedas internacionais da Argentina.

Estas medidas teriam a finalidade de impedir o financiamento do setor público através da emissão de moeda assim como anular as propriedades das correções cambiais

como instrumento de política. Adicionalmente, introduziu-se um artigo proibindo a indexação de contratos, atacando a causa da inércia inflacionária, e passou-se a aceitar legalmente contratos em moedas estrangeiras. Diz-se portanto que nesse regime ocorre a dolarização da economia.

IV. CONTROLE CAMBIAL BRASILEIRO - EVOLUÇÃO RECENTE

IV.1. A política cambial em perspectiva

Até recentemente, era possível descrever o regime cambial brasileiro como aquele onde havia um mercado “oficial”, totalmente regulado pelo Banco Central, e um outro denominado “paralelo”, onde a divisa estrangeira era negociada em mercado, ainda que de forma ilegal. A existência desta dualidade ocorria devido a certas circunstâncias importantes:

- i) uma taxa de câmbio oficial determinada por critérios administrativos e freqüentemente “defasada”, o que se devia ao temor dos impactos inflacionários e distributivo de desvalorizações cambiais;
- ii) dificuldades crônicas de balanço de pagamentos forçando o racionamento de divisas; e
- iii) pouca mobilidade de capitais devido à reduzida inserção da economia brasileira nos circuitos financeiros internacionais.

Com o tempo estas três circunstâncias deixaram de se verificar pois:

- i) perde sentido, diante da prática continuada das mini-desvalorizações diárias, o argumento de que a taxa de câmbio oficial não refletia uma realidade de mercado, especialmente após 1990, quando são eliminados os subsídios às exportações e removidos os controles quantitativos e reduzidas as tarifas para importações;
- ii) a escassez de divisas se transforma em abundância, especialmente no início dos anos 1990, quando são reforçadas as entradas de capital no País, e a balança comercial continua a registrar os mesmos superávits observados a partir de meados dos anos 1980.
- iii) por fim, como consequência do aprofundamento dos vínculos financeiros do País com o exterior e das “fugas de capital” observadas ao fim dos anos 1980, aumenta, de forma extraordinária, a mobilidade de capitais em resposta a diferenciais de taxa de retorno no Brasil e no exterior.

O objetivo deste capítulo é fomentar uma análise acerca dos rumos recentes da inserção internacional do País, em especial no que toca às operações cambiais e ao papel do Banco Central como órgão regulatório nessa área.

IV.2. O mercado “oficial” e o “paralelo”

Esta dualidade no mercado de câmbio é muito antiga e, na verdade, inevitável, quando existem controles muito rígidos, pois com o racionamento na oferta da mercadoria haverá margem para o surgimento de um mercado paralelo, onde essa

mercadoria, neste caso a divisa estrangeira, é transacionada com ágio. As sucessivas crises cambiais no passado recente impuseram ao Governo a necessidade de estabelecer regras rígidas para a aquisição de moeda estrangeira e remessas ao exterior. O Governo optou por certas prioridades como dar continuidade à importação de petróleo em detrimento do fornecimento moeda para gastos com turismo. Esses controles sobre as operações de câmbio promoveram uma disseminação do mercado paralelo, visando atender a demanda dos agentes econômicos. diversas outras transações legítimas que cidadãos comuns necessitavam fazer. Não há dúvida de que, no processo de modernização da regulamentação cambial associada à nova inserção internacional do País, essas distorções teriam de ser eliminadas.

IV.3. A criação do “dólar-turismo”/ a evolução do mercado de câmbio.

Até 22.12.88, o mercado de câmbio era operacionalizado através de um sistemas de taxas rígido e inflexível, pois os bancos tinham de trabalhar dentro de um limite de taxas pré-fixadas pelo Banco Central. Em resposta ao aparente crescimento do “mercado paralelo”, foi criado um mercado especial, no qual as pessoas pudessem negociar moedas estrangeiras por preços e condições livremente pactuadas com instituições financeiras especificamente credenciadas para esse fim. O Conselho Monetário Nacional aprovou, naquela data, a proposta do Banco Central, transformando-a na Resolução nº 1.552. Criou-se, assim, o Segmento de Câmbio de Taxas Flutuantes (apelidado de “dólar-turismo”). O objetivo desse novo segmento era o de fazer com que operações direcionadas ao turismo e outras operações de caráter financeiro, antes realizadas no

“mercado paralelo”, passassem a ser realizadas sob regulação das Autoridades Governamentais.

Inicialmente, o câmbio flutuante era utilizado somente nas transações com moeda estrangeira para fins de turismo , porém, mais tarde, este mercado passou a abranger as demais operações desta modalidade. A partir de abril de 1989, a Resolução 1.600 estendeu às transações relacionadas a transferências unilaterais, fianças contratadas para importações de produtos brasileiros e operações de compensação cambial, dando, dessa forma, maior liberdade às remessas ao exterior. Posteriormente, na Circular nº 1.578, de 12 de fevereiro de 1990, foi permitido que as instituições credenciadas no mercado de câmbio flutuante realizassem arbitragens entre os mercados de câmbio livre e flutuante, desestimulando os mesmos a arbitrar entre o comercial e o paralelo. Como consequência dessa liberalização, o diferencial entre a taxa oficial e aquela praticada no mercado negro reduziram significativamente.

Com o advento do plano Collor, em março de 1990, o esquema rígido de taxas pré-fixadas foi substituído por um mecanismo de taxas mais flexível, denominado segmento de taxas livres ou comercial. Em 1992, o BACEN nomeou como seus prepostos para operar no mercado, os chamados dealers, a quem cabem a tarefa de encabeçar as operações no mercado e negociá-las diretamente com a mesa do Banco Central. O número inicial de 10 dealer's foi aumentado para 20 e posteriormente estendido para 60 como é até hoje. Os dealer's são nomeados por critérios de volume operacional, aplicando-se pesos acentuados às operações comerciais.

IV.4. A Carta-Circular nº 5

De modo a se favorecer a repatriação de capitais no âmbito do mercado de câmbio de taxas flutuantes, esta regulamentação permitiu que as instituições credenciadas pelo Banco Central comprassem e vendessem moeda estrangeira com instituições financeiras do exterior, entregando ou recebendo, em troca, moeda nacional. Com isso, além de facilitar as transações, a movimentação dessas contas ficaria transparente, pois seria registrada na contabilidade dos bancos e estaria sujeita à fiscalização do Banco Central.

Com base no Decreto nº 55.762, a Carta-Circular nº 5 , de 27.02.69, estabelecia que o não-residente somente poderia usar seus reais para comprar moeda estrangeira e remetê-la ao exterior se esses reais fossem resultantes de moeda estrangeira que o mesmo não-residente tivesse antes vendido a bancos. Essa prática era restritiva e incompatível com a pretendida e necessária liberdade de movimentação de moeda estrangeira entre o segmento de câmbio de taxas flutuantes e o “mercado paralelo”, na medida em que as instituições financeiras do exterior (não-residentes) também só poderiam comprar moeda estrangeira a bancos aqui no Brasil com reais gerados a partir de vendas anteriores a esses mesmos bancos. Ao se fazer o regulamento do novo segmento de câmbio, utilizou-se uma conta padrão já existente (“Depósitos de Domiciliados no Exterior”) mas cuja utilização estava restritamente regulamentada pela Carta-Circular nº 5, de 27.2.69. Com isso, tinha-se de um lado o regulamento do novo segmento de câmbio que permitia a livre movimentação das contas de instituições financeiras não-residentes e, de outro lado, a Carta-Circular nº 5 que restringia essa movimentação. Note-se, no entanto, que o Decreto nº 55.762, norma de hierarquia maior do que um regulamento, determina que as contas-correntes de não-residentes, aí

incluídas as instituições financeiras do exterior, são de livre movimentação, independentemente de qualquer autorização, só quando os seus saldos em reais forem resultantes de moedas estrangeiras antes vendidas pelos não-residentes. Isto significa, basicamente, que a movimentação de saldos em reais não resultantes de moedas estrangeiras antes vendidas pelos não-residentes depende de autorização. Deu-se uma autorização para que as contas-correntes em reais, tituladas por instituições financeiras não-residentes, fossem movimentadas sem restrições.

V. A POLÍTICA CAMBIAL DESDE A IMPLEMENTAÇÃO DO PLANO REAL E O MERCADO DE CÂMBIO PÓS-CRISE DO MÉXICO

V.1. Política Cambial Desde a implementação do Plano Real.

Ao final de junho de 1994, buscando criar melhores condições para a implementação da política cambial a partir da introdução do real, algumas medidas foram adotadas no sentido de disciplinar a oferta de divisas e possibilitar fluxos cambiais mais equilibrados. Assim, foi suspenso o ingresso de recursos externos destinados a futuro aumento de capital e de investimento-ponte para futura conversão de dívida externa em investimento; elevado o prazo mínimo de amortização das operações de pagamento antecipado de exportações com registro no Banco Central; e, proibida a transformação das operações de adiantamento sobre contratos de câmbio de exportação (ACC) em pagamento antecipado, quando isso resultasse em adiamento do prazo regulamentar para o embarque das mercadorias.

A política cambial, a partir de julho, foi conduzida no sentido de se permitir que o próprio mercado ajustasse a taxa de câmbio, abandonando-se a prática comum anterior, em que o Banco Central participava do mercado para assegurar a estabilidade da taxa de

câmbio real. A taxa de câmbio (venda) do real em relação ao dólar norte-americano foi definida inicialmente com a correspondência de uma Unidade Real de Valor (URV), que valia em 30 de junho de 1994, CR\$ 2.750,00. Assim, num primeiro momento, a relação foi $\text{CR\$ } 2.750,00 = 1 \text{ URV} = \text{R\$ } 1,00 = \text{US\$ } 1,00$. Havia o compromisso formal do BACEN de vender divisas a paridade R\$ 1,00 / US\$ 1,00.

No início de julho, então, observou-se que a persistência de superávits cambiais, que alcançaram US\$ 223 milhões nos cinco primeiros dias úteis do mês, levou o mercado a ajustar a taxa de câmbio num patamar abaixo da paridade inicialmente observada. Isso se deveu à mudança de atuação do Banco Central, que deixou de interferir no mercado para comprar ou vender divisas, deixando a taxa de câmbio oscilar de acordo com a procura por dólares. Com efeito, dada a grande oferta de dólares, já no dia 7 de julho, a taxa de câmbio (venda) observada reduziu-se para R\$ 0,910 / US\$ 1,00.

Em função das condições do mercado e das diretrizes da política cambial, o Banco Central elevou de US\$ 10 milhões para US\$ 50 milhões, o valor limite da posição comprada de câmbio no segmento livre que poderia permanecer com os bancos, sem necessidade de depósito no BACEN. Assim, tais instituições teriam mais flexibilidade para absorver as divisas geradas pelo mercado. Na segunda quinzena de julho, observou-se recuperação na taxa de câmbio, na expectativa de que a apreciação do real seria fenômeno de curta duração. Em consequência, a taxa de câmbio apresentou tendência de alta, alcançando R\$ 0,940 / US\$ 1,00 ao final do mês.

Contudo, a grande oferta de divisas manteve-se em agosto, uma vez que o mercado continuou gerando superávits cambiais, o que determinou novo movimento de queda na

taxa de câmbio, tendo-se registrado R\$ 0,829 / US\$ 1,00 no dia 14 de outubro de 1994. A maior parte destas medidas, implementadas entre 19 e 20 outubro, procurou restringir a oferta de divisas, abrangendo tanto as operações relacionadas ao comércio exterior quanto às operações financeiras, tendo-se destacado:

(i) a redução dos prazos para contratação de câmbio previamente ao embarque de mercadorias, reduzindo assim a atratividade das operações de ACC, sendo instituído posteriormente um compulsório de 15% sobre estas operações;

(ii) a elevação do IOF sobre os ingressos de recursos externos na forma de empréstimos em moeda, fundos de renda fixa e investimentos em títulos e aplicações em valores mobiliários;

(iii) a elevação dos prazos mínimos para repasse interno de recursos captados na forma da resolução 63 3;

(iv) a proibição para os fundos de privatização direcionarem recursos para aplicação em títulos da dívida pública federal;

(v) a eliminação da possibilidade de aplicação em FAF, por parte de investidores estrangeiros;

(vi) a incidência de compulsório sobre operações de assunção de dívida de importadores; e

(vii) a eliminação dos limites para aquisição de divisas para diversas operações cursadas no segmento de taxas flutuantes.

Paralelamente, observava-se um aumento no ágio entre os segmentos livre e flutuante, que atingiu níveis próximos a 5%, o que evidenciava as dificuldades do

3. instituições financeiras ou não-financeiras no exterior, sem lançamento de títulos;

mercado em estabelecer uma taxa de câmbio de equilíbrio em patamares mais adequados. Estas condições levaram o Banco Central a realizar, depois do dia 20, suas primeiras intervenções no mercado após a introdução do real, adquirindo divisas no segmento livre, com o objetivo de sustentar as cotações do dólar e simultaneamente transferir parte destas divisas para o segmento flutuante, estratégia esta que determinou queda no ágio para níveis em torno de 1,5% no final de outubro.

A intervenção compradora do BACEN bloqueava o efeito de apreciação do real frente o dólar mas a causa principal deste problema persistia: A grande diferença entre as taxas de juros doméstica e internacional, aliada a um cenário de grande liquidez internacional.

Estas medidas adotadas no mês de outubro tiveram grande impacto no mercado de câmbio, que passou a caracterizar-se pela geração de déficits. As pressões sobre a taxa de câmbio foram contidas pelo Banco Central, por meio de suprimentos de divisas nos dois últimos meses do ano. Uma aceleração mais elevada da taxa poderia comprometer os esforços do governo para consolidar o processo de estabilização da economia.

Mesmo com o elevado déficit cambial observado em janeiro de 1995 (1,4 bilhão), o Banco Central não teve dificuldades na condução da política cambial, uma vez que os bancos ofertaram uma grande quantidade de divisas que tinham sido retidas ao final de 1994, quando houve um temor de desvalorização do real em decorrência da crise mexicana. No final de janeiro, a taxa era de R\$ 0,842 / US\$ 1,00. Em fevereiro, a recuperação do superávit comercial compensou o déficit nas transações financeiras, permitindo o equilíbrio nos fluxos de câmbio e, conseqüentemente, menor participação

do BACEN no mercado para assegurar os objetivos de política cambial. Com efeito, a taxa de câmbio não apresentou grandes oscilações, fechando o mês em R\$ 0,852 / US\$ 1,00.

A fixação do real em um patamar próximo e atrelado ao dólar teve como objetivo funcionar como uma âncora provisória de combate à inflação. Tal medida foi de fato extremamente eficaz, fazendo a inflação baixar de uma taxa de 46% em junho de 1994 para menos de 2% no mês de setembro do mesmo ano. A âncora cambial foi fator crucial na fixação de um teto para a elevação dos preços internos, contribuindo, juntamente com a consolidação do processo de abertura comercial, para estabilizar os preços. A condução da política cambial teve como principais metas o controle da inconstância dos fluxos de capitais externos de forma a evitar efeitos desestabilizadores sobre a política monetária e a busca do equilíbrio dos fluxos de comércio exterior entre o Brasil e o resto do mundo.

Ainda como parte do processo de estabilização, o governo permitiu uma apreciação nominal inicial do câmbio, apesar de a inflação não ter sido completamente eliminada. Ao deixar que o câmbio fosse determinado pelo fluxo de recursos externos, sem inicialmente intervir no mercado cambial, o Banco Central acabou por permitir uma valorização do real maior que o previsto inicialmente, atingindo, em menos de um ano, uma apreciação real acumulada de 15%, tendo passado da paridade inicial de um real por dólar para R\$ 0,846/US\$ em dezembro de 1994. Podemos verificar essa apreciação real do real maior que a apreciação da taxa nominal através da equação abaixo, pois tivemos uma apreciação da taxa nominal de câmbio e uma taxa de inflação interna maior que a

taxa de inflação americana. Uma variação negativa da taxa real de câmbio significa uma apreciação real da moeda doméstica.

$$\frac{\Delta \varepsilon}{\varepsilon} = \frac{\Delta E}{E} + \frac{\Delta P^*}{P^*} - \frac{\Delta P}{P}$$

Uma apreciação real da moeda é potencialmente perigosa, visto que o Brasil já estava engatilhado em avançados processos de abertura comercial, contração fiscal e reestruturação do setor público, gerando, portanto, contração de demanda. Por outro lado, uma moeda fortemente valorizada não é compatível com juros baixos, uma vez que o déficit em conta corrente gerado pela perda de competitividade causada pela sobrevalorização da moeda precisa ser financiada via entrada de capitais externos, e estes são atraídos pela alta taxa de juro.

V.2. O Dilema Brasileiro

A sobrevalorização real da moeda doméstica reduziu os ganhos de exportações no Brasil em cada nível de preços, e, portanto, criou-se um déficit comercial. A curto prazo um país pode absorver esse desequilíbrio pegando emprestado no exterior para financiar esse déficit externo. Entretanto, isso não é possível para sempre; em última estância, o ajustamento deve vir, com o país objetivando o retorno ao equilíbrio externo. Para restaurar a competitividade, os custos e os preços domésticos devem declinar relativamente aos preços estrangeiros. Esse ajustamento pode ocorrer de duas formas: (1) através de um declínio nos custos e nos preços domésticos a uma dada taxa de

câmbio e (2) através de uma depreciação da taxa de câmbio nominal com preços e custos domésticos fixos. A última estratégia tem uma vantagem óbvia por não requerer uma recessão obrigatória para reduzir os custos domésticos. O ajustamento é viabilizado através apenas de um golpe de caneta – uma desvalorização da moeda. Entretanto, caso o nível de preços internos se eleva mais do que a desvalorização nominal do câmbio, a depreciação real da moeda será frustrada. Nesse caso, dado o nível de preços externos, um aumento de $\Delta E/E$ é compensado pelo aumento de $\Delta P/P$.

Suponha uma economia perfeitamente indexada, em que elevações no IPC se refletem perfeitamente nos salários e que, conseqüentemente, são repassadas aos preços. Uma desvalorização da taxa de câmbio ao aumentar o preço dos produtos importados, levaria a uma elevação do IPC. Esta se traduzirá em elevação dos salário nominal, mantendo-se o nível do salário real, garantido pela indexação dos mesmos. As firmas, por sua vez, repassariam a elevação dos salários para os preços. Neste caso, os efeitos de uma desvalorização nominal seriam, eliminados pela elevação do nível de preços, mantendo-se constante a taxa de câmbio real. Dessa forma diante de uma memória inflacionária recente e, como o Brasil pré-real era uma economia perfeitamente indexada, a política cambial nos primeiros anos do real seguiu a primeira estratégia descrita acima.

Este dilema nos trazia finalmente à questão da necessidade urgente da aprovação das reformas fiscais por parte do governo, visto que a equipe econômica estava virtualmente impedida de mexer no câmbio. Uma vez que estas reformas fossem aprovadas, e suas metas parcialmente atingidas pelo menos no que tange a credibilidade das medidas, a moeda poderia sofrer uma desvalorização real moderada sem comprometer o sucesso do

programa de estabilização. Entretanto, como as reformas concretas não saíam, o mercado, principalmente nos períodos de crises internacionais descritas a seguir, passou a exigir desvalorizações maiores do que a prevista.

VI. AS CRISES MEXICANA, ASIÁTICA E RUSSA E OS REFLEXOS NA POLÍTICA ECONÔMICA

VI.1. A Crise Mexicana e seu Reflexo Sobre a Economia Brasileira

Até meados de 1994, O México era considerado pelos especialistas como sendo um paradigma de estabilização bem-sucedido, mas nem mesmo os maiores especialistas internacionais conseguiram prever os graves desequilíbrios que a economia mexicana experimentaria. A persistência de elevados déficits em conta corrente do balanço de pagamentos e a repentina escassez de recursos externos gerado por uma crise de credibilidade externa fizeram com que o peso caísse em relação a moeda norte-americana. Este fato fez com que a crise de credibilidade fosse exportada para todos os países da América Latina e deu origem a desdobramentos sobre todo o sistema internacional.

A ocorrência de déficits comerciais desde o final de 1994, resultantes do expressivo aumento das importações brasileiras viabilizado pelo aumento da demanda agregada interna e pelo processo de abertura econômica ao setor externo, aliado a um cenário externo conturbado devido a crise cambial mexicana (efeito tequila), determinou a eliminação em janeiro de 1995, de diversas restrições sobre contratações de câmbio de exportação, que haviam sido adotadas em outubro. Apesar de contar com um elevado volume de reservas cambiais, o Brasil tornava-se mais vulnerável a ataques

especulativos, não seria, portanto, prudente permitir uma infinita deterioração das contas externas, que poderia levar a um patamar de déficit em conta corrente não integralmente financiável por capitais autônomos.

A necessidade de consolidar o plano Real impossibilitava ajustes significativos na taxa de câmbio para reequilibrar as contas externas. Assim, com o intuito de incentivar as exportações, o governo, em janeiro de 1995, restabeleceu o prazo de 180 dias para o fechamento de câmbio previamente ao embarque das mercadorias e sendo suspenso o recolhimento compulsório de 15% incidente sobre ACCs. No intuito de reverter a tendência deficitária da balança comercial verificada no início de 1995, o governo também elevou as alíquotas de importação de alguns bens de consumo duráveis como, por exemplo, as do setor automobilístico.

A decisão do governo de elevar para 70% o imposto de importação de 109 produtos, inclusive automóveis e eletrodomésticos, representava um salto para trás na política de liberalização iniciada no período Collor. Por mais que o Brasil insistisse que era diferente do México, as nossas contas externas estavam cambaleando sob o efeito tequila. O maior problema não era a saída de capitais internacionais causada pelos respingos da crise mexicana sobre a imagem da América Latina. Mas a sangria de reservas provocadas pelos violentos déficits na conta corrente externa a partir de novembro de 1994. Até outubro, os superávits comerciais de cerca de 1 bilhão de dólares ao mês compensavam os déficits de serviços e transferência, equilibrando o saldo de transações correntes com o exterior. Mas a partir de novembro de 1994, o saldo comercial saltou de uma média mensal de US\$ 1 bilhão superavitário para um déficit de 700 milhões de dólares. A deterioração do balanço comercial a partir de novembro

daquele ano resultou da superposição de três fatores: a) da valorização do Real em relação ao dólar; b) da substancial redução das barreiras tarifárias e não-tarifárias às importações; c) do superaquecimento da demanda interna, provocado pela eliminação do imposto inflacionário, pela reestruturação dos mecanismos de crédito ao consumidor e pelo aumento dos gastos públicos. Uma análise da composição das transações brasileiras com o exterior revela que, desses três efeitos, o mais forte foi, provavelmente, o da liberação das importações, que aumentaram cerca de 100% em relação aos doze meses anteriores. E, na pauta de importações, os itens que explodiram foram os chamados de supérfluos, que por muito tempo foram contidos por restrições proibitivas.

Restropectivamente, o Brasil parece Ter cometido o mesmo equívoco do México e de outros países latino-americanos: não compreender que a contra-partida indispensável da liberalização das importações é a desvalorização cambial. Com efeito, o objetivo da eliminação das restrições do comércio é fazer que cada país se dedique à produção dos bens e serviços para os quais disponha de maiores vantagens comparativas. Mas não desequilibrar a balança comercial do país. Ou seja, o aumento das importações deve ser financiado pela expansão das exportações (propiciada pelo realinhamento da taxa de câmbio), e não pela captação do hot money internacional atraído por altas taxas nominais de juros combinadas por âncoras cambiais.

Devido a um ataque especulativo sofrido em março de 1995, o Banco Central teve que intervir fortemente no mercado de câmbio para desfazer o desequilíbrio entre oferta e demanda de divisas, tentando aliviar as pressões para uma eventual desvalorização do Real. A ocorrência do movimento especulativo também pode ser explicado devido as expectativas de uma possível máxi-desvalorização. A implementação de um regime de

bandas cambiais cujo limite inferior era praticamente a paridade corrente praticada pelo mercado e a banda superior era 4,5% superior a cotação praticada, aliado a um cenário em que o Banco Central já vinha tendo que atuar na venda para conter o avanço da desvalorização do real, poderia ser sinônimo de uma desvalorização de 4,5%, se o BACEN só voltasse a operar na venda de divisas no teto da banda.

Aproximadamente US\$ 4,2 milhões de reservas internacionais foram consumidas em diversos leilões realizados pelo Banco Central com o objetivo de manter a taxa de câmbio dentro de parâmetros previamente estabelecidos. Outras medidas também foram adotadas com o objetivo de aumentar a oferta interna de dólares como a redução do IOF para recursos captados no exterior através de empréstimos em moeda e reduziu o limite para a posição comprada dos bancos de US\$50 milhões para US\$ 5 milhões. No câmbio flutuante este limite era de US\$ 10 milhões e passou para US\$ 1 milhão, sem remuneração. Concomitantemente a essas medidas o governo aumentou a taxa de juros internas.

A forma de condução da política cambial foi substancialmente modificada no início de março de 1995, quando o BACEN estabeleceu, no dia 6, o regime de bandas cambiais, restringindo a flutuação do real dentro de uma faixa entre R\$ 0,86 e R\$ 0,90, que vigoraria até 1º de maio de 1995 e de R\$ 0,86 até R\$ 0,98 a partir de 2 de maio. Dessa forma o Banco Central interviria no mercado de câmbio vendendo dólares sempre que a cotação do mesmo diante do Real atingisse o teto da intrabanda, gerando um excesso de oferta e uma queda do preço do dólar. Analogamente o Banco Central entraria no mercado comprando dólares sempre que a cotação do mesmo atingisse o limite inferior da intrabanda cambial. Assim um excesso de demanda de dólares seria

gerado aumentando o preço do dólar. Com essa metodologia planejada de desvalorização cambial, as margens de flutuação da moeda eram relativamente pequenas, tornando-se mais difícil realizar quaisquer tipos de especulação contra a moeda.

Com esse novo sistema, os agentes econômicos puderam planejar suas operações dentro de um limite predeterminado de flutuação da moeda e, como as margens de flutuação eram relativamente pequenas, tornou-se mais difícil realizar quaisquer tipos de especulação contra a moeda.

A mudança da banda cambial decretada pelo Banco Central na semana de 6 de março de 1995 marca o início de uma nova fase na administração do plano Real. Desde julho de 1994 vários fatores vinham colaborando para o declínio da inflação, além do ajuste fiscal precário e da hábil passagem da URV para o Real: as margens de folga nos preços criadas pelos reajustes anteriores à introdução da nova moeda, o congelamento de tarifas e preços públicos, as excelentes safras na entrada do verão, a liberação das importações e a queda de 15% na cotação do dólar. Em nenhum momento a inflação declinara pela contenção da demanda interna, ao contrário, esta se mantivera bastante aquecida desde julho de 1994, apesar das medidas de contenção ao crédito imposta pela autoridade monetária.

A conta, como já foi dito acima, veio nos déficits comerciais de novembro a fevereiro de 1995, consequência da supervalorização cambial, da liberação das importações e do aquecimento da demanda interna, fazendo com que o Brasil ficasse mais vulnerável diante do efeito tequila.

Dentro dos novos parâmetros da banda cambial, a taxa de câmbio chegou a atingir R\$ 0,914/ US\$ 1,00 e voltou a recuar para R\$ 0,896/ US\$ 1,00 no final do mês de março, sinalizando uma desvalorização total de 5,2% no mês de março.

VI.2 . O Cenário Cambial Pós-crise Mexicana

A partir de abril de 1995, com a normalização dos mercados, houve maior facilidade para que a sistemática de bandas cambiais pudesse ser consolidada, e , a partir de maio do mesmo ano, o Banco Central passou a permitir um ajuste gradual da taxa de câmbio, intervindo no mercado em possíveis situações de desequilíbrio de demanda e oferta de divisas.

Com a reversão das expectativas no cenário internacional a partir de uma aparente melhora da situação mexicana, os recursos externos foram gradativamente ingressando nos países latino-americanos e já no mês de maio de 1995,o país lançou um bônus do tesouro (em euroienes), na Europa, no valor de 80 milhões de ienes (correspondentes a 944 milhões de dólares. Os recursos captados deveriam ser destinados à substituição da dívida mobiliária interna por dívida externa. Em junho de 1995 o câmbio contratado no segmento financeiro voltou a apresentar superávit devido aos ganhos obtidos com o diferencial entre os juros internos e os externos.

Nessa época, também, o governo adotou medidas para melhorar a situação da balança de pagamentos brasileira. Uma dessas medidas foi o leilão de spread fazendo com que os dealers (bancos que atuam em nome do Banco Central) devessem oferecer

cotações simultâneas de compra e venda de moeda estrangeira, sendo que o Banco Central pode entrar tanto como comprador ou vendedor. Assim flutuações muito grandes da taxa de câmbio seriam eliminados e os movimentos especulativos, principalmente em relação às expectativas da mudança da faixa de flutuação cambial, seriam restringidos. No dia 22 de junho, foram alterados os parâmetros da banda cambial, de R\$ 0,88 a R\$ 0,93 para R\$ 0,91 a R\$ 0,99 por dólar.

Essa modificação criou expectativas de iminente desvalorização cambial, provocando forte demanda líquida de divisas, como resultado da conjugação de movimentos de queda nas contratações de câmbio de exportação e compras financeiras, e aumento nas importações e vendas financeiras. O superávit cambial acumulado no mês reduziu-se de US\$ 912 milhões dia 21, para algo em torno de US\$ 164 milhões no dia 30. Adicionalmente, observou-se grande demanda líquida de divisas pelos bancos. Porém, com o novo sistema de leilões, reduziram-se as possibilidades de grandes oscilações na taxa de câmbio, uma vez que o Banco Central teria a opção de comprar ou vender divisas a cada leilão de spread, dependendo do nível de taxa oferecido pelos dealers.

No início de julho, diante da constatação pelo mercado de que as desvalorizações só se dariam de maneira gradual, houve um aumento significativo na oferta de divisas. Os agentes econômicos normalizaram suas operações, enquanto os bancos reverteram prontamente suas posições compradas, gerando oferta adicional de divisas. A política cambial tinha como orientação básica assegurar pequenos ajustes nominais na taxa de câmbio, mas de forma não-sistemática, para não servir de parâmetro a uma possível indexação, formal ou não. Dados os níveis de ofertas de divisas, o BACEN teve de atuar

intensamente no mercado, adquirindo os excedentes, com vistas a manter a taxa de câmbio dentro dos parâmetros adequados de oscilação que não causassem desconforto ao mercado. Ao final de julho de 1995, a taxa situava-se em R\$ 0,936 / US\$ 1,00 indicando uma desvalorização de 1,52% no mês fechado.

Apesar do início de 1995 Ter sido alvo de uma grave situação de instabilidade, a política cambial foi mantida de acordo com os objetivos do Plano Real, desempenhando papel relevante para os avanços no processo de estabilização da inflação. Dessa forma o ano de 1995 foi marcado pela busca de uma combinação ideal de medidas que regulassem os fluxos cambiais de modo a conter a entrada de recursos de curto prazo e dar prioridade aos de longo prazo, sendo estes determinantes para a qualidade do financiamento do déficit em transações correntes do balanço de pagamentos, impedindo a gradual deterioração das contas externas.

VI.3. Crise Financeira Internacional e a Crise Asiática.

A Ásia havia obtido desde o início de 1990, e principalmente entre os anos de 1992 e 1995, uma performance econômica notável. Nunca antes na história mundial alguma região conseguiu sustentar um crescimento tão rápido por tanto tempo.

Ao final de outubro e início de novembro de 1997, o contexto econômico-financeiro interno, foi fortemente influenciado pela crise dos países do leste asiático. As sucessivas quedas nas bolsas de valores e o processo de desvalorização das moedas daqueles países

criaram clima de maior instabilidade no mercado financeiro internacional, principalmente no tocante às economias dos países emergentes.

No entanto, com o passar do tempo, o pânico inicial que se alastrou pelos mercados de capitais cedeu lugar a um ambiente de grande incerteza, mas que permite análises mais ponderadas. Essas análises convergem em atribuir a origem da crise asiática ao advento de problemas bancários em alguns países relativamente pequenos, como Tailândia e Indonésia, cujos governos relutaram em tomar ou simplesmente não tomaram as medidas adequadas de ajuste, não evitando quebra de grandes empresas e uma recessão sem precedentes na região. Os investidores podiam tomar recursos no mercado interno, uma vez que quase não havia controle de crédito em moeda local. É importante destacar que o crédito era abundante nesses países devido em grande parte aos sucessivos superávits comerciais obtidos durante as décadas de 80 e início dos anos 90 e à entrada de investimento estrangeiro. Como os mercados asiáticos eram profundamente sensíveis aos movimentos da economia mundial, a apreciação do dólar observada em 1995 - consequência natural da entrada de capitais descritas acima - gerou uma perda de competitividade das exportações que não mais seriam recuperadas uma vez que as moedas desses países estavam atreladas ao dólar. Consequentemente não só a balança comercial desses países como também a balança de capitais foram afetadas devido às quedas de lucratividade das empresas e bancos e à expectativa adversas de novas variações cambiais.

A Tailândia foi o primeiro país da região a ser atingida por uma onda de desconfiança. A dívida externa tailandesa era de US\$ 95 bilhões e correspondia a quase metade do PIB. A maior parte dessa dívida vencida a curto prazo e as reservas do país

eram só de US\$ 30 bilhões. Pressionado, o governo adotou o câmbio livre e a moeda perdeu 20% do valor. A crise acabou se espalhando por outros países da região.

Uma vez que as condições macro-econômicas desses países se deterioraram, os recursos captados nos mercados internos eram aplicados em moedas estrangeiras, fazendo com que as moedas locais sofressem fortes desvalorizações. Isso gerou perda generalizada de confiança não só nesses países mas também em outros, maiores, com problemas semelhantes e proporcionais a seu tamanho, como Coréia do Sul e Japão. Houve uma reavaliação de riscos e de preços de ativos em todo o mundo, acompanhada de contração da liquidez internacional e visível transferência de recursos para aplicações mais seguras. Vale ressaltar que, diferentemente dos países asiáticos, o Brasil possuía – e possui – um grande controle sobre os empréstimos internos através da aplicação dos compulsórios impossibilitando, dessa forma, operações especulativas como as que ocorreram no sudeste asiático.

Os sucessivos ataques especulativos às moedas locais acabou promovendo uma forte contração no mercado acionário local, fazendo com que os efeitos fossem sentidos nas demais bolsas de valores internacionais, consequência direta de uma economia cada vez mais globalizada. Na Bovespa o “*circuit breaker*” teve de ser acionado diversas vezes para conter as sucessivas quedas desenfreadas do Ibovespa. O que motivou a acentuada queda do índice e o esvaziamento das bolsas brasileiras foi a necessidade de, principalmente fundos estrangeiros, realizar lucro na bolsa brasileira diante do expressivo resultado acumulado pelo Ibovespa no ano, da grande perda decorrente da crise asiática e da instabilidade da situação econômica brasileira.

O mercado livre de câmbio apresentou aproximadamente 1,6 bilhões de dólares de déficit em outubro de 1997. As contas externas brasileiras foram consideravelmente afetadas pela crise das moedas asiáticas, em particular no último trimestre do ano. A saída líquida de recursos pelo fluxo cambial atingiu US\$ 10,147 bilhões em dois meses (outubro e novembro). Apenas em dezembro, esse fluxo recuperou em parte a perda de reservas, indicando um superávit de US\$ 1,6 bilhão. Assim, após ter alcançado US\$ 61,9 bilhões no final de setembro, as reservas internacionais fecharam o ano de 1998 no patamar de US\$ 44,56 bilhões.

VI.4. A Resposta Brasileira Diante da Crise Financeira Internacional.

Com a finalidade de inibir os ataques ao real, o Banco central brasileiro passou a não mais remunerar os depósitos de dólares que eram feitos em sua conta no exterior quando as posições compradas dos bancos excediam o limite de US\$ 5 milhões comprado e também elevou o lote mínimo para compra de dólares de US\$ 500 mil para US\$ 15 milhões, diminuindo as margens de manobra dos bancos.

Como acontecera antes diante da crise mexicana, o governo decidiu manter sua política cambial inalterada não promovendo dessa forma nenhuma desvalorização cambial mais acentuada que o previsto pelo sistema de bandas cambiais. Da mesma forma, o governo entrou no mercado de câmbio vendendo dólares afim de equilibrar a demanda e oferta de moeda estrangeira queimando as suas reservas internacionais.

Os juros foram aumentados na tentativa de inibir a saída de dólares do Brasil, atrair o capital especulativo e diminuir o saldo da conta importações devido à redução do nível de atividade. A taxa anual de juros nominal ficou em cerca de 43%. Como consequência da política monetária contracionista, todas expectativas quanto ao crescimento do PIB brasileiro foram revistas e, diante da retração da atividade econômica, o PIB fechou o ano de 1997 com o crescimento de 3.47%. Concomitantemente, o governo estabeleceu um pacote fiscal com a finalidade de minorar os efeitos do aumento dos juros sobre as contas públicas aliviando os encargos sobre a dívida pública. O imposto de importação incidente sobre os produtos abrangidos pela tarifa externa comum foi aumentado em 3 pontos percentuais. Também foram tomadas medidas para incentivar as exportações e consequentemente diminuir a elevada dependência do mercado financeiro brasileiro ao capital internacional.

Aos poucos começaram a aparecer as reais dimensões dos problemas coreanos e japoneses. Na Coreia, a crise atinge, além do setor financeiro, com volumosa dívida externa de curto prazo agravada por sucessivas desvalorizações cambiais, os grandes conglomerados industriais, dos quais alguns faliram.

O país assinou acordo com o FMI para que possa receber empréstimos de US\$ 57 bilhões em três anos, aí incluídos recursos de organismos internacionais, dos EUA, do Japão e de países europeus. Em troca, o acordo exige significativa reestruturação financeira, reforma administrativa dos conglomerados empresariais e redução de barreiras comerciais, entre outros pontos. Apesar destas medidas a Coreia do Sul enfrenta as consequências do esgotamento de seu modelo de desenvolvimento e não apenas as agruras do fim de um ciclo de investimentos.

O Japão, convivendo com estagnação econômica e déficit fiscal, não tem como adiar mais o saneamento de seu sistema financeiro, embora disponha de recursos próprios para fazê-lo. Desde 1989, quando estourou a bolha especulativa nos mercados de ações e de imóveis, bancos e corretoras ficaram com créditos e ativos de má qualidade, mas evitaram contabilizar perdas. Estas se acumularam e, no bojo da atual crise, não puderam mais ser ocultadas, provocando de imediato a falência de algumas instituições financeiras. O governo ainda debate sobre a utilização de fundos públicos para garantir os clientes das instituições em dificuldades, mas não há alternativas diante da ameaça de crise sistêmica e a experiência internacional mostra que quanto antes se adotar essa solução, menor seu custo.

VI.5. A Crise Russa.

Para intensificar mais ainda a crise internacional, a Rússia em 17 de Agosto de 1998, incapaz de honrar seus compromissos de curto prazo e reverter suas perdas maciças de divisas e amenizar os déficits público e comercial, declara a suspensão unilateral dos pagamentos das dívidas externa e interna. Esta medida é acompanhada de uma desvalorização do rublo, moeda local em aproximadamente 98% frente ao dólar em apenas um mês. Além disso, a economia russa volta a enfrentar um grande surto inflacionário e testemunha o desabastecimento de produtos essenciais nos supermercados.

As razões principais dessa nova crise foram os sérios problemas orçamentários russos, a instabilidade política do país e a diminuição das receitas de exportação resultante da queda dos preços das commodities e do petróleo no mercado internacional.

VI.6. Reflexos da Crise no Brasil

A evolução de mais uma crise que abalara o mercado financeiro mundial era cada vez mais imprevisível, uma vez que além dos aspectos econômicos, há uma complexa questão da confiança dos investidores globais para que se normalizem os fluxos de capitais. Cada país deve adotar as medidas mais indicadas em seu caso, através de políticas econômicas eficientes e merecedoras de credibilidade. Nesse sentido, o Brasil tem não abandonou a política cambial até então adotada. O País foi um dos mais afetados pela crise desde outubro de 1997 com elevadas quedas nos preços das ações e dos títulos públicos de dívida externa (Brady bonds), as dificuldades de renovação dos títulos privados no exterior e a atitude defensiva de bancos em face da possibilidade de desvalorização do câmbio pressionaram as reservas internacionais.

Entendendo o caráter emergencial da situação, o Governo reagiu pronta e vigorosamente através de instrumentos clássicos de intervenção, como a elevação das taxas de juros básicas, a fim conter a saída alucinada de reservas, que chegaram a atingir o volume de US\$ 10 bilhões num único dia. Dessa forma, o modelo adotado para a estabilização econômica do país fundamentou-se na dependência direta do capital estrangeiro, para cobrir o déficit do Balanço de Pagamentos e para constituir as reservas internacionais, necessárias para garantir as importações e a segurança dos credores

externos que financiam o país. Em seguida, foi anunciado um conjunto de medidas de contenção fiscal e de ajuste de contas externas. Na verdade, não se alterou o rumo que o processo de estabilização vinha seguindo. Apenas a sensação de urgência fez com que se acelerasse o seu ritmo. Portanto, a política cambial continuou a mesma, visando recuperar a taxa real de câmbio por meio de correções nominais superiores à diferença entre inflação interna e externa. Além disso, o cronograma de privatizações em nível federal e estadual está sendo cumprido e o alcance do programa de desestatização ampliado.

A crise cambial das economias asiáticas e russa interrompeu a queda gradual da taxa de juros interna. A manutenção de uma taxa elevada de juros encareceu o carregamento da dívida líquida do setor público, ou seja, aumenta a despesa de juros nominais e em consequência do déficit público nominal. Nesse caso, o retorno da queda gradual das taxas de juros exigiria não só (i) a recuperação das reservas mas também a adoção efetiva de (ii) medidas fiscais restritivas, (iii) austeridade monetária (iv) redução da incerteza nos mercados emergentes com aparecimento.

VI.7. O Acordo Com o FMI

Diante de uma crescente deterioração das expectativas em relação a economia brasileira que era vista como a bola da vez no contexto de crises internacionais, e diante da importância do Brasil nos mercados internacionais o Brasil fechou um empréstimo com o FMI, BID, Banco Mundial e alguns países ricos num total de US\$41,5 bilhões. O objetivo, com isso, é deixar o Brasil mais “forte”, garantindo que os compromissos

externos serão honrados e conseqüentemente reconquistando a credibilidade do país no exterior. Duas parcelas do empréstimo já foram liberadas, com o país tendo recebido cerca de US\$ 20 bilhões.

Com o reforço de caixa do empréstimo, o país está podendo, paulatinamente, reduzir as taxas de juros, atualmente o principal instrumento para manter e atrair o capital estrangeiro e diminuir a pressão sobre a demanda de dólares. Entretanto o acordo com o FMI e as demais instituições é condicionado à diversas metas a serem atingidas pelo governo.

O superávit primário, principal meta a ser cumprida, foi considerado um critério de desempenho pela primeira vez. Do cumprimento da meta fixada depende a liberação das parcelas do empréstimo do Fundo. O programa acertado com o FMI prevê uma queda próxima de 3,5% do PIB e, apesar dessa queda, o governo se comprometeu a obter um superávit primário de 3,1% do PIB no ano.

O aumento do superávit para união este ano já está praticamente assegurado com as medidas adotadas até agora. Entre elas, a suspensão de promoções de servidores e de concursos públicos, o contingenciamento das despesas autorizadas no orçamento da união e o fim da compensação do recolhimento da COFINS no pagamento do IPI. A CPMF criada em 1996, criada para aumentar os recursos destinados à saúde, deveria deixar de ser cobrada no início de 1999, mas foi prorrogada e teve sua alíquota aumentada para garantir as metas acertadas com o FMI. Com uma arrecadação de R\$ 7,7 bilhões prevista para este ano, a contribuição se tornou um dos principais instrumentos do governo para atingir as metas fiscais.

O acordo com o Fundo estabeleceu ainda regras para o Banco Central atuar no mercado de câmbio. O BACEN podia vender até US\$ 3 bilhões em março, para forçar uma queda nas cotações e evitar especulação. Se não fosse necessário vender esse total, a sobra poderia ser usada no mês seguinte. Entretanto o uso da sobra do mês anterior está limitado a 25% da cota do mês corrente (US\$ 2 bilhões, em abril). Ou seja, em abril o BACEN só pode vender US\$ 2,5 bilhões no mercado.

VI.8. A Mudança no Regime Cambial

Devido à crescente deterioração das expectativas brasileiras, e a crescente saída de capitais estrangeiros do Brasil após sucessivas crises financeiras internacionais, mesmo após o acordo com o FMI, o Brasil finalmente “sucumbe” diante da pressão do mercado por liberação do câmbio. A desvalorização da moeda foi a saída adotada no início do ano, e por vários países asiáticos, em 1997, para evitar o esgotamento de suas reservas em dólares. Ela ocorreu em resposta à desconfiança dos investidores estrangeiros e nacionais quanto a capacidade do país de manter sua moeda excessivamente valorizada, tendo uma balança comercial e de serviços fortemente desfavorável.

Enquanto ainda dispunha de reservas, o Banco Central brasileiro, atendeu à procura por divisas para sustentar o câmbio. Mas quando esse volume de recursos atingiu um nível que punha em risco o pagamento das contas no exterior, principalmente, diante da rapidez da deterioração das reservas, o governo, em 13 de janeiro, promoveu um alargamento da banda cambial que representou a desvalorização imediata do Real em

8,9% frente ao dólar. Os novos limites da banda passaram a ser de R\$1,20 e R\$1,32 por dólar.

A nota à imprensa divulgada na manhã do dia 13 também dizia; “ a nova banda terá movimento diagonal ao longo do tempo com gradual ampliação do intervalo de flutuação. O atual sistema de intrabandas permite no presente um intervalo de flutuação de mais ou menos 0,6% em relação ao centro com movimento diagonal da ordem de 7% ao ano. A nova banda estabelecerá imediatamente um intervalo de flutuação muito maior, de mais ou menos 5% em relação ao centro da banda, com movimento diagonal muito menos acentuado, da ordem de 3% ao ano...Cria-se um sistema de bandas com movimento endógeno, baseado na noção de que o movimento do teto deve ser acelerado quando a taxa de câmbio encontra-se próxima ao piso, e que o movimento do piso deve ser desacelerado quando a taxa encontra-se próxima ao teto. Este será o mecanismo de ampliação do intervalo de flutuação ao longo do tempo.”

Segundo trechos do documento elaborado pelo então presidente do Banco Central, Francisco Lopes, explicando a nova banda cambial, “ o objetivo não é produzir uma desvalorização cambial de modo a inibir o movimento de capitais especulativos de curto prazo ao mesmo tempo que se criam condições para uma queda mais rápida da taxa de juros. Adicionalmente poderá resultar uma elevação temporária da taxa de inflação, possivelmente alcançando a marca de 5 a 6% ao ano em 1999 na pior da hipótese, mas certamente retornando aos 2 a 3% ao ano em 2000. Se isto de fato acontecer, ficará mais fácil a realização das metas fiscais propostas pelo governo.”

Vale ressaltar que a época de implementação da nova banda cambial, o Brasil vivia não somente um momento conturbado de ordem econômica, como também de ordem política. Nas vésperas do anúncio da nova banda cambial, o até então presidente do BACEN, Gustavo Franco, deixava a presidência do mesmo. Gustavo Franco era contra a idéia de abandonar a defesa da moeda e achava que, com o ajuste fiscal inteiramente aprovado, o país seria capaz de manter sua moeda forte. A mudança do câmbio também desencadeou uma crise entre o Banco Central e o FMI. O Fundo temia que outras economias latino-americanas fossem abaladas pelo o que estava acontecendo no Brasil e isso se espalhasse no território. No meio de toda essa confusão, um episódio aumentou a turbulência do mercado. O diretor Cláudio Mauch, que cuidava da fiscalização dos bancos, anunciou que estava demissionário.

Diante do quadro acima descrito, no dia 15, depois de uma queda de braço com o mercado financeiro, o Banco Central é forçado a deixar de intervir no câmbio. O real é desvalorizado em 17% num único dia e fecha cotado em 1,46 unidades por dólar. No dia 18 de janeiro, o BACEN anuncia oficialmente, antes da abertura do mercado, a adoção do sistema de câmbio livre no país.

Por orientação do FMI, o BC eleva a taxa de juros de 32,5% ao ano para 35,5%, no dia 27, para reduzir a pressão sobre o câmbio. Mesmo com essa medida, no dia 29, uma Sexta-feira quando venciam os contratos futuros de dólar na BM&F, a cotação do dólar ultrapassa pela primeira vez a barreira dos R\$ 2 no mercado de câmbio. A moeda americana chegou a ser negociada a R\$ 2,18 no câmbio comercial e financeiro, mas recuou e fechou em R\$ 2,10 por dólar. O mercado financeiro é inundado com uma onda de boatos de confisco, feriado bancário e reestruturação da dívida do país. O presidente

Fernando Henrique Cardoso teve de, inclusive, ir a televisão acalmar os ânimos da população, que naquele momento já iniciara uma corrida aos bancos.

No dia 2 de fevereiro o governo anuncia a segunda mudança na presidência do Banco Central em menos de 20 dias. Assume o economista Armínio Fraga e deixa o governo o economista Francisco Lopes, que havia sido confirmado no cargo cinco dias antes. O nome de Armínio Fraga acalma um pouco o mercado uma vez que ele já havia tido experiência tanto no lado acadêmico, quanto na parte operacional do mercado – Armínio fora operador dos fundos administrados pelo investidor George Soros.

Em 11 de março a equipe econômica inicia uma série de viagens ao exterior para tentar conseguir que os bancos privados retomem as linhas de crédito ao Brasil. A maratona do governo brasileiro para convencer os grandes investidores privados de que o ajuste fiscal será cumprido tem repercussão positiva e o real inicia sua trajetória de valorização em relação a moeda americana. Na semana seguinte o governo prorroga a isenção de imposto de renda sobre os rendimentos em fundos de renda fixa de capital estrangeiro auferidos entre o dia 1º de setembro de 1998 e 30 de junho de 1999. O prazo de isenção vence em 1º de março. O governo também decide reduzir a alíquota do IOF (de 2% para 0,5%) e baixar uma regulamentação proibindo a aplicação em fundos de investimentos no exterior por parte dos bancos brasileiros e suas subsidiárias no exterior. Essas medidas foram tomadas para que o país voltasse a atrair o capital estrangeiro, ainda que de curto prazo, para poder financiar o déficit da balança de pagamentos. Só em janeiro, esse déficit fora de US\$ 8,328 bilhões. Já no final de março os fundos de renda fixa de capital estrangeiro registram entrada líquida positiva mostrando que os incentivos fiscais atraíram o capital externo. Da mesma forma aumentaram o

repatriamento de recursos de investidores brasileiros no exterior, que aplicavam nos Fundos de Investimentos no Exterior e aumentaram a captação líquida de recursos de bancos brasileiros no exterior.

Esses indicativos mostram que a credibilidade dos investidores em relação ao real interrompe a tendência declinante.

VI.9. Desvalorização Cambial e Inflação

A flexibilização da política cambial brasileira promovida a partir de 12 de Janeiro, como já foi dito, acarretou forte desvalorização da moeda nacional. Em apenas uma semana o dólar comercial estava valendo cerca de 40% a mais, passando de R\$1,20 para R\$1,70 e ultrapassando a marca dos R\$2,00 na “Sexta-feira negra”.

Fazendo uma análise posteriori, podemos dizer que a desvalorização cambial deu-se principalmente à imposição do mercado e menos devido à decisão do governo. Diante do desequilíbrio macroeconômico interno, da ameaça de moratórias estaduais e de negociações políticas complicadas para aprovação do ajuste fiscal em 1999, mais de US\$6 bilhões haviam deixado o país no início de janeiro. As reservas internacionais do Banco central atingiram US\$30 bilhões e a persistência na política anterior poderia acarretar em queima total das reservas brasileiras e , a taxa de câmbio ficaria sem qualquer referência para um limite de baixa.

No regime de flutuação cambial atualmente implantado a autoridade monetária intervêm esporadicamente no mercado (dirty floating). Um mercado como o Brasil onde há forte movimentação de capitais para dentro e para fora do país, costuma experimentar o que os economistas chamam de overshooting das taxas de câmbio. A moeda nacional se desvalorizou-se além do que seria razoável segundo os fundamentos da economia como as condições fiscais, monetárias e de endividamento dos agentes econômicos. Entretanto , passado o período inicial de ajuste (que no Brasil foi mais curto do que qualquer país que recentemente sofrera uma forte desvalorização cambial), o câmbio tende a estabilizar-se e, então gerar os frutos em termos de ajuste do setor externo, redução das taxas de juros e liberação do potencial de crescimento da economia.

Por outro lado, a curto prazo, o custo da desvalorização cambial é a recessão e a pressão inflacionária. Os preços do insumos e bens de capital importados – essenciais ao processo produtivo- aumentam, enquanto que, somente a médio prazo, o mercado externo é aberto para produtos nacionais. Incertezas quanto à liquidez e solvência financeira do agentes econômicos endividados em moeda s externas e que não adotaram mecanismos de hedge cambial são gerados. Finalmente, o Executivo aciona mecanismos de contenção monetária e fiscal para frear uma potencial superdesvalorização da moeda nacional.

O que mais preocupou e preocupa os especialistas foi o impacto da desvalorização cambial sobre a taxa de inflação. A sustentação política do atual governo depende da manutenção das baixas taxas de inflação observadas após a implementação do plano Real. Em nome do combate à inflação, o país apresentou, nos últimos anos, taxas de

crescimento econômicos declinantes e taxas reais de juros elavadas, o que provocou aumento do endividamento do setores público e privado em moeda estrangeira e aumento do desemprego.

Em princípio a desvalorização cambial significa mudança dos preços relativos e não teria por que provocar uma inflação permanente. Ela aumenta os preços dos bens negociáveis com o exterior relativamente aos bens não-transacionáveis externamente, e em particular, os salários e serviços. Essa mudança dos preços relativos gera uma inflação transitória nos índices de preços. O problema surge quando essa inflação transitória se transforma em inflação permanente e, pior ainda, crescente. Esse problema surgiria numa economia com grande relação comércio exterior – PIB pois os custos aumentam generalizadamente e é difícil substituir as importações por produção nacional. Da mesma forma, se existe um alto grau de indexação da economia: o impacto inicial da desvalorização cambial tende a ser rapidamente repassado aos salário e preços. A inflação aumenta em seguida provocando novas pressões para desvalorização da moeda, criando uma espiral inflacionária. Igualmente se a economia estiver operando numa situação de pleno emprego (que não era o caso brasileiro). Nesse caso a desvalorização aumenta a demanda por exportações que, por sua vez, esbarra na oferta rígida da produção doméstica, provocando aumento dos preços e inflação.

No Brasil, o efeito da desvalorização cambial sobre a inflação contrariou as expectativas que eram bastante pessimistas a partir de janeiro de 1999. Podemos citar a pequena relação comércio exterior / PIB (17,7% em 1997), enquanto que em países como a Indonésia e o México onde esse índice chega a 56,2% e 60,5% respectivamente. Também o Brasil foi beneficiado pela redução dos preços das commodities agrícolas e do

petróleo no mercado externo. A desindexação da economia nesses últimos anos também colaborou para minorar o impacto, apesar da tão dita memória inflacionária do brasileiro. Tanto o fato de que atualmente, por lei, a correção monetária de preços, salários e débitos só é permitida em prazos iguais ou superiores a doze meses, quanto o contexto recessivo em que se encontra o país, colaboraram para que a queda do valor real seja absorvida via redução das margens de lucro das empresas e do consumo das famílias e do governo.

A inflação transitória dos próximos meses pode ajudar a política fiscal, devendo executivo evitar a indexação da despesas nos orçamentos fiscais de 1999. Isto faria com que o valor real dos gastos públicos caíssem, e daria mais tempo ao executivo para colher os frutos derivados das medidas fiscais e reformas da estrutura que foram e estão sendo aprovadas em 1999.

VI.10. A Desvalorização Cambial e as exportações líquidas

Apesar da conclusão de que, mantendo os outros fatores constantes, uma maior taxa real de câmbio melhora o saldo da balança comercial, há um importante ponto a ser dito; dependendo em quão rápido os importadores e exportadores respondem a mudanças dos preços relativos, os efeitos de uma variação na taxa real de câmbio sobre as exportações líquidas podem ser fracos no curto prazo e até pode haver um movimento “errado”, ou seja, um aumento das importações no curto prazo.

Diante de uma depreciação real da moeda doméstica, como a que ocorreu no Brasil, os bens domésticos passam a comprar menos bens estrangeiros. No longo prazo a

depreciação real do câmbio induzirá os agentes a reduzirem suas importações e o preço relativo mais barato dos bens domésticos induzirá as exportações. No curto prazo, entretanto, é difícil substituir todas as mercadorias e serviços que antes eram importadas, fazendo com que haja um declínio nas exportações líquidas pois agora o país paga mais pelas importações. Ao longo do tempo uma depreciação real da moeda leva a um aumento das exportações líquidas. Esse comportamento da balança comercial é chamado de curva J.

No Brasil, no entanto, o movimento de depreciação do real, foi tão forte no início de 1999, que a redução do nível de importações foi quase instantânea. O clima de incerteza gerado por tal movimento do câmbio também favoreceu essa redução. Dessa forma, já em fevereiro a balança comercial brasileira atingiu um superávit de US\$ 219 milhões.⁴

⁴ Conjuntura econômica

VII. CONCLUSÃO

Ao ser lançado o Plano Real em julho de 1994, a nova moeda foi cotada a R\$ 0,93 por dólar, para a perplexidade de muitos empresários e economistas, dando início a um debate sobre a política cambial que permanece aceso até hoje. Depois de um período em que o real se valorizou ainda mais em relação ao dólar, a política cambial do Plano tomou uma configuração mais precisa com a introdução do sistema de desvalorização por minibandas a partir de março daquele ano, ainda sob o impacto da crise do México. O que se discute hoje é se a desvalorização vem sendo feita na proporção adequada e se resolveria o problema do déficit em conta corrente, que, ao fim deste ano, foi de 4,48% do Produto Interno Bruto (PIB).

A economia apresentou em 1998 um pequeno crescimento – de apenas 0.14% em relação ao ano anterior. As razões remontam o ano de 1997. A não implementação das medidas fiscais logo após a crise asiática e o gradualismo do ajuste cambial, que passou a exigir taxas de juros muito altas são as principais. A partir da crise asiática foi criado um ambiente de incerteza no mercado financeiro internacional, provocando uma reavaliação de riscos e de preços de ativos em todo o mundo, acompanhada da contração da liquidez internacional e visível transferência de recursos para aplicações

defensivas, movimento conhecido no mercado como “flight to quality”, que consiste na fuga para ativos de baixo risco e alta liquidez, caso típico dos títulos do tesouro de países ricos e estáveis como EUA, Japão e Alemanha.

Os elevados juros internos foram capazes de atrair fluxos permanentes de capital estrangeiro., registrando níveis recordes de reservas internacionais em 1998. No entanto, o crescente desequilíbrio das contas públicas, reflexo da incapacidade do governo em reduzir despesas, pressionou a poupança interna, potencializando o déficit corrente e tornando crítica a situação econômica.

A crise da Rússia, no final de 1998, chegou no momento em que a fragilidade do país se tornava evidente. O esgotamento da política monetária encontrou seu limite frente à rigidez dos fluxos externos para os países emergentes, fruto do crescimento exponencial do risco dessas economias. O governo anunciou novo ajuste, buscando junto ao FMI o aval externo para restabelecer a credibilidade, que se exauria na proporção direta dos crescentes desequilíbrios. As expectativas desfavoráveis se tornaram ainda mais intensas em janeiro, com a decisão do governo de Minas Gerais de não participar do esforço fiscal, anunciando o calote de sua dívida com a união.

O Banco Central, diante da queda vertiginosa das reservas internacionais, e após tentar por um dia o regime de “bandas diagonais”, não teve outra alternativa senão adotar a livre flutuação cambial. O efeito da forte desvalorização da moeda passou a se refletir sobre os índices de preços – com efeitos menores que a inicialmente previstos por motivos já salientados neste trabalho- ,sobre a atividade produtiva de curto prazo e sobre a dívida pública.

Com relação a este segundo, a desorganização dos preços relativos paralisou as atividades pela dificuldade das empresas em estimar seus custos produtivos. E com relação ao terceiro, a dívida pública interna cresceu mais de 11% nos primeiros dois meses de 1999, em decorrência do efeito da elevação do câmbio e dos juros sobre a dívida mobiliária fortemente indexado ao pós-fixado. Em março, o governo teve suas metas de contenção aprovadas pelo FMI. Os seus termos, caso cumpridos, desenham as perspectivas da economias para os próximos anos.

Metas e perspectivas

Superávit primário de 3,1% do PIB; o FMI alterou seu conceito de desempenho. A redução do déficit nominal deixou de servir como critério de avaliação. Essa alteração, além de tornar mais evidente o esforço do governo em ajustar suas contas, dá maior autonomia ao Banco Central na condução da política monetária. Um conjunto de medidas de redução de despesas e de aumento de receitas, como a nova alíquota de 0,38% do CPMF, já vem sendo tomado para tornar factível essa estimativa.

Superávit de US\$ 11 bilhões na balança comercial; essa meta constitui enorme desafio. De um lado exige a retomada, a curto prazo, de linhas de crédito, externas e internas, às exportações. Como estratégia complementar, é preciso adotar medidas mais agressivas de promoção das exportações que contemplem o alargamento do universo de empresas participantes do mercado externo. Isso requer apoio institucional e financeiro do governo para o desenvolvimento da produção e da inovação industrial. Por outro lado, os preços das principais *commodities* exportadas pelo Brasil caíram no mercado internacional, tornando o esforço sobre a exportação ainda maior. A desaceleração da

economia na maioria dos países da OCDE e o resultado comercial negativo acumulado até fevereiro, de US\$ 535 milhões, deixam dúvidas quanto ao alcance dessa meta.

Inflação annual média de 16,8%; os motivos apresentados na seção VI.9 nos fazem crer que a retração da demanda agregada tem assegurado o não repasse da alta dos preços industriais, o que vem ajudando a neutralizar possíveis ações de indexação.

Queda do PIB entre 3,5% e 4%; a perspectiva de queda do PIB trará dificuldades ainda maiores para o mercado de trabalho. A taxa de desemprego aberto (IBGE) vem aumentando progressivamente. A tendência é de forte aceleração do desemprego, caso as vendas externas mostrem pouco vigor e as taxas de juros continuem inibindo investimentos produtivos que viabilizem a substituição das importações por produtos nacionais.

VIII. BIBLIOGRAFIA

- ANDIMA. Relatório econômico – Plano Real. Outubro de 1994
- Banco Central do Brasil. Notas para imprensa.
- Banco Central do Brasil. “Análise do mercado de câmbio”, publicações trimestrais.
- Banco Central do Brasil, “O regime cambial brasileiro – Evolução recente e perspectivas”, novembro de 1993.
- BLANCHARD, Olivier. “Macroeconomics”, Mcgraw Hill, 1994.
- Boletim do DIEESE, nº 210, setembro de 1998.
- Conjuntura Econômica. Fundação Getúlio Vargas. Publicações mensais.
- DAMIL, Mario, FANELLI FRENKEL, Roberto. “De México a México: el desempeño de América Latina en los 90”. Revista de Economía Política, vol.16 nº4, Outubro/Dezembro/96.
- FRANCO, Gustavo H. B. “The real plan and the exchange rate”. Departamento de economia PUC-Rio. Maio de 1999.
- FRANCO, Gustavo H. B. “The real plan”. Texto para discussão. Departamento de economia PUC-Rio, 1994.
- Jornais: Gazeta Mercantil e O Globo. Publicações diárias.
- SIMONSEN, M. Henrique e CYSNE, R. Penha. “Macroeconomia”. Ed. Atlas. 1995