

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

**A POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA
TAXAS DE JUROS E DE CÂMBIO NA VIGÊNCIA DO PLANO REAL**

Pedro Edmundo Toffoli

Porto Alegre

2006

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

**A POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA
TAXAS DE JUROS E DE CÂMBIO NA VIGÊNCIA DO PLANO REAL**

Autor: Pedro Edmundo Toffoli

Orientador: Prof. Dr. Gentil Corazza

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do grau de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante, com ênfase em Economia Aplicada.

Porto Alegre

2006

**A POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA
TAXAS DE JUROS E DE CÂMBIO NA VIGÊNCIA DO PLANO REAL**

PEDRO EDMUNDO TOFFOLI

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do grau de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante, com ênfase em Economia Aplicada.

Aprovada em: Porto Alegre, 20 de julho de 2006.

Prof. Dr. Gentil Corazza
UFRGS

Profa. Dra. Rita de Cássia A. Pacheco Limberti
Universidade Federal da Grande Dourados/UFGD

Prof. Dr. Stefano Florissi
UFRGS

Prof. Dr. Eugenio Lagemann
UFRGS

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
Responsável: Biblioteca Gládis W. do Amaral, Faculdade de Ciências Econômicas da
UFRGS

T644p

Toffoli, Pedro Edmundo

A política cambial brasileira : taxas de juros e de câmbio na vigência
do Plano Real / Pedro Edmundo Toffoli. – Porto Alegre, 2006.

127 f. : il.

Ênfase em Economia Aplicada.

Orientador: Gentil Corazza.

Dissertação (Mestrado Profissional em Economia) - Universidade
Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas,
Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, 2006.

1. Política cambial : Brasil. 2. Taxa de juros : Política cambial. 3. Taxa
de câmbio : Brasil. I. Corazza, Gentil. II. Universidade Federal do Rio
Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Programa de Pós-
Graduação em Economia. III. Título.

CDU 336.748

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho, primeiramente, a Deus, que tem estado ao meu lado.

Dedico, também, aos meus pais, em outro plano, sempre presentes.

Dedico, ainda, à minha querida família.

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu orientador, Prof. Gentil Corazza, pela solicitude, disponibilidade, competência e incentivo.

Aos Professores Stefano Florissi, Eugenio Lagemann e Fernando Ferrari Filho, todos notáveis.

Aos demais Professores do curso de Mestrado, com os quais muito aprendi.

A todos os colegas, hoje grandes amigos.

Às minhas filhas, Jennifer, Joanne e Luíza, pelo respeito e pela expectativa.

À minha esposa, Vera, símbolo de perseverança e entusiasmo que, sempre ao meu lado, tornou-se “a voz da minha consciência.”

RESUMO

Até o ano de 1964, o Brasil enfrentou sérias adversidades no campo econômico, não só pela ausência de tradição exportadora e cultural mas, também, pelas limitações da estrutura operacional do mercado de câmbio. Com o advento da Lei 4595, de 31.12.64, extingue-se a Sumoc, cria-se o Banco Central, estabelecem-se condições para o Banco do Brasil impulsionar as suas atividades comerciais e normatiza-se o funcionamento do mercado de capitais, circunstância que acenava como sinal dos novos tempos. De lá para cá, o país, a acompanhar a torrente dos tempos modernos, organizou o sistema financeiro nacional e empreendeu forte escalada na área internacional. A criação de agências bancárias no exterior estimulou o aprendizado de novos conhecimentos e a aquisição de técnicas operacionais sofisticadas, igualando-nos, no particular, às nações mais desenvolvidas do mundo. Tais aspectos são destacados no presente trabalho, inicialmente, por meio de uma abordagem do mercado de câmbio brasileiro, sua estrutura em termos organizacionais e o seu funcionamento em termos operacionais. De outra parte, ao relatarmos, de forma retrospectiva, a política cambial brasileira, desde a Segunda Guerra Mundial aos dias de hoje, enfatizamos as inúmeras tentativas de acerto na condução das políticas monetária e cambial, as quais sempre tiveram o propósito de debelar o processo inflacionário e o atingimento de superávits comerciais para aliviar o BP do país. Um assunto, no entanto, percorre toda a nossa análise e se constitui no tema central desta Dissertação: as taxas cambiais como produto de políticas cambiais equivocadas, a sua relação direta com as taxas de juros e os seus efeitos deletérios nas contas públicas. Neste ponto, procedemos a um estudo dos diversos planos econômicos implantados na economia, com destaque para o único que efetivamente teve sucesso na finalidade a que inicialmente se destinou: o Plano Real. A prática demonstrou, todavia, que há hoje um indisfarçável consenso sobre as inconsistências da atual política cambial, nossa dependência dos capitais externos e as dificuldades para desmontar a armadilha da sobrevalorização cambial e dos juros elevados. O atual arcabouço macroeconômico, a despeito da estabilidade monetária, não pode mais voltar-se apenas para o controle de metas de inflação.

Palavras Chaves: Regime Cambial, Taxas de Juros, Taxas de Câmbio.

ABSTRACT

Up until 1964, Brazil faced severe difficulties in the economic sphere, due not only to the absence of an exporting and cultural tradition but also to the limitations in the operational structure of its currency exchange market. When Law 4595 of 12.31.64 comes into force, Sumoc ceases to exist, Banco Central (Brazilian Central Bank) is created, the conditions necessary for Banco do Brasil to boost its activities are established and the operation of the stock becomes regulated, an event hailed as a sign of the new times. From then on, the country, in keeping with modern times, has organized the domestic financial system and inserted itself heavily in the international arena. The establishment of bank branches abroad has fostered the development of fresh knowledge and the acquisition of sophisticated operational techniques, bringing us to par, in this particular, with the most developed nations in the world. Such aspects are highlighted in this paper, initially, through an overview of the Brazilian exchange market, its organizational structure and operation. Then, as we retrospectively describe the Brazilian exchange policy from World War II up to the present, we emphasize the countless attempts at correctly adjusting the administration of monetary and exchange policies, which have always been aimed at subduing the inflationary process and reaching commercial surplus in order to alleviate the country's Balance of Payments. One subject, however, is present throughout our analysis and constitutes the central theme to this Dissertation: exchange rates as a product of misguided exchange policies, their direct correlation to interest rates and their adverse effects on public accounts. On that point, we carry out a study of the several economic plans implemented in the country, highlighting the only one to actually reach success regarding its initial goal: Plano Real (Real Plan). Nonetheless, experience has shown that there is currently a hardly concealable consensus on the inconsistencies in the present exchange policy, our dependence on foreign capital and the difficulties to free the country from the trap of currency exchange over appreciation and high interest rates. The current macroeconomic frame, despite the monetary stability, can no longer be dedicated solely to the control of inflation targets.

Key-Words: Exchange Rates Arrangement, Interest Rates, Exchange Rates.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Comportamento da Inflação Mensal - IGP-DI - 1985-1996 (%)	72
Gráfico 2 - Taxa de Juros (ago/1994 - ago/1999)	85
Gráfico 3 – Inflação Mensal (ano 1994)	87
Gráfico 4 - Brasil: Evolução das taxas de Câmbio Nominal e Real jan/1994 - jul/1999 (1994 = 100).....	90
Gráfico 5 – Taxa de Juros (Over/Selic).....	104
Gráfico 6 - Taxas de Juros - jan/1999 a jan/2006	108
Gráfico 7 – Evolução do Saldo Comercial 1996 /2005	112

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Balanço de pagamento Brasil Itens selecionados: 1990 – 2000.....92

Tabela 2 - Datas dos realinhamentos, paridade central e limites inferior e superior da política de bandas de câmbio do Plano Real.96

Tabela 3 - Saldos de conta do setor público 100

Tabela 4 - Dívida Líquida do Setor Público em R\$ bilhões (1994-2000) 102

Tabela 5 - Dívida Mobiliária Interna e Dívida Líquida do Setor Público..... 110

LISTA DE SIGLAS

ALADI	Associação Latino-Americana de Desenvolvimento e Integração
ALALC	Associação Latino-Americana de Livre Comércio
ACC	Adiantamento Sobre Contrato de Câmbio
ACE	Adiantamento Sobre Cambiais Entregues
BP	Balanço de Pagamentos
BACEN	Banco Central do Brasil
CC5	Carta Circular nº 5
CCR	Convênio de Créditos Recíprocos
CMN	Conselho Monetário Nacional
COPOM	Comitê de Política Monetária
FMI	Fundo Monetário Internacional
FUNCEX	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
MCTF	Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes
MCTL	Mercado de Câmbio de Taxas Livres
MDICE	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior
SRF	Secretaria da Receita Federal
SELIC	Serviço Especial de Liquidação e Custódia
SISBACEN	Sistema de Informações do Banco Central
SISCOMEX	Sistema Integrado de Comércio Exterior
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
2 UM PERFIL DO MERCADO CAMBIAL BRASILEIRO.....	17
2.1 O CONCEITO DE CONVERSIBILIDADE DA MOEDA.....	17
2.2 REGIMES DE CÂMBIO, TAXA DE CÂMBIO E PARIDADE CAMBIAL	20
2.3 ESTRUTURA DO MERCADO CAMBIAL BRASILEIRO.....	23
2.4 MERCADOS DE CÂMBIO	27
2.5 MONOPÓLIO CAMBIAL E INTERVENÇÕES DO BACEN NO MERCADO.....	28
2.6 A POLÍTICA CAMBIAL E O BACEN	30
2.7 OS PARTICIPANTES DO MERCADO - ASPECTOS OPERACIONAIS	32
2.8 OUTROS AGENTES DO MERCADO E OS “DEALERS”	36
2.9 BANCOS CORRESPONDENTES NO EXTERIOR	38
2.10 FORMAS DE FINANCIAMENTO DAS OPERAÇÕES.....	40
2.11 TIPOS DE CONTROLE CAMBIAL	43
2.12 CONCLUSÃO.....	47
3 UMA ANÁLISE RETROSPECTIVA DAS POLÍTICAS CAMBIAIS ADOTADAS NO BRASIL A PARTIR DA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL	49
3.1 O PERÍODO PÓS - SEGUNDA GUERRA MUNDIAL (1945 A 1955).....	50
3.2 O PERÍODO DE 1950 A 1968.....	53
3.3 O PERÍODO DAS MINIDESVALORIZAÇÕES, DE 1968 A 1986.....	61
3.4 O PERÍODO DOS PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO ECONÔMICA.....	65
3.5 CONCLUSÃO.....	75
4 A POLÍTICA DE CÂMBIO E JUROS NO PLANO REAL	78
4.1 A CONCEPÇÃO DO PLANO REAL	80
4.1.1 As Três Fases do Plano	82
4.1.2 As Âncoras: Monetária e Cambial	84
4.2 A POLÍTICA CAMBIAL ADOTADA A PARTIR DE JULHO/94.....	88
4.2.1 Os Reflexos na Economia	90
4.2.2 Mudanças na Política Cambial	95
4.3 AS CRISES INTERNACIONAIS E SEUS REFLEXOS NA ECONOMIA BRASILEIRA	97
4.3.1 A Nova Política Cambial e as Mudanças na Economia.....	106
4.3.2 Os Efeitos da Taxa de Juros na Taxa de Câmbio.....	112
4.4 CONCLUSÃO.....	118

5 CONCLUSÃO121

REFERÊNCIAS.....128

1 INTRODUÇÃO

A política cambial tem desempenhado, ao longo dos anos, papel de importância fundamental no comportamento da economia brasileira, exercendo, como se sabe, influência direta nos mercados financeiros, acima de tudo na área de comércio exterior, num envolvimento direto com as exportações e importações, impactando, para mais ou para menos, a balança comercial brasileira, com importantes reflexos no balanço de pagamentos.

Em razão do seu comportamento e por ser uma das mais importantes variáveis da economia, a taxa de câmbio, no presente trabalho, será objeto de uma análise especial, através da qual se procurará estabelecer as principais causas da sua variação, particularmente as relacionadas com as taxas de juros, tema fortemente relacionado com o objetivo da Dissertação que se pretende desenvolver.

Devido à sua própria natureza e pelo fato de apresentar relação direta com a política cambial praticada na economia, procedeu-se a um estudo retrospectivo dos regimes cambiais no Brasil, oportunidade em que observamos os seus inúmeros perfis, ao longo de praticamente todos os governos.

Nossas análises nos levaram, ainda, à conclusão de que o regime cambial adotado, no Brasil, em diferentes momentos, tem maiores chances de êxito quando a economia brasileira estiver apoiada em bons fundamentos macroeconômicos; apesar disso, consideramos que a escolha do regime cambial, por si só, pode afetar a vulnerabilidade da economia frente a eventuais crises externas.

Dentro dessa ótica, e na seqüência dos fatos, voltamos à nossa linha de trabalho para uma discussão conjunta da taxa de câmbio e dos mercados cambiais, além da inserção da taxa de juros no contexto, à luz da experiência brasileira, avaliando as práticas usuais adotadas no mercado, nos mais diversos momentos, enfatizando, de forma toda particular, um dos períodos mais importantes da nossa história econômica recente, que se inicia em 1994, com o advento do Plano Real, e se estende até os dias de hoje.

Pudemos notar que, dentro da nossa realidade econômica, o regime cambial brasileiro apresenta algumas características que lhe são próprias, na verdade, definidas através dos seguintes aspectos: a forma de determinação da taxa de câmbio e a sua importância no contexto econômico do país, e o grau de conversibilidade da moeda doméstica, pontos exhaustivamente discutidos, ao longo do tempo, e sempre motivos de controvérsia.

Em conseqüência, temas relacionados com os diversos regimes cambiais historicamente adotados, a forma recorrente de administrar os erros e acertos de tais medidas, questões relacionadas com a reforma monetária e cambial, a partir de julho de 1994, a sempre problemática administração da taxa de juros e seus efeitos na sobrevalorização do real e, conseqüentemente, nas operações com o exterior, enfim, são aqui discutidos de uma forma dinâmica, por meio da investigação e destaque dos elementos, que entendemos como fatores inibidores do desenvolvimento econômico.

Analisa-se, com isso, o que se convencionou chamar de “ponto fora da curva” ou, em outras palavras, a razão por que a economia global tem crescido, o proveito que os demais emergentes tiram dessa realidade, e o fato de o Brasil ficar para trás, com fraco desempenho num contexto econômico de maior dinamismo.

Nessa perspectiva, foi ficando cada vez mais claro, apesar da complexidade da questão, que havia outros elementos, algumas leis e relações que fundamentavam os altos e baixos da nossa economia que, com juros e taxas de câmbio tão destoantes, não poderia apresentar ritmo diferente, distanciando-se sensivelmente do crescimento global. Tais indagações reforçaram a idéia de que a taxa de juros estabelece uma relação inversa com a taxa de câmbio, circunstância que fez com que centrássemos grande parte de nosso trabalho nessa problemática, como se verá.

De forma geral, diríamos que foram esses os motivos – a taxa de câmbio e a sua complexidade, o seu comportamento nos mais diversos regimes cambiais e a sua relação de causa e efeito com as taxas de juros – que estimularam a nossa curiosidade no sentido de procurarmos entender um pouco mais sobre matéria tão relevante.

Um outro aspecto de fundamental importância diz respeito ao fato de que, em razão de sermos detentores de moeda inconvertível, tivemos que criar mecanismos de captação de recursos, em moeda estrangeira, a fim de que

podéssemos fazer frente aos inúmeros compromissos assumidos junto à comunidade financeira internacional, somente liquidáveis em moeda forte, ou seja, conversível.

A partir daí, estrutura-se o mercado de câmbio brasileiro cujo funcionamento, à luz das normas e regras criadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e executadas pelo Banco Central e seus agentes financeiros, situa-se, em termos de desempenho, organização e segurança, no mesmo nível dos países mais adiantados do mundo. Aspectos operacionais e as políticas cambiais praticadas pelos agentes financeiros autorizados pelo Banco Central a operarem no mercado de divisas, serão, em razão de sua própria importância e significado, passíveis de análise; na mesma abordagem, procuraremos evidenciar o grande avanço imprimido pelo país na área internacional, com a política de multiplicação de agências bancárias brasileiras no exterior, advindo, com isso, a aquisição de técnicas operacionais sofisticadas, por meio de uma política de pessoal, que incluía treinamento específico aos funcionários atuantes na área de comércio exterior.

No particular, devemos destacar o grande esforço despendido pelo Banco do Brasil que, a partir dos anos 70, empreendeu uma agressiva política de abertura de agências externas, circunstância que fez com que, a par de uma inédita experiência internacional, fossem criadas novas oportunidades de negócios, além de agilidade e barateamento de custos operacionais. Matérias como “Para o Banco o sol não se põe”¹ significavam uma nova realidade comercial, numa alusão direta ao fuso horário dos países, nossos parceiros comerciais, nos quais, além das nossas embaixadas e consulados já existentes, se incluiria a representatividade de um banco brasileiro a assessorá-los.

Não há dúvida de que se tratou de um grande passo dado pelo país em termos de estratégia operacional, numa clara demonstração, não só de adaptação indispensável à nova realidade, como inusitado interesse no acompanhamento do avanço dos tempos modernos

Em suma, a partir da combinação de todos os fatores antes alinhados, procurar-se-á abordar, de forma sucinta e estilizada, os principais tipos de regimes cambiais adotados no Brasil antes de 1994, com o objetivo fundamental de apontar

¹ Slogan utilizado pelo Banco do Brasil como analogia ao fuso horário.

algumas implicações macroeconômicas dos diferentes perfis institucionais e os resultados havidos se os compararmos com a política cambial do Plano Real.

À vista do exposto, procuramos organizar o trabalho através de uma seqüência lógica de fatos e situações, circunstância que, para um melhor entendimento da matéria, além desta Introdução, dispusemos da seguinte forma:

No Capítulo 2 estaremos traçando “Um perfil do Mercado Cambial Brasileiro”, em que analisaremos o funcionamento do sistema cambial, a participação das instituições financeiras autorizadas a operar em câmbio, as sociedades corretoras de câmbio, o problema da conversibilidade da nossa moeda doméstica, as taxas de câmbio e sua formação teórica, as técnicas cambiais e o modelo de regime cambial instituído no país, bem como a atuação do BACEN no mercado cambial;

O Capítulo 3 tratará de “Uma análise retrospectiva das políticas cambiais adotadas no Brasil, a partir do final da Segunda Guerra Mundial “ em que destacamos, sob a forma de um breve histórico, os diversos mecanismos postos em prática e suas repercussões na economia como um todo, a visão dos nossos governantes, desde Dutra até os dias de hoje, as correções de rumo de nossa política externa, a eterna dependência de capitais estrangeiros, além de considerações sobre as políticas operacionais voltadas para o atingimento de superávits comerciais e sobre o comportamento da economia nos mercados de câmbio de taxas fixa e flutuante;

O Capítulo 4 tem como tema “A política de câmbio e juros no Plano Real”, cujo objetivo maior é destacar a importância do Plano Real e as mudanças havidas na economia desde a sua implantação; além disso, será abordada a visão dos estudiosos sobre a estratégia adotada pela autoridade monetária, com base na avaliação das decisões no comportamento das taxas, tanto de câmbio como de juros;

Trata-se, no caso deste último capítulo, de uma análise que, a par de sintetizar a idéia central do presente trabalho, estabelece uma linha divisória em dois grandes momentos do cenário econômico brasileiro, ou seja, o período que se estende de 1994 até 1999 e daí até os dias de hoje, com perfis claramente definidos, dadas as circunstâncias da época e as diferenças de políticas cambiais então adotadas.

Por último, quando da Conclusão, estaremos pondo em destaque a oportunidade única que, finalmente, teve o Brasil de atacar de vez o eterno fantasma da inflação. Da mesma forma, independentemente dos resultados macroeconômicos que têm sido apresentados, põem-se em questão algumas distorções de certos indicadores (taxas de juros e sobrevalorização cambial, dívida pública, etc.) que estão a comprometer o crescimento econômico, o que torna indispensável que se façam correções de rumo.

2 UM PERFIL DO MERCADO CAMBIAL BRASILEIRO

No presente capítulo, serão abordados aspectos conceituais e teóricos relevantes sobre o mercado cambial brasileiro, sua estrutura e funcionamento. Por meio de uma visão geral do mercado, serão examinados os conceitos de conversibilidade e a adoção de mecanismos de captação de recursos em moeda estrangeira, a política cambial em curso e seus efeitos, a participação dos agentes nos negócios, os mecanismos de controle, além das formas de acompanhamento das operações pelo Banco Central. Serão destacados, ainda, aspectos operacionais e legais relevantes e os pontos mais importantes da política operacional dos bancos na área de câmbio, a par dos reflexos dos negócios de câmbio nas reservas cambiais do país. O perfil do mercado cambial brasileiro, que emerge das análises e informações aqui registradas, diz respeito a uma estrutura organizacional das mais conceituadas, se comparado com trabalho da mesma natureza relativo a outros países emergentes.

Antes de iniciarmos, porém, a exposição deste capítulo, lembramos que a matéria em questão, mais especificamente a descrição operacional do mercado cambial brasileiro, apresenta uma carência muito grande de bibliografia especializada. Há, na verdade, poucos trabalhos que abordam o tema e, mesmo assim, destinados a outros níveis, insuficientes, portanto, em termos de dados aplicáveis ao presente trabalho. Por essa razão, os aspectos operacionais, aqui destacados, foram baseados na experiência profissional do autor, que exerceu, durante algum tempo, em um banco estatal, funções ligadas à área em questão.

2.1 O CONCEITO DE CONVERSIBILIDADE DA MOEDA

O sistema cambial brasileiro apresenta algumas peculiaridades que lhe são próprias, que se identificam com o perfil de um país em desenvolvimento e muito se assemelham a uma nação carente de tradição cultural e ávida de crescimento,

ansiosa por libertar-se das amarras que lhe impõe a comunidade financeira internacional.

Uma análise simplista e nada sofisticada da questão poderá elucidar as causas de tais limitações e mostrar-nos os caminhos para a erradicação desse problema: o crescimento.

Para que cresçamos, no entanto, é importante que tenhamos não somente educação, saúde, infra-estrutura, recursos, produção, tecnologia, conceito internacional, etc., mas, acima de tudo, moeda forte (conversível), circunstância que, ao credenciar o país de forma positiva no campo dos negócios, poderá diferenciá-lo de outros – atributo imprescindível para o seu desenvolvimento.

Sob a ótica de Franco (1999, p.263):

[...] a moeda é uma das mais importantes instituições de uma nação. Aqui, como em qualquer parte, deve trazer estampada a efígie de nossos heróis, os símbolos mais perenes de nossa cultura e um pedaço de cada um de nós. A moeda é parte fundamental da identidade nacional, um símbolo de massa, na terminologia do escritor italiano Elias Canetti, algo que nos desvaloriza quando perde valor da forma alucinante, como observamos no Brasil de 1993, e enfraquece os nossos valores de forma mais geral.

Nesse sentido, ao nos referirmos à moeda², registramos que, além das suas funções básicas, definidas como, intermediária de trocas, unidade de valor e reserva de valor, uma das características mais importantes diz respeito ao conceito de aceitabilidade, que, coincidentemente com a presente linha de pensamento, pode ser definida como a capacidade que tem a moeda de ser aceita por todos os que têm valores a receber.

Ora, como tal fato decorre da certeza do recebedor de que a moeda será aceita por terceiros quando a utilizar para efetuar pagamento, estando incluídas, no caso, todas as operações de comércio exterior, temos que, como natural decorrência no âmbito internacional, uma de suas mais importantes características, ou seja, a conversibilidade, não se aplica ao caso brasileiro.

Tal circunstância faz com que a nossa moeda seja chamada de inconvertível.

As moedas inconvertíveis, via de regra, não têm aceitação internacional e, por esse motivo, são chamadas de moedas fracas e são comumente próprias de

² Maiores detalhes sobre a origem da moeda consultar o *site* www.bcb.gov.br.

países em desenvolvimento, com raríssimas exceções. É o caso, por exemplo, do rublo, moeda da ex-União Soviética, uma das grandes potências mundiais e que, por motivos outros, não é aceita internacionalmente.

É importante lembrar que o conceito de conversibilidade, ou ainda, a moeda conversível, também chamada de moeda forte, diz respeito à sua aceitação irrestrita por outros países, em qualquer mercado, o que equivale a dizer que esta característica está ligada ao grau de confiança que os demais países têm na saúde econômica de determinada nação.

Dentro dessa linha de raciocínio, temos que a moeda é considerada conversível se o seu portador puder trocá-la nos diferentes mercados de câmbio, independentemente de ser de taxa fixa ou flutuante, sem restrições de qualquer ordem o que implica dizer que o conceito de conversibilidade está diretamente ligado ao livre acesso ao mercado de câmbio.

Garófalo Filho (2005, p.62) assim se manifesta em relação ao assunto:

A explicação mais razoável é a de que, no Brasil, pelos usos e costumes, pela prática habitual de nosso mercado financeiro, a conversibilidade possível do real a outra moeda restringe-se ao dólar. Não é comum no mercado a conversão direta de real a iene, de real a euro, e assim por diante. Se alguém, residente ou não, quer tirar dinheiro do Brasil para aplicar em outra moeda que não o dólar, precisa inicialmente converter seu ativo no Brasil em reais, depois converter os reais em dólares, e só a partir daí buscar outra moeda.

Podemos dizer, portanto, que há, na verdade, muitas formas e definições de conversibilidade, sendo que a mais prática de todas é aquela que diz respeito à aceitabilidade internacional da moeda. A moeda conversível, nesse sentido, existe em depósitos no exterior, é aceita por não residentes e é livremente negociada nas casas de câmbio das principais capitais do mundo. Embora já nos tenhamos referido linhas atrás, o real, pelo fato de ser considerado moeda inconversível, não se enquadra na presente regra e dependeria de uma série de outras circunstâncias para tornar-se moeda forte (conversível) independentemente, como é de se supor, dos bons fundamentos da economia.

Conforme afirma Souza (1993, p.10), o conceito de conversibilidade sofreu, ao longo do tempo, algumas mudanças:

Até os anos 30, a conversibilidade de uma moeda era identificada com a garantia, por parte das autoridades monetárias, de sua troca por ouro a uma taxa de câmbio fixa. Este conceito tradicional de conversibilidade foi substituído, na atualidade, pela noção de um acesso livre de residentes e não residentes ao mercado de câmbio para troca da moeda doméstica por divisas.

Nesse sentido, portanto, poder-se-ia dizer que, dentre as principais características de um regime cambial, duas se destacam em particular, quais sejam: o método de determinação da taxa de câmbio - o que implica cotação, isto é, a sua relação de valor com outras moedas - e o grau de conversibilidade da moeda doméstica; sabe-se, assim, que diferentes escolhas em relação a tais premissas promovem o surgimento de regimes cambiais com propriedades que lhes são próprias e, como tal, com implicações as mais diversas para a política econômica.

2.2 REGIMES DE CÂMBIO, TAXA DE CÂMBIO E PARIDADE CAMBIAL

Conforme definição do próprio Banco Central (BRASIL. Banco Central, 2005):

No Brasil, o mercado de câmbio é o ambiente abstrato onde se realizam as operações de câmbio entre os agentes autorizados pelo Banco Central (bancos, corretoras, distribuidoras, agências de turismo e meios de hospedagem) e entre seus clientes.

O mercado de câmbio, regido pelo “Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI)”, instituído pela Circular número 3280, de 09 de março de 2005, abrange as compras e vendas de moedas estrangeiras, as transferências internacionais em reais, a compra e venda de ouro, os capitais brasileiros no exterior e os capitais estrangeiros no Brasil. Por essa razão, e partindo do fato de que os negócios internacionais são, na sua totalidade, conduzidos em moedas conversíveis, além do Brasil, outros países tiveram que criar mecanismos de captação e controle de moedas estrangeiras fortes, por meio dos quais possam fazer frente aos seus compromissos no mercado externo.

Um dos aspectos, que fazem parte da sistemática operacional desse mecanismo, diz respeito ao próprio regime cambial adotado no país, que estabelece regras de compra e venda de moedas estrangeiras, nas suas mais diversas formas, por meio da relação real/Us\$, que define as cotações da taxa cambial.

Sobre o assunto, Zini Júnior (1993, p.17) afirma que:

[...] a taxa de câmbio é um dos preços relativos básicos das economias de mercado, e a sua importância advém do fato de intermediar todas as transações entre a economia doméstica e o resto do mundo. Os modelos analíticos de equilíbrio geral permitem definir que a taxa de câmbio é adequada quando reflete a competitividade externa do país, bem como a confiança sobre alguns fatores macroeconômicos fundamentais.

Em outras palavras, taxa de câmbio é o valor de cotação ou de “precificação” de uma moeda em relação a outra, podendo-se, ainda, dizer que representa o preço de uma moeda medido em outra moeda. É oportuno lembrar que houve época em que os países tiveram suas respectivas moedas lastreadas em ouro e que, portanto, cada moeda trazia implícita uma determinada quantidade de ouro; por essa razão, dizia-se que uma moeda estava na paridade ou “ao par” quando era negociada pela quantidade exata do ouro que continha. Acima do par ou abaixo do par representavam, no caso, circunstâncias de uma maior ou menor cotação da moeda, entendendo-se uma maior ou menor quantidade de ouro na sua cunhagem.

Em suma, pode-se resumir tais colocações de acordo com a conceituação do Banco Central que sobre o assunto assim se refere: i) Taxa de Câmbio – a relação entre qualquer moeda e o real; ii) Paridade – a relação entre qualquer moeda e o dólar dos Estados Unidos (ou a relação entre quaisquer outras moedas que não o real). Desta forma, qualquer moeda contra o real tem uma taxa de câmbio, enquanto que uma moeda estrangeira contra outra moeda estrangeira tem a relação expressa em paridade.

Sob a ótica operacional, a taxa de câmbio pode ser considerada como uma das variáveis mais importantes na condução da política econômica e, em razão disso, é fundamental que esteja em equilíbrio pois, a par de estabelecer uma certa equidade na relação de preços de produtos com outros países, intermediando todas as transações entre a economia doméstica e o resto do mundo, tal circunstância implica confiança, tanto interna como externa, nos fundamentos econômicos antes referidos.

Assim, a necessidade de exercer maior ou menor controle sobre as taxas de câmbio e operações cambiais vai determinar o tipo de regime de câmbio a ser

adotado pelo governo, podendo, no caso, ser livre (isento de controle) ou restrito (controle em determinados níveis).

Nesse sentido, o conceito de regime de câmbio está mais vinculado à regulamentação do mercado cambial. Na verdade, é o regime de câmbio escolhido por um determinado país, que irá determinar qual o regime de taxas de câmbio a ser adotado, o que, de modo geral, é definido por dois grandes tipos de sistemas de taxa cambial, quais sejam: o de taxas fixas e o de taxas flutuantes.

No primeiro caso, isto é, no sistema de taxas fixas, como o próprio nome diz, a taxa cambial é invariável, ajustando-se no mercado unicamente a quantidade de moeda estrangeira. Nestas circunstâncias, o governo, através do Banco Central, intervém de modo a equilibrar a oferta e a demanda de divisas, garantindo a manutenção da taxa de câmbio estabelecida, política que, como se sabe, repercute diretamente no volume de reservas cambiais do país.

Por outro lado, no sistema de taxas flutuantes, o preço da moeda estrangeira oscila livremente para garantir o equilíbrio entre a oferta e a demanda de divisas, técnica que serve para provocar maior volatilidade sobre o nível de preços, influenciando, conseqüentemente, nas expectativas dos agentes econômicos.

A respeito da determinação da taxa de câmbio Souza (1993, p.9) objetivamente assim se manifesta:

Nas duas extremidades do leque de opções quanto à regra de determinação da taxa de câmbio, encontramos soluções que descartam, por definição, o exercício da política cambial. São elas: a fixação de um valor permanente para a taxa de câmbio e a flutuação pura. Ao longo do século XX, contudo, predominaram no mundo regimes intermediários entre esses dois extremos, exigindo, pois, algum nível de administração da taxa de câmbio.

Este autor lembra, também, que as alternativas experimentadas foram muito diversificadas, compreendendo desde o sistema de taxas fixas ajustáveis que, como se sabe, exige um alto grau de intervenção das autoridades no mercado e apresenta características muito próximas às do sistema de paridades imutáveis, até o que se convencionou chamar de flutuação suja. Lembramos que, no caso do Brasil, logo após a II Guerra Mundial, tivemos um regime de taxa administrada que se estendeu por um longo período, exceto nos primeiros meses da administração Collor, quando se esteve próximo da flutuação pura.

É importante notar que, no início dos anos 90, operou-se no Brasil uma flexibilização paulatina do regime cambial no que diz respeito a uma maior participação dos agentes econômicos nas operações, da mesma forma que o Banco Central passou a ter um maior grau de liberdade na administração da política de comércio exterior.

Dentro dessa ótica, Zini Júnior (1993) registra que, tradicionalmente, as instituições econômicas sempre primaram pela instabilidade e que, do fim da II Guerra Mundial ao final dos anos 80, inúmeras mudanças ocorreram nas regras cambiais. Apesar disso, algumas características que, ao longo do tempo, se mantiveram imutáveis – taxas de câmbio fixadas pelo governo e um elevado grau de restrição, representado pela reduzida conversibilidade da moeda doméstica – deram lugar a um novo processo de formação teórica da taxa cambial, com o advento do mercado de taxas flutuantes, a partir de 1999, em substituição ao sistema de bandas cambiais, em razão da crise cambial que enfrentávamos na oportunidade.

A tal fato, pela sua própria abrangência, atribui-se a responsabilidade de mudança da política cambial então vigente, além de, praticamente, pôr fim a um dos pilares em que se apoiavam, de início, os fundamentos do Plano Real, o qual, em consequência, passou a assumir uma nova feição.

A propósito, lembramos que, de julho de 1994 até março de 1995, período que coincide com os primeiros passos do Plano Real, o governo, também, adotou na área cambial o regime de taxas flutuantes, política, aliás, atualmente em vigor.

2.3 ESTRUTURA DO MERCADO CAMBIAL BRASILEIRO

O mercado de câmbio no Brasil passou por diversas alterações nos últimos anos, sendo que, até dezembro de 1988, era constituído por um mercado oficial e um mercado paralelo de divisas. O mercado oficial, chamado de Mercado de Câmbio de Taxas Administradas (MCTA), era inteiramente regulado pelo Banco Central, que fixava diariamente as taxas máximas e mínimas admitidas para as operações com moedas estrangeiras, e estabelecia limites quantitativos para os vários tipos de negócios.

Outra característica desse mercado era o fato de o BACEN ser obrigado a realizar operações de repasse e cobertura com os bancos autorizados a operar em câmbio. Neste caso, ao final de cada expediente diário, era apurado o saldo entre as compras e vendas de moeda estrangeira e, com isso, o excesso das compras sobre

as vendas era repassado àquele Banco (repasse), enquanto que o excesso das vendas sobre as compras era coberto pelo BACEN (cobertura).

O Mercado Paralelo abrigava não só as operações ilegais, de origem escusa e ilícita, como, também, as decorrentes do subfaturamento das exportações e do superfaturamento das importações, além de outras oriundas de restrições regulamentares motivadas pela escassez de divisas que, circunstancialmente, acabava por canalizar para este segmento negócios legítimos porém não regulamentados.

Desta forma, tinha-se um mercado paralelo constituído de transações legítimas em meio a outras típicas de um segmento genuinamente marginal, rejeitado pela sociedade porquanto não legitimado pelas normas oficiais.

Por isso, com vistas a legalizar operações de reconhecida legitimidade, trazer os agentes de mercado para a formalidade, com a conseqüente transparência dos negócios realizados, permitindo o conhecimento e controle das transações por parte do BACEN e estabelecer uma taxa cambial que flutuasse livremente, o Conselho Monetário Nacional (CMN) criou, através da Resolução número 1552, de 22.12.88, o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF).

Assim, a venda de divisas por parte dos turistas estrangeiros em viagem ao Brasil, que, normalmente, era feita no mercado paralelo, em razão das cotações superiores às do mercado oficial, passaram a ser canalizadas para este novo segmento, cujos preços de demanda tornaram-se competitivos aos do paralelo.

O mercado cambial apresentava distorções tais que, antes da Resolução 1552, as receitas advindas do turismo receptivo eram absolutamente incompatíveis com o volume de turistas em visita ao Brasil, cujas transações eram basicamente conduzidas via paralelo; com a inclusão, posteriormente, de viagens internacionais no segmento do dólar turismo, o resultado passou a ser superavitário neste item, circunstância que veio a comprovar o acerto das medidas postas em prática.

Para operar neste segmento, conforme dito anteriormente, podem ser credenciadas as instituições financeiras, bem como as sociedades corretoras de câmbio ou de títulos e valores mobiliários, sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, além das agências de turismo e meios de hospedagens de turismo.

Com isso, o mercado de câmbio no Brasil passou, desde então, a conviver com dois mercados legais, ou seja, o de Taxas Administradas e o de Taxas Flutuantes, além do Mercado Paralelo.

Na seqüência, em março de 1990, o Conselho Monetário Nacional (CMN), através da Resolução 1690, de 18.03.90, promoveu a transformação do então Mercado de Câmbio de Taxas Administradas (MCTA) para o atual Mercado de Câmbio de Taxas Livres (MCTL), conferindo ao mercado de câmbio a sua atual configuração.

A partir daí, a atual estrutura cambial passou a ter instituições autorizadas a operar em câmbio no Mercado de Câmbio de Taxas Livres (MCTL) e instituições credenciadas a operar no Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF); é importante registrar que, somente através dessas instituições, podem legalmente ser realizadas as operações cambiais no país, além da fiel observância das normas emitidas pelo BACEN.

Em resumo, no Mercado de Câmbio de Taxas Livres (MCTL), também conhecido como mercado de câmbio comercial – daí a origem da expressão “dólar comercial” – são conduzidas as operações comerciais, ou seja, as operações de exportação e importação, as decorrentes dos negócios comerciais (transporte, seguro, serviços em geral) as operações governamentais, as operações passíveis de registro no BACEN (operações financeiras de empréstimos e investimentos externos, bem como o retorno ao exterior da remuneração destas) e demais operações não previstas expressamente no Mercado de Taxas Flutuantes (MCTF). Neste último, também conhecido como mercado de câmbio turismo – o que explica a expressão “dólar flutuante/turismo” – enquadram-se as operações de compra e venda de câmbio relativas às viagens internacionais, serviços diversos (aluguel de imóveis, aquisição de medicamentos, aquisição de software, cursos, congressos, serviços turísticos, transmissão de eventos, participação em feiras e exposições), gastos com cartão de crédito no exterior, transferências unilaterais (doações, contribuições a entidades de classe, indenizações não amparadas por seguro, aposentadorias, vales postais, etc.) e movimentação na conta CC5, além de outras operações entre instituições definidas pelo BACEN.

Estes são, portanto, os dois segmentos de mercado oficializados pelo BACEN no sentido de conduzir as operações legítimas, chamadas, portanto, de operações legais.

A propósito a conta CC5³, antes citada, editada pelo Banco Central em 1969, regulamentou a abertura e a movimentação de contas em moeda nacional, tituladas por domiciliados no exterior e mantidas em bancos no Brasil. Até março de 2005: i) os recursos mantidos nas contas tituladas por instituições financeiras sediadas no exterior podiam ser automaticamente convertidos em moeda estrangeira para remessa ao exterior, ainda que os mesmos não fossem de titularidade da instituição financeira, o que era conhecido como “operação CC5”; ii) os recursos mantidos nas contas tituladas por domiciliados no exterior, que não fossem instituições financeiras, estavam impedidos de serem convertidos e enviados livremente ao exterior, a não ser que fossem obtidos a partir de operações de câmbio.

A Resolução 3265, de março de 2005, do Conselho Monetário Nacional (CMN) vedou o uso das contas em reais, tituladas por pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior para a realização de transferência internacional em reais, de interesse de terceiros. A referida Resolução também permitiu que os saldos de recursos próprios existentes em tais contas possam ser livremente convertidos em moeda estrangeira, para remessa ao exterior, independentemente de o titular da conta ser instituição financeira ou não.

O Mercado Paralelo de Câmbio que, como vimos, compreende todas as operações conduzidas por pessoas físicas ou jurídicas não autorizadas a operar no mercado de câmbio, trata, portanto, da condução de operações ilegítimas. Apenas a título de conhecimento, as cotações das taxas cambiais desse mercado são normalmente divulgadas pela mídia, circunstância que serve para caracterizar uma certa tolerância por parte das autoridades monetárias quanto à existência dessa atividade marginal.

A partir de janeiro de 1999, o Banco Central iniciou procedimentos para a unificação do mercado de câmbio, isto é, a criação de uma única taxa com a finalidade de pôr fim à divisão existente. Inicialmente, no entanto, o que efetivamente ocorreu foi a unificação das posições de câmbio existentes nos dois segmentos (livre e flutuante). A regulamentação cambial e as formas de registro e contabilização das operações no SISBACEN permaneceram como antes. A propósito, o SISBACEN⁴ é

³ O termo diz respeito à abreviatura do documento normativo Carta-Circular 5, do Banco Central.

⁴ Sistema de Informações do Banco Central.

um recurso eletrônico de coleta, armazenagem e troca de informações que liga o BACEN aos agentes do sistema financeiro nacional. Todas as operações de câmbio realizadas no país devem ali ser registradas pelo banco autorizado a operar em câmbio, providência que faz com que o BACEN esteja informado diariamente do montante de moeda estrangeira comprado e vendido pelos agentes no mercado, além de identificar a natureza das operações.

2.4 MERCADOS DE CÂMBIO

No que diz respeito aos agentes participantes (compradores e vendedores de moeda estrangeira) existem no Brasil dois tipos de mercado, a saber: i) Mercado de Câmbio Primário – onde são realizadas as operações cambiais entre os bancos e seus clientes não bancários; é o caso, por exemplo, da operação em que o banco compra divisas de um exportador ou as vende a um importador; ii) Mercado de Câmbio Secundário ou Interbancário – que, como o próprio nome diz, refere-se às operações realizadas entre bancos. Nesse caso, quando um banco estiver com a sua posição comprada, acima dos limites permitidos, deverá repassar o excesso ao BACEN ou vendê-la no mercado interbancário a um outro banco que necessita de cobertura e que, assim, deixa de buscar recursos junto ao BACEN. As movimentações diárias do mercado de câmbio, representadas pelas operações financeiras e aquelas vinculadas às exportações e às importações (operações comerciais), provocam entradas e saídas de moeda nos bancos que, como vimos, têm que respeitar os limites definidos pela autoridade monetária, razão por que necessário se faz adotar um dos procedimentos (repasse ou cobertura), anteriormente mencionados. Por outro lado, quando as compras e vendas do dia se equivalem em termos de limite, fica caracterizada o que se convencionou chamar de posição nivelada.

É importante ressaltar que a posição de câmbio não apresenta nenhuma relação com a disponibilidade cambial, pois todas as operações, conforme já identificamos, são somadas algebricamente, independentemente de seus prazos de liquidação. Desta forma, pode um determinado agente estar com a posição nivelada ou vendida e ter disponibilidade e, curiosamente, apresentar posição comprada e não ter disponibilidade, basicamente devido à diversidade dos prazos das operações propriamente ditas.

Ressaltamos a grande importância desse mecanismo de aferição uma vez que o controle diário das posições dos vários bancos pelo BACEN é fundamental para o controle das reservas cambiais do país. Através do mercado de câmbio, portanto, os bancos captam ou aplicam recursos em reais, ocorrência que, de uma forma ou de outra, acaba por interferir nas taxas internas de juros, dependendo, é claro, dos montantes envolvidos.

O Conselho Monetário Nacional (CMN), através da Resolução 2588, unificou as posições de câmbio dos mercados de taxas livre e flutuante. Embora a taxa média divulgada pelo BACEN seja única, as operações de cada segmento devem continuar a ser efetuadas em cada um dos mercados; nesta hipótese, operações com moeda estrangeira, para efeito de turismo, são conduzidas no Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF), ao passo que operações de exportação ou importação, por exemplo, são conduzidas no Mercado de Câmbio de Taxas Livres (MCTL).

Assim, operando entre si, os bancos compram e vendem moeda à vista ou no futuro, de acordo com as suas necessidades, como forma de captação em dólar para operações de empréstimo em reais.

No que se refere à data da entrega das divisas, há, na prática, duas ramificações distintas: o Mercado de Câmbio à Vista e o Mercado de Câmbio a Termo.

No Mercado de Câmbio à Vista são conduzidas as operações prontas, que identificam as operações de compra e venda de divisas para entrega imediata (D0) ou em até no máximo de dois dias úteis (D2), contados da data da contratação.

No Mercado de Câmbio a Termo temos as operações futuras de câmbio (*forward exchange*), que vêm a ser a compra ou a venda de divisas estrangeiras – a uma taxa cambial determinada por ocasião da contratação – e que serão entregues em data futura. São realizadas por exportadores, importadores e investidores de forma geral, que procuram, assim, evitar os riscos de flutuações nas taxas cambiais.

2.5 MONOPÓLIO CAMBIAL E INTERVENÇÕES DO BACEN NO MERCADO

No que se refere ao monopólio cambial e às intervenções do Banco Central no mercado, assim se manifesta Marinho (2003, p.41) :

Em toda a sua história, o regime cambial brasileiro sempre foi controlado pelas autoridades monetárias, que têm exercido esse controle em função das necessidades de divisas. O Brasil tem experimentado sistemas variados de controle de suas contas externas, decorrentes de sua estrutura tradicionalmente deficitária das transações correntes, advindas da balança de serviços uma vez que o país tem apresentado superávits comerciais, com exceção dos períodos de crise do petróleo nos anos 70 e em alguns anos da década de 80 e após 1994, com a implantação do Plano Real.

Nesse sentido, uma vez que o regime cambial brasileiro é de monopólio cambial, isto significa dizer que somente o Banco Central pode legalmente efetuar transações com divisas estrangeiras no país ou, de outra forma, autorizar que agentes financeiros as façam, sob sua fiscalização. Assim, o preço da divisa estrangeira, ou seja, a taxa de câmbio não deve ser confundida com esta noção de monopólio cambial. Esta é estabelecida pelas forças de mercado e pelas intervenções do Banco Central. Os controles do mercado cambial estão estabelecidos nas Leis 4131/62, 4330/64 e 4595/67.

Nessa perspectiva, esta lógica intervencionista, presente no mercado de câmbio, estabelece que, dentre outros motivos e pelo fato de a taxa cambial ser monopólio estatal⁵, cabe ao Banco Central o controle da moeda, além do fato de ser de sua responsabilidade o equilíbrio do balanço de pagamentos, circunstância que, como vimos, tem uma relação direta com as alterações (valorizações e desvalorizações) da taxa de câmbio.

Conforme Ratti (1997), neste tipo de mercado, ou seja, o mercado de câmbio de taxas flutuantes, as taxas de câmbio têm sua cotação definida pelo próprio sistema – leis da oferta e da procura – não estando, na prática, condicionadas ou limitadas por outros tipos de regras.

Em tais condições, segundo este autor, o Banco Central intervém, comprando ou vendendo moeda estrangeira, de acordo com as circunstâncias do mercado; assim, se a taxa cai, isto significa que há excesso de divisas o que faz com que aquele Banco intervenha comprando, da mesma forma que irá vender moeda se a cotação estiver acima dos níveis esperados.

Note-se que tais intervenções deverão persistir até o ponto em que as cotações atinjam o ponto de equilíbrio pretendido pelo mercado.

⁵ Significa que, quando da liquidação da operação, as divisas deverão ser repassadas ao Banco Central.

2.6 A POLÍTICA CAMBIAL E O BACEN

No que diz respeito à sua atuação na política cambial e relações financeiras com o exterior, o BACEN desempenha funções que lhe são próprias, dentre elas a manutenção de ativos em ouro e de moedas estrangeiras para atuação nos mercados de câmbio, de forma a contribuir para manter a paridade da moeda e para induzir desempenhos das transações internacionais do país, de acordo com as diretrizes da política econômica. Além disso, atua regulando o mercado de câmbio, através da busca do equilíbrio do balanço de pagamentos, administração das reservas cambiais, acompanhamento e controle de capitais, através das negociações com as instituições financeiras internacionais (Fundo Monetário Internacional – FMI, *Bank for International Settlements* – BIS e outros), gerenciando, ainda, convênios internacionais de créditos recíprocos (CCR).⁶ Desta forma, quando surgem dificuldades no balanço de pagamentos cabe ao BACEN a contratação no exterior de operações de regularização, representadas, no caso, pelos empréstimos compensatórios.

Ainda dentro da lógica intervencionista, antes definida por Zini Júnior (1993, p.19), a definição da cotação da moeda é definida pelo mercado, conforme se deduz dessa afirmação:

Pode-se demonstrar, por meio de modelos analíticos de equilíbrio geral, que a taxa de câmbio é adequada quando reflete a competitividade externa de um país e a confiança dos agentes econômicos sobre fatores macroeconômicos fundamentais. Este enunciado, de aparência simples, encobre, entretanto, dificuldades práticas importantes quando se objetiva instrumentalizá-lo e estipular qual seria a taxa de câmbio de equilíbrio para uma economia. Essa questão tem sido resolvida na prática das diversas economias através de dois caminhos: ou se deixa o problema para o mercado resolver (sistema de câmbio de flutuação livre) ou o governo arbitra a taxa (câmbio administrado).

Daí advém o conceito de flutuação “suja” ou “limpa”, já citado, que diz respeito à intervenção ou não da autoridade monetária no mercado; há, como se sabe, intervenções pontuais do Banco Central com o propósito de diminuir a volatilidade associada ao sistema de câmbio flutuante. Desta forma, se o mercado estiver regulado, estável, o seu funcionamento ocorre dentro das regras do mercado

⁶ CCR Convênio de Créditos Recíprocos com as participações dos Bancos Centrais dos países convenentes.

flutuante, sem intervenções (limpa); por outro lado, se estiver muito oscilante, circunstância que faz com que os níveis da taxa cambial interfiram no desempenho da economia, o BACEN intervém, ou para estabilizar ou para direcionar a taxa para os níveis desejados (suja).

As alterações no equilíbrio do mercado, através da cotação da taxa cambial, estão diretamente ligadas às oscilações da demanda e da oferta da moeda. Desta forma, um aumento de investimentos externos no país significa um aumento de moeda estrangeira e, conseqüentemente, uma maior demanda por reais, o que, no caso, serve para provocar uma valorização do real e uma desvalorização da moeda transacionada.

Em outras palavras, o preço do real em relação ao dólar, por exemplo, deve crescer, necessitando-se de uma menor quantidade de reais por dólar, ocorrência que, no mercado, denomina-se valorização, circunstância que coincide com o atual momento vivido pelo mercado cambial brasileiro. De forma inversa, quando for maior a quantidade de reais despendida na contrapartida por dólar, por exemplo, temos o que se convencionou chamar de desvalorização cambial; é importante lembrar que, na primeira hipótese, isto é, quando ocorre a valorização temos um desestímulo às exportações e um estímulo às importações, enquanto que nas desvalorizações temos um estímulo às exportações e um desestímulo às importações, o que faz com que, no particular, continuemos a depender do mercado externo.

Nesse sentido, as desvalorizações cambiais, além de estimular as exportações, servem para tornar os produtos nacionais mais baratos nos mercados externos, aumentando a sua competitividade, provocando, ainda, crescimento na produção e no emprego, podendo levar, também, a aumentos de preços internos e inflação que, dentre outros problemas, pode gerar efeitos distributivos indesejáveis. Por outro lado, referidas alterações tornam as importações mais caras e acabam se constituindo em fatores inibidores do nosso crescimento uma vez que o Brasil ainda não se encontra auto-suficiente em inúmeros produtos (fertilizantes, adubos, gás, etc.), circunstância que faz com que tenhamos que buscá-los no exterior.

Tais exemplos servem para ilustrar o quanto é delicada e sensível a administração da política cambial de um país uma vez que, para cada efeito positivo de uma medida, há sempre um outro negativo; devemos perseguir, via de regra, o

ponto de equilíbrio no que respeita à cotação da taxa cambial, ou ainda, a taxa de equilíbrio a fim de que se estabeleça uma relação compatível e equilibrada entre os preços internos e externos.

É oportuno estabelecer, ainda, a diferença entre variações nominais e variações reais da taxa de câmbio. Taxa de câmbio real é definida como a taxa de câmbio nominal deflacionada pela razão entre a inflação doméstica e inflação externa, conceito, aliás, muito utilizado para estabelecer a competitividade dos produtos brasileiros em relação aos produtos do exterior.

2.7 OS PARTICIPANTES DO MERCADO - ASPECTOS OPERACIONAIS

No que diz respeito à operacionalização do sistema, na prática, além dos exportadores e dos importadores, participam das operações, no mercado cambial, as bolsas de valores, os corretores, os bancos e outros elementos que, por qualquer motivo, tenham transações com o exterior.

Nesse sentido, podemos dizer que os participantes do mercado podem ser divididos em dois grandes grupos: (i) grupo vendedor, ou seja, os que produzem divisas, representados, no caso, pelos exportadores, os devedores de empréstimos e investimentos, os turistas estrangeiros, os favorecidos de transferências financeiras do exterior, os investidores internacionais e outros, (ii) grupo comprador, ou seja, os que compram divisas, aqui representados pelos importadores, os devedores de empréstimos que remetem ao exterior o principal e os juros, os tomadores de investimentos que remetem ao exterior os rendimentos do capital investido (lucros/dividendos), os tomadores de transferências financeiras para o exterior e outros.

A propósito, é interessante relacionar o que acabamos de registrar com a questão do monopólio cambial: como se sabe, os exportadores, por exemplo, que pertencem ao primeiro grupo, na prática vendem a moeda estrangeira ao banco, cujo montante em reais varia de acordo com a maior ou menor cotação da taxa de câmbio. Daí o motivo por que a taxa cambial elevada, ou o câmbio desvalorizado – na verdade é o real que se desvaloriza em relação ao dólar – serve para estimular as exportações, chamadas tecnicamente pela autoridade monetária de “operações

de compra”⁷. Por outro lado, os importadores, que fazem parte do segundo grupo, compram a moeda estrangeira do banco dando em troca reais, operação cujo montante será maior ou menor, igualmente em função da taxa de câmbio, sendo que, na prática, referidos negócios são tecnicamente considerados “operações de venda”⁸. Em ambos os casos, quem compra e vende a moeda estrangeira é sempre o banco autorizado a operar em câmbio.

Um outro tema relacionado com a taxa de câmbio, abordado por Carvalho (2004, p.166), diz respeito à paridade do poder de compra (PPC) da moeda ou lei do preço único. A propósito, afirma que:

[...] mercadorias iguais têm preços equivalentes em qualquer local, desde que não haja barreiras comerciais entre os países em questão, descontando-se os custos de seguros e transporte. Devido às imperfeições de mercado, raramente verifica-se a versão absoluta da PPC da moeda.

Diz, ainda, que:

[...] alguns países, no entanto, administram suas taxas de câmbio de acordo com a versão relativa da PPC da moeda, segundo a qual as variações na taxa de câmbio devem ser iguais à diferença entre as variações de preços doméstica e internacional.

Daí surge o conceito antes referido, ou seja, o de avaliar-se a variação da taxa de câmbio: através da taxa de câmbio nominal ou pela taxa de câmbio real, sendo que esta última expressa o poder de compra da nossa moeda em operações internacionais. Por outro lado, a taxa de câmbio sofre uma grande influência das demais taxas de outros países e, por isso, deve-se levar em conta o conceito de taxa de câmbio efetiva que pondera as alterações de um conjunto de outras taxas representativas dos maiores parceiros comerciais do país.

Ainda sobre as operações comerciais (exportações e importações), é importante notar que a exportação pode ser conceituada como uma operação que se inicia no país do exportador, no caso, por exemplo, o Brasil – detentor de moeda inconversível – e se liquida no exterior com o pagamento feito pelo importador ao banco correspondente, junto ao qual o banco brasileiro, que contratou o câmbio, tem conta - corrente em moeda estrangeira (dólares, por exemplo).

⁷ A operação é considerada de compra quando no BP há entrada de moeda conversível.

⁸ A operação é considerada de venda quando no BP há saída de moeda conversível.

Assim, o câmbio liquidado⁹, ou seja, a moeda estrangeira creditada em nossas contas no exterior – movimentadas pelos bancos autorizados a operar em câmbio - constitui o que, na prática, convencionou chamar-se de reservas cambiais.

Por outro lado, os importadores, que pertencem ao segundo grupo, compram a moeda estrangeira do banco negociador do câmbio, utilizando-se, para tanto, o mesmo raciocínio da taxa cambial e a conseqüente saída de moeda estrangeira da conta do nosso correspondente no exterior, além do pagamento ao exportador no exterior, configurando-se, com isso, uma diminuição de nossas reservas cambiais. Igualmente, como se vê, referida operação, também, se inicia no país do importador e se liquida no exterior com a saída da moeda estrangeira de nossas contas externas. É fácil entender que, diferentemente do caso dos exportadores, os importadores são beneficiados quando a taxa cambial está valorizada, isto é, real valorizado em relação ao dólar, e tais operações são igualmente chamadas no mercado de câmbio de “operações de venda”.

É importante notar que, intermediando esses dois grupos, estão situados os bancos, os quais centralizam, devidamente autorizados pela autoridade monetária, as compras e vendas de divisas, intervenção, como se viu, de curso obrigatório. Nesse sentido, é considerada operação ilegítima ou ilegal aquela que não transitar por estabelecimento autorizado pelo BACEN, conforme previsto na Lei 4.595, de 31/12/64, art. 10, inciso IX, letra “d”.

Desta forma, as divisas são monopólio do Estado, representado pelo BACEN, que, também, estabelece condições para os bancos operarem em câmbio, tais como:

- Possuir capital não inferior aos níveis mínimos regulamentares;
- Ser constituído sob a forma de banco comercial, banco de investimento ou instituição financeira múltipla;
- Designar entre os diretores da instituição, homologados pelo BC, aquele que, detentor de notória experiência em administração bancária, ficará responsável pelas operações de câmbio;

⁹ A operação efetivamente se liquida quando houver o pagamento externo que representa ou entrada ou saída de moeda de nossas contas no exterior.

- Dispor das facilidades e condições operacionais necessárias à condução dos negócios de câmbio, consoante projeto a ser apresentado ao BC;
- Demonstrar que desfrutam de linhas de crédito concedidas por banqueiros estrangeiros, até determinados limites que lhes permitam sacar a descoberto;
- Comprar e vender moedas estrangeiras, comprovando, ao final do dia, que o saldo está situado dentro dos limites permitidos (posição de câmbio).

A propósito, Carvalho (2004, p.169):afirma que:

No mercado cambial, importadores e exportadores compravam e vendiam moeda estrangeira, pagando ou recebendo em reais, enquanto a autoridade monetária do país intervinha sempre que julgava necessário manter ou restabelecer uma paridade cambial previamente definida. Aqueles exemplos ocorrem na realidade, mas o mercado cambial é algo bem mais amplo. Na realidade, as operações cambiais não ocorrem num local físico específico mas sim nos centros financeiros dos diversos países. Os centros financeiros mais importantes em termos de volume de operações estão sediados em Londres, Nova York, Tóquio, Frankfurt e Cingapura, nesta ordem. Os meios de comunicação modernos, como telefone, fax e redes de computadores, permitem que operações de compra e venda de moedas sejam feitas nesses centros e em outros de qualquer lugar do mundo. Por isso, podemos dizer que o mercado de câmbio é um mercado global, que possibilita a realização de operações de arbitragem.

Dentre outros, um dos maiores objetivos deste capítulo diz respeito à consolidação do mecanismo de oferta e demanda de divisas do qual fazem parte não apenas exportadores e importadores mas, igualmente, investidores e aplicadores internacionais, além dos intermediadores financeiros, aqui chamados todos de agentes econômicos, que participam, direta ou indiretamente, das referidas operações cambiais.

É de fundamental importância ter claro que os agentes econômicos não mantêm consigo divisas, as quais, como já registrado, estão depositadas em bancos do mundo todo. Assim, por exemplo, um investidor americano poderá ter depósitos em dólares nos Estados Unidos, euros na Alemanha, libra esterlina na Inglaterra, reais no Brasil, e assim por diante. Desta forma, fica claro que a demanda por uma moeda estrangeira é representada por depósitos nessa moeda. Isto posto, o mecanismo de entrada e saída de divisas, que culmina com as referidas variações de nossas reservas cambiais, ocorre através das contas-correntes que os bancos brasileiros mantêm em moeda estrangeira, junto aos seus correspondentes no exterior.

Posteriormente, numa segunda etapa, após a liquidação da operação cambial, as divisas – tanto as entradas como as saídas – são contabilizadas nas contas-correntes em moedas estrangeiras mantidas pelo BACEN no exterior. Daí deriva o conceito de monopólio cambial, já comentado.

O Banco Central (BRASIL. Banco Central, 2005) executa, portanto, a política cambial – por definição:

[...] um conjunto de ações do Governo que influem no comportamento do mercado de câmbio e da taxa de câmbio, definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), através da regulamentação do mercado e autorização das instituições que nele operam. Compete, também, àquela autoridade monetária fiscalizar o referido mercado, podendo punir dirigentes e instituições, mediante multas, suspensões e outras sanções previstas em lei. Além disso, conforme já registrado, o BACEN pode atuar diretamente no mercado, comprando e vendendo moeda estrangeira de forma ocasional e limitada com o objetivo de conter movimentos desordenados da taxa de câmbio.

2.8 OUTROS AGENTES DO MERCADO E OS “DEALERS”

Além das atividades aqui referidas, alguns bancos têm uma função especial em que, por delegação do BACEN, operam como *dealers*¹⁰ no mercado de câmbio, comprando e vendendo moeda e intervindo no mercado quando necessário. São, como é de se supor, bancos selecionados pela autoridade monetária, dentre os de melhor performance e estrutura operacional, liderados pelo Banco do Brasil que, como se sabe, antes do advento da Lei 4.595, de 31.12.1964, já havia desempenhado, a par de suas funções comerciais, também aquelas próprias de um Banco Central.

Sobre essa matéria, Garófalo Filho (2005, p.258) afirma que:

As intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, para execução da política cambial, são feitas com intermediação de *dealers*, que, além de venderem ou comprarem câmbio dos demais bancos para nivelar (zerar) ou alterar suas posições compradas ou vendidas, podem comprar e vender do Banco Central (nesses casos, a iniciativa é do Banco Central). Nesse contexto, compras e vendas especulativas podem ocorrer e, normalmente, decorrem de arbitragem de taxas de câmbio, de taxas de juros ou do carregamento de posições compradas ou vendidas com a intenção de obter ganhos frente a expectativas de mudanças nas taxas de câmbio ou de juros.

¹⁰ Bancos que no mercado operam representando o Banco Central, sendo que o mais atuante é o Banco do Brasil.

Sempre é importante registrar que, no que concerne à sua atuação na política cambial e em suas relações financeiras com o exterior, cabe ao BACEN papel de destaque na economia.

Sabe-se que as operações cambiais transitam invariavelmente pelo sistema financeiro, isto é, pelos bancos, monitorados pelo BACEN, que fiscaliza e controla a atuação dessas instituições diariamente, através de sistemas próprios, voltados para o acompanhamento, sob as mais diversas formas, do nível de moeda estrangeira na economia.

Participam, ainda, das negociações no mercado, como agentes intermediários entre os bancos e os clientes, as corretoras de câmbio que, na prática, operam somente no mercado de taxas livres (dólar comercial), não atuando, portanto, no segmento de taxas flutuantes (dólar turismo). Até recentemente, era obrigatória a participação de um corretor de câmbio, devidamente autorizado pelo BACEN, nas operações cambiais.

Tais operadores têm a função de pesquisar no mercado as condições operacionais, negociando com os bancos, acima de tudo, a taxa cambial, além do prazo das operações, prazo para entrega de documentos, formas de financiamento à produção (ACC/ACE)¹¹, deságios e eventuais prêmios sobre a moeda quando se tratar de antecipação dos documentos representativos das exportações. Igualmente, no que diz respeito às operações de importação, os corretores procedem à cotação da taxa cambial e dos prazos das operações e, de forma geral, em ambas as situações anteriormente referidas (exportações e importações), trabalham no sentido de obter o máximo de vantagens para os seus clientes.

Uma das peculiaridades das funções exercidas por esses agentes, diz respeito à parte burocrática de sua atuação, desde a geração de contratos, registros, etc., até uma constante atualização nos assuntos da área e acompanhamento rigoroso dos normativos do BACEN, Receita Federal, do Departamento de Comércio Exterior (Decex) do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDICE) e outros que, de uma forma ou de outra, interferem no comércio exterior, além de manter o cliente sempre atualizado sobre os assuntos correlatos.

A propósito, a Resolução número 2.202, de 27.09.95, do BACEN, revogou a obrigatoriedade da participação dos corretores de câmbio nas aludidas operações,

¹¹ ACC – Adiantamento sobre o contrato de câmbio, na fase pré-embarque. ACE – Adiantamento sobre Cambiais entregues, na fase pós-embarque.

tornando-a facultativa, devendo ser pactuado entre as partes (corretor e cliente) o valor da comissão devida àquele intermediário.

Em razão de suas características especiais, as operações cambiais diferem das demais existentes no mercado de capitais, pelo fato de estarem envolvidas na sua condução, pelo menos, duas moedas e um dos participantes ter interesses no exterior; assim, a sua contratação e conseqüente liquidação apresentam certas particularidades, aspectos diferenciados dos demais modelos operacionais, tradicionalmente conhecidos no âmbito doméstico.

Pelo fato de a legislação brasileira proibir o uso de moedas estrangeiras nas transações internas, assim como seu livre depósito em conta-corrente nos bancos, já se sabe que tais moedas são aqui utilizadas somente nas operações cambiais, conduzidas por instituições autorizadas pelo BACEN.

2.9 BANCOS CORRESPONDENTES NO EXTERIOR

Os bancos que participam de tais operações – muitos deles são os já referidos *dealers* -, na verdade não operam isoladamente. A maioria deles possui uma rede de agências, não só no Brasil como nas principais cidades e capitais de outros países, com a finalidade de facilitar a condução das operações contratadas.

Por isso, no âmbito do comércio internacional, tal circunstância oferece reais vantagens aos exportadores e importadores brasileiros, pois facilita a dinâmica das transações financeiras.

Há, no entanto, alguns locais no exterior em que, por diversas razões, os bancos não possuem filiais para dar seqüência às operações aqui iniciadas, exceção que, no atual contexto, com o nível de avanço e sofisticação dos meios de comunicação, torna prescindível tal condição. Nesta hipótese, os bancos nacionais utilizam-se da rede de bancos localizados no exterior, junto aos quais passam a ter conta-corrente em moeda estrangeira. São os chamados bancos correspondentes (*correspondent banking*).¹²

Nestas condições, tais agentes financeiros tornam-se clientes uns dos outros, ou em outras palavras, além de suas agências estas instituições mantêm

¹² Bancos no exterior junto aos quais os bancos brasileiros mantêm conta-corrente em moeda estrangeira.

contas-correntes em moedas conversíveis junto a outros banqueiros no exterior, tornando, assim, desnecessário o trânsito de moedas em espécie para liquidação de cada operação.

Nesse cenário, da mesma forma que um banco nacional se utiliza dos serviços de um banco estrangeiro no exterior, o inverso também ocorre. Por isso, para atuar neste sistema, os bancos negociam a mútua prestação de serviços com banqueiros de outros países, mantendo com eles relacionamento em vários níveis, através da política de reciprocidade.

Além disso, foram criados mecanismos de integração entre os países com o propósito de proporcionar uma atuação regionalizada e expandir o comércio intra-regional e poupar divisas para os países membros. Tal é o caso da ALADI¹³ que veio a instituir um sistema próprio de pagamentos para efeito de provimento e centralização dos recursos próprios da região.

Em decorrência disso, foi criado um sistema de pagamentos – o Convênio de Créditos Recíprocos – CCR. Cada país participante pode aderir à totalidade ou apenas a alguns dos convênios, não havendo, no entanto, obrigatoriedade da condução de suas operações através do sistema.

O CCR foi criado com a finalidade de estimular o relacionamento entre as instituições bancárias atuantes no sistema, facilitando o curso dos pagamentos e, conseqüentemente, o intercâmbio comercial, bem como reduzir as transferências de divisas entre os bancos centrais dos países participantes.

Dentro dessa sistemática, o Banco Central do Brasil mantém convênio de pagamentos com os bancos centrais da Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, México, Paraguai, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela.

Devido, principalmente à instabilidade cambial das moedas dos países conveniados, adotou-se para moeda escritural o dólar dos Estados Unidos.¹⁴ Os bancos centrais garantem a cobertura de moeda destinada a pagamentos através do sistema e se obrigam aos débitos em suas contas, sempre que efetuados em estrita conformidade com as instruções vigentes.

Conforme registramos na Introdução do presente trabalho, a partir dos anos 70, o Banco do Brasil, através de uma política agressiva de multiplicação de

¹³ ALADI – Associação Latino Americana de Desenvolvimento e Integração que sucedeu a antiga ALALC – Associação Latino Americana de Livre Comércio.

¹⁴ A moeda do sistema é o Dólar dos Estados Unidos, também chamado de Dólar-Convênio.

agências no exterior, tornou-se responsável pelo fato de ter imprimido um grande desenvolvimento nos nossos negócios lá fora, particularmente devido à simplificação de alguns fatores operacionais. Assim, agilidade, barateamento de custos, simplificação na forma de liquidar as operações, tudo isso, aliado ao grande impulso havido nos meios de comunicação e informática, fez com que, inegavelmente, déssemos um grande passo em direção ao futuro. A aquisição de técnicas operacionais sofisticadas da parte de nossos operadores e o novo aprendizado a acompanhar o avanço dos tempos modernos, além de uma série de outros fatos novos, vieram a compor uma nova fase econômica brasileira na área internacional, razão por que o país atualmente ostenta um modelo cambial dos mais perfeitos.

Não nos surpreendem, portanto, os resultados que o país tem obtido, em termos de superávit comercial, contrariando, de certa forma, a lógica operacional, devido, principalmente, à sobrevalorização do real, particularidade que, já sabemos, não só desestimula as exportações como, também, estimula as importações.

Mesmo assim, a nossa performance tem sido excepcional, tendo contribuído para tal circunstância uma série de fatores, alguns deles ligados à redução de custos, à diversificação da pauta de exportação, acesso a novos mercados internacionais, incremento da produção dos manufaturados e semimanufaturados, elevação dos preços das *commodities*, além de uma política agressiva nesta área através da captação de recursos externos destinados ao financiamento à produção.

Tal desempenho tem muito a ver com a nossa forma de operar, com um trabalho sério e competente desempenhado por nossas embaixadas, consulados e, particularmente, bancos correspondentes de primeira linha, ou seja, as nossas agências bancárias externas.

2.10 FORMAS DE FINANCIAMENTO DAS OPERAÇÕES

Atualmente, não há como desprezar-se a importância dos financiamentos tanto na exportação quanto na importação brasileira. Os recursos captados no exterior, que se constituem em *funding* para tais operações, são remunerados a partir de uma taxa básica internacional (*prime*¹⁵ ou *libor*¹⁶), acrescida do risco-país e do *spread* do agente captador.

¹⁵ Prime Rate – taxa mínima cobrada pelos bancos norte-americanos de seus clientes preferenciais.

¹⁶ Libor – London Interbank Offered Rate – taxa de juros de venda do mercado de Londres.

Na área de exportação, os bancos têm contado com algumas formas de financiamento, dentre as quais destacamos o PROEX – Programa de Estímulo às Exportações, as linhas advindas do BNDES e, acima de tudo, as operações de ACC - Adiantamento sobre o Contrato de Câmbio, na fase pré-embarque e ACE Adiantamento Sobre Cambiais Entregues, na fase pós-embarque.

Dentre todas, as operações de Adiantamentos são as mais usuais no mercado devido à sua praticidade. Trata-se de operações (ACC/ACE) que têm os seus recursos advindos de linhas de créditos captadas pelos bancos junto às suas agências ou correspondentes no exterior, a prazos que deverão coincidir com os prazos das operações aqui contratadas, com juros menores que os custos internos, pois têm como ponto de partida na sua composição a *Libor* ou a *Prime*, conforme o caso.

Adicione-se, ainda, conforme dissemos, a esses custos iniciais o Risco Brasil, além do *spread* do banco operador e obtém-se uma taxa de financiamento com valores significativos e bem abaixo da taxa básica do mercado (SELIC)¹⁷, hoje beirando os 15% ao ano.

Ocorre que, muitas vezes, o exportador capitalizado recorre ao ACC e aplica os recursos no mercado interbancário, beneficiando-se do ganho proporcionado pela diferença entre as taxas.

Referida operação não teria tanta importância não fossem as distorções que provoca nos controles estatísticos uma vez que, entre o fechamento do câmbio e a efetiva liquidação das operações no mercado externo, ou seja, quando o importador no exterior retira a mercadoria e liquida a operação, decorre um período de tempo que coincide com o prazo do ACC/ACE.

Nesta hipótese, e mesmo em muitos casos em que os exportadores não se valem de tal privilégio, podemos dizer que os efeitos provocados pela taxa de câmbio na balança comercial são rigorosamente retardados.

Aliás, tal particularidade é uma característica do mercado de câmbio, o que explica o fato por que os bancos que operam na área, em tal hipótese, somente o fazem com prazos que coincidem com os prazos das linhas de financiamentos captadas lá fora.

¹⁷ Selic – Serviço Especial de Liquidação e Custódia – taxa básica (referencial) do mercado brasileiro.

Dito de outra forma, queremos dizer, com isso, que os financiamentos em questão dependem de linhas disponíveis junto aos banqueiros internacionais, tendo os seus vencimentos pactuados na contratação, renováveis em condições cada vez mais vantajosas, de acordo com a performance do país na área internacional e, de certa forma, restrita à sua maior ou menor vulnerabilidade externa. Assim, se os fundamentos macroeconômicos do país vão bem, aspectos operacionais como melhores taxas de juros, alongamento de prazos e facilidades de renovação das linhas externas se constituem em características marcantes das negociações. De outra forma, é fácil supor que dificuldades, as mais diversas, rondarão as rodadas de negociações como as que já tivemos no passado, em momentos de crises internacionais.

No que se refere ao aspecto operacional, partindo do fato de que as operações de tal natureza têm um prazo de vencimento de 570 dias – recentemente, o BACEN aumentou os prazos de tais formas de financiamentos – é correto supor que o presente fenômeno de superávit elevado na balança comercial se deve, em grande parte, às operações conduzidas sob a forma de ACC/ACE ainda não liquidadas.

Numa operação de exportação financiada sob a forma de ACC/ACE, temos, a rigor, dois momentos distintos, independentemente da forma de pagamento: i) na primeira fase temos o ACC que se estende da contratação até a entrega dos documentos de exportação e ii) na segunda fase, temos o ACE que se estende da entrega de documentos ao banco negociador do câmbio até a efetiva liquidação da operação no exterior.

A propósito, relativamente à sua liquidação, as operações podem ser contratadas – quanto ao prazo de entrega da moeda estrangeira – da seguinte forma: i) imediata - que identifica as operações que envolvem compra e venda moeda estrangeira em espécie e *traveller's checks*; ii) pronta - que diz respeito às operações com prazo de liquidação em até dois dias úteis; iii) futura - que se refere às operações com prazo superior a dois dias úteis.

Um outro aspecto, digno de destaque da participação dos bancos nas operações cambiais, diz respeito à conjugação dos prazos das operações de exportação e importação, ou ainda, à conjugação dos prazos de compras e vendas.

Ora, como já sabemos, as operações de exportação são as compras de moeda, enquanto que as operações de importação representam as vendas; assim,

no que diz respeito ao volume de câmbio tanto comprado como vendido, por parte dos bancos no mercado, existem limites máximos permitidos pelo Banco Central, conforme comentado anteriormente.

Por outro lado, tecnicamente uma compra (de valor positivo) anula uma venda (de valor negativo); no tocante ao aspecto posição de câmbio, apurada diariamente, através de um cálculo algébrico, os bancos informam ao BACEN, via SISBACEN. Nesse sentido, a política operacional dos bancos na área de câmbio, ao levar em conta os prazos das operações e a natureza das mesmas, tem por objetivo a seguinte filosofia: comprar a curto prazo¹⁸ e vender a longo prazo¹⁹, ou ainda, exportações preferentemente liquidáveis a curto prazo e importações a longo prazo.

Nestas condições, ao terem as suas exportações liquidadas antes das importações (na posição de câmbio, exportações algebricamente anulam importações) os bancos operadores passam a contar com recursos disponíveis que, embora comprometidos com as operações de venda, só deixarão de ser aplicados no mercado externo (*Seven days, tomorrow, etc.*) quando do pagamento das importações.

Nesse sentido, a Lei 4.131 (BRASIL. Lei nº 4.131, art. 28), em seu artigo 28, diz o seguinte:

Sempre que ocorrer grave desequilíbrio no balanço de pagamentos, ou houver sérias razões para prever a iminência de tal situação, poderá o Conselho Monetário Nacional impor restrições, por prazo limitado, à importação e às remessas de rendimentos dos capitais estrangeiros e, para este fim, outorgar ao Banco do Brasil monopólio total ou parcial das operações de câmbio.

2.11 TIPOS DE CONTROLE CAMBIAL

Finalmente, como tudo isso é controlado e apurado pelos organismos que atuam na área de comércio exterior?

Já destacamos anteriormente as principais atribuições do Banco Central na área de câmbio, sendo que uma das mais importantes diz respeito ao controle do fluxo de caixa do país; fiscaliza, ainda, os pagamentos e recebimentos em moeda estrangeira, realizados através dos bancos autorizados a operar em câmbio, por

¹⁸ Preferentemente as operações de compra deverão ser conduzidas a curto prazo.

¹⁹ Preferentemente as operações de venda deverão ser conduzidas a longo prazo.

meio do SISBACEN, via *on line*, através do qual, interligados àquela autoridade monetária, os bancos informam, dentre outras, as operações de câmbio apuradas diariamente.

Um outro órgão controlador, de fundamental importância é a Secretaria da Receita Federal (SRF), que tem a função de fiscalizar a entrada e a saída de bens (mercadorias), cuidando do despacho aduaneiro e do recolhimento de tributos.

Ainda, como instrumento administrativo que integra as atividades de registro, acompanhamento e controle das operações de comércio exterior, mediante fluxo único computadorizado de informações, temos o SISCOMEX²⁰.

Em termos práticos, o controle administrativo é exercido via exigências documentais e sanitárias para um determinado grupamento de produtos; o controle cambial, através do acompanhamento das variações da taxa de câmbio – é o caso, por exemplo, das compras de moeda no mercado à vista por parte do Banco Central - , e o controle aduaneiro, através da instituição de tarifas, ou sua isenção, com a adoção de regimes aduaneiros especiais.

Relativamente às exportações, temos que o controle cambial é exercido, como se sabe, pela obrigatoriedade da venda pelo exportador da moeda estrangeira oriunda da exportação de bens e serviços, ao banco autorizado a operar em câmbio. Já dissemos que não é permitido ao exportador receber diretamente as divisas de exportação ou orientar o importador a efetuar pagamentos a terceiros, exceto os pagamentos relativos à comissão de agentes – intermediário que os representa no exterior.

Nesse sentido, os controles em questão têm sido exercidos de forma discricionária no fluxo do mercado externo, através do estabelecimento de cotas, licenças, fixando-se limites quantitativos, criando-se tributos, além de outros tipos de controle de caráter temporário, como, por exemplo, o fechamento antecipado de câmbio de importação ou, ainda, a exigência de financiamentos externos. Uma outra forma de controle operacional diz respeito à adoção de controle quantitativo de importações sobre determinadas mercadorias, consideradas não essenciais à nossa economia, a imposição de licenças prévias de importação e um sem número de certificados a serem apresentados aos órgãos competentes.

²⁰ Siscomex – Sistema Integrado de Comércio Exterior.

Uma prática muito comum, na década de 80, e que, praticamente, se estende até os dias de hoje, refere-se às limitações à remessa de divisas sob a forma de lucros, por parte das multinacionais aqui instaladas, além de juros, *royalties*, despesas de turismo, dividendos e outras.

É importante registrar que, assim, o Banco Central atua na administração da política cambial do país, fiscalizando a entrada e saída de divisas e o nível das reservas internacionais tão importantes para a segurança dos nossos negócios externos. No que se refere ao acompanhamento da taxa de câmbio, são consideradas de fundamental importância as variáveis macroeconômicas de inflação doméstica, de inflação de nossos principais parceiros, a evolução do PIB e a estrutura do balanço de pagamentos.

Note-se que a economia brasileira, particularmente nas duas últimas décadas, experimentou um sem número de alterações circunstanciais na taxa de câmbio, com intervenções do Banco Central que, por meio da regularização da moeda, visavam o ajuste das contas externas do país. Em outro ponto do trabalho, colocamos que o BACEN, em certas circunstâncias, procede a intervenções pontuais no sentido de atingir o reequilíbrio da taxa, exatamente porque as suas variações, para mais ou para menos, poderão provocar distorções no mercado e na economia como um todo. Trata-se, especificamente, de uma das inúmeras formas de controle cambial.

Fizemos referência, também, às operações conduzidas no mercado interbancário de câmbio, das posições comprada e vendida que envolvem operações de repasse e cobertura, junto aos bancos operadores e, inclusive, junto ao BACEN, que exerce rigoroso controle sobre a quantidade disponível de moeda e estabelece limites nas posições de câmbio.

Um dos aspectos mais importantes na fase de celebração da operação, e que trata de todos os elementos passíveis de registro numa operação cambial, se refere aos contratos de câmbio que, pelas suas próprias características, são solenes e surgem somente depois de cumpridas as formalidades definidas pelo BACEN.

Sobre esta questão, Garófalo Filho (2005, p.259) afirma que:

Deve-se lembrar ainda que, além de cumprirem determinação legal, as formalidades são necessárias para que a autoridade monetária disponha das informações necessárias para compatibilizar as políticas monetária e cambial. Para isso, as operações do mercado primário são formalizadas

(registradas) pelo preenchimento de formulários de contratos específicos, disponíveis eletronicamente para recepção e transmissão ao Sistema de Informações do Banco Central (Sisbacen). Existem contratos específicos para operações relativas à exportação, importação, remessas, ingressos etc.

Desta forma, podemos dizer que, nos três níveis aqui citados, a ocorrência de falhas é muito rara, além de marginal a possibilidade de fraudes, razão por que registramos que o sistema de controle cambial brasileiro é altamente confiável, com sofisticadas formas de acompanhamentos operacionais.

Nesse sentido, Zini Júnior (1993) faz referência à rigorosa organização do mercado oficial de câmbio, através dos minuciosos controles contábeis dos agentes bancários autorizados a operar no mercado, e dos níveis de operações²¹, tanto comerciais quanto de câmbio manual permitidos. Afirma, ainda, haver, conforme dissemos anteriormente, um controle sofisticado de verificação das transações, com o objetivo de aferição da validade das operações e dos preços praticados .

Referido esquema envolve as autoridades alfandegárias na fiscalização e controle dos preços, tanto das importações quanto das exportações, além da fiscalização do embarque e desembarque das mercadorias. Lembramos que só podem operar no sistema bancos e corretoras credenciados, e todas as operações devem seguir rigorosamente as regulamentações específicas emanadas do Banco Central do Brasil.

A corroborar nossas colocações, Zini Júnior (1993, p.24), registra que: “a sistemática de controle brasileiro sobre o câmbio, tanto pela sua abrangência quanto pela fiscalização, é das mais eficazes dentre os países em desenvolvimento.”

No particular, trata-se de uma lógica operacional que se volta para a administração da escassez de divisas em situações eventuais e específicas, ou permite a transferência setorial de rendas, circunstância que, à semelhança de algumas ocorrências já registradas no país, faz com que o câmbio passe a ser totalmente centralizado no Banco Central.

Nesta hipótese, há momentos em que o racionamento de divisas é essencial, razão por que o controle rigoroso de saída da moeda se sobrepõe a qualquer outro fator ou critério mais geral de eficiência alocativa.

²¹ As operações cambiais se dividem em dois grandes grupos: a) câmbio manual – compra e venda de moeda estrangeira em espécie e traveller's checks e b) câmbio sacado – que compreende as operações comerciais (exportações e importações) e as financeiras (ordens de pagamento do e para o exterior).

Nas épocas de crises cambiais, o país passou por circunstâncias em que as divisas tinham que ser rigorosamente controladas devido à sua escassez e a centralização cambial tornou-se necessária .

O objetivo é reduzir a perda de reservas internacionais em meio a ataques especulativos e conter as oscilações bruscas na cotação da moeda.

Na América Latina, além da Argentina – que adotou a centralização cambial no final de 2001 -, México e Venezuela, o Brasil viveu sob centralização cambial nos anos de 1983 e 1989.

2.12 CONCLUSÃO

A estrutura e o funcionamento do sistema cambial brasileiro, apoiados numa sólida organização e obediência às regras por parte de suas instituições, têm sido considerados por todos aqueles que, direta ou indiretamente, atuam no mercado, exemplares em termos de desempenho e agilidade. Contando com um Banco Central atuante e com um sistema de normas seguido rigorosamente à risca, os agentes financeiros a que nos referimos no corpo deste capítulo, têm, salvo raras exceções, apresentado desempenho produtivo, circunstância que os torna responsáveis pelos bons resultados que vimos apresentando na área internacional. No âmbito interno, temos apresentado segurança e bom desempenho. Sabemos, ademais, que o sistema de controle sobre o câmbio, efetuado por nossas autoridades, em termos de abrangência e rigorosa fiscalização, situa-se entre os mais eficazes, se comparados com outros países em desenvolvimento.

Na área externa, foi dado um grande passo em termos de desenvolvimento, a partir dos anos 70, período em que o Banco do Brasil deu início à política de multiplicação de suas agências no exterior, criando filiais nas principais praças do mundo (Nova Iorque, Londres, Paris, Tóquio, Hamburgo e outras), providência que fez com que passássemos a conduzir as nossas operações externas com os bancos nacionais, nossos correspondentes lá fora, ganhando, com isso, agilidade na liquidação dos negócios, além do barateamento dos custos, assunto já referido linhas atrás e que, pela sua importância, achamos justo lembrar.

Tudo isso, aliado às formas de controle antes citadas, Sisbacen, Receita Federal e Siscomex, nos âmbitos operacional, fiscal e administrativo, tornou possível

a nossa inclusão num seletivo grupo de países que têm servido de modelo no que diz respeito à condução de seus negócios internacionais.

Desta forma, podemos considerar a estrutura cambial brasileira plenamente satisfatória em termos de funcionamento, com desempenho favorável nas áreas administrativa, operacional e tributária, num cenário econômico de esperada expansão e boas perspectivas de crescimento futuro.

3 UMA ANÁLISE RETROSPECTIVA DAS POLÍTICAS CAMBIAIS ADOTADAS NO BRASIL, A PARTIR DA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL

Este capítulo pretende proceder a um estudo dos principais regimes cambiais adotados no Brasil, desde o período do pós-guerra até os dias de hoje, destacando, ao mesmo tempo, aspectos relevantes da nossa economia que apresentam alguma ligação com as políticas cambiais.

A economia brasileira passou por momentos de grande turbulência, através de uma persistente volatilidade das taxas de câmbio, de juros e outros parâmetros internacionais, circunstância que fez com que vivêssemos momentos de acentuada instabilidade econômico-financeira, particularmente, a partir do fim do preconizado no sistema monetário internacional de Bretton Woods, nos anos 70, devido à substituição do antigo regime de taxas fixas por um outro de taxas flutuantes.

A presente abordagem destaca, desde Dutra até hoje, como se comportou a economia brasileira nos diversos governos, os acertos e desacertos da nossa política cambial, os reflexos diretos das alterações da taxa de câmbio em nossos principais indicadores macroeconômicos, as diversas tentativas de acerto dos trabalhos, de um modo geral, e o malogro da grande maioria deles.

Já comentamos, no capítulo anterior, que a nossa condição de detentores de moeda inconvertível, além do fato de termos em nosso passivo uma dívida externa considerável, tudo isso nos submeteu a uma dependência direta dos países desenvolvidos, expondo-nos a uma vulnerabilidade externa preocupante.

Assim, ao apresentarmos o desempenho da nossa economia, com base nos principais regimes cambiais adotados, no período de 1945 até antes do Plano Real, dividimos o trabalho em quatro partes assim distribuídas: a) O período pós Segunda Guerra Mundial (1945 a 1955); b) O período de 1950 a 1968; c) O período das minidesvalorizações de 1968 a 1986 e d) O período dos planos de estabilização da economia.

Dentro de cada período, apresentam-se as principais medidas tomadas em termos de política cambial, exceção feita ao Plano Real que será objeto de análise no capítulo III deste trabalho.

3.1 O PERÍODO PÓS - SEGUNDA GUERRA MUNDIAL (1945 A 1955)

O período que se estende do final da Segunda Guerra Mundial (1945) até 1955 - ano que coincide com o início do governo de Juscelino Kubitschek - caracterizou-se por uma profunda modificação na economia mundial por meio de uma lenta transição em direção aos princípios acordados em Bretton Woods (1944).

Segundo Vianna e Villela (2005), esse período que marcou a ênfase nos princípios do liberalismo político e econômico veio coincidir com o fim do Estado Novo, que vigorou de 1937 a 1945, e início do governo Dutra, a enfrentar as questões advindas da Guerra Fria, particularmente num momento da economia internacional conhecido como “escassez de dólares”.

Nesse período, o país viria a passar por sucessivas crises no balanço de pagamentos, circunstância que fez com que, nos primeiros anos do pós-guerra, fosse abandonado o modelo liberal para dar lugar a um modelo de desenvolvimento industrial, que tinha como característica a crescente participação do Estado na economia.

Tal participação, conforme aqueles autores, teve como marcas fundamentais a adoção de controles cambiais e de importações, além do surgimento de regulamentação específica nos mais diversos setores do domínio econômico.

As perspectivas do governo Dutra centravam-se na idéia de uma rápida reorganização da economia mundial, baseada, conforme dissemos, nos princípios de Bretton Woods que priorizavam, na sua essência, a eliminação das barreiras ao livre comércio e, acima de tudo, a implementação de princípios voltados ao comércio multilateral.

O acordo em questão condenou os protecionismos vigentes, desde a crise de 1929, e consagrou o abandono do padrão-ouro por parte dos demais países, exceto os Estados Unidos, além de estabelecer o dólar como padrão internacional, em relação ao qual as nações participantes deveriam estabelecer taxas fixas de câmbio. No caso do Brasil, a paridade manteve-se fixa em CR\$ 18,50 por dólar, enquanto que a inflação brasileira fora o dobro da norte-americana, durante a

guerra. Sob o aspecto operacional, a valorização do Cruzeiro e o forte avanço econômico, verificado nos últimos anos do Estado Novo, servem para explicar o crescimento das importações, com sérios reflexos no balanço de pagamentos e conseqüente perda de reservas, notadamente de moedas conversíveis.

Diante dessa nova realidade, o governo, em julho de 1947, retoma os controles cambiais, e introduz um novo mecanismo no sistema de contingenciamento das importações, através do qual concedia licenças prévias para importar, de acordo com as prioridades estabelecidas via essencialidade do produto.

Assim, a taxa de câmbio permanecia fixa enquanto a inflação, em torno de 15% ao ano, crescia, ocorrência que, paradoxalmente, não chegou a afetar a balança comercial em razão dos sensíveis aumentos dos preços internacionais do café que, em grande parte, contribuíram para amenizar as conseqüências negativas da defasagem cambial.

Sobre o comércio exterior brasileiro e seu papel na economia, Baer (2002, p.67-68) afirma que:

[...] depois da Segunda Guerra Mundial, a estrutura das mercadorias de exportação no Brasil se concentrava em uma pequena quantidade de produtos: café, cacau, açúcar, algodão e fumo. Os principais mercados para esses bens eram os Estados Unidos e a Europa ocidental. A estrutura das mercadorias de importação não era tão desigual e cada grupo possuía uma parcela relativamente substancial do total de importações. A notável queda de bens de consumo manufaturados e o aumento da importação dos bens de capital e de combustíveis no período pós-Segunda Guerra Mundial refletem as medidas de substituição de importações [...]

Ainda, segundo este autor, havia uma clara evidência da total dependência do país em relação às exportações, particularmente de produtos primários, o que fazia com que, no final da década de 1940, a maior parte do PNB fosse representada pelo setor agrícola (28%), enquanto que, em torno de 60% da população economicamente ativa, exercia as suas atividades nesta área.

Como resultado dos negócios internacionais do país no que diz respeito ao nível de reservas cambiais, assim se manifestam Vianna e Villela (2005, p.23):

Pode-se considerar que, ao final da Segunda Guerra, as autoridades monetárias e cambiais do Brasil se tornaram vítimas de uma espécie de "ilusão de divisas", que se apoiava na percepção de que o país estaria em situação bastante confortável com relação às suas reservas internacionais. Além de se julgar credor dos Estados Unidos pela colaboração oferecida durante a Segunda Guerra Mundial, o governo brasileiro acreditava que

uma política liberal de câmbio seria capaz de atrair fluxos significativos diretos estrangeiros. Havia, ainda, a esperança de uma alta expressiva dos preços internacionais do café, em consequência, principalmente, da eliminação, em julho de 1946, de seu preço-teto por parte do governo norte-americano.

Como podemos observar na citação acima, a política cambial desse período, que coincide com o início do governo Dutra, caracterizou-se por uma administração à luz da “ilusão de divisas” e pela prioridade no combate à inflação. Tal conceituação foi assim chamada pelo fato de o governo ter feito uma falsa avaliação das reservas cambiais. Sabe-se que, em 1946, pelo menos metade de nossas reservas cambiais era representada por ouro – tido como reserva estratégica – que, em última análise, deveria ser preservada para uso em situações rigorosamente necessárias; a outra metade era representada por libras esterlinas bloqueadas, enquanto que US\$ 92 milhões poderiam ser considerados reservas efetivamente líquidas e utilizáveis em operações com países detentores de moeda conversível.

Como se vê, a disponibilidade efetiva de reservas cambiais era irrisória e, de fato, pouco representava em termos práticos. Por outro lado, havia pouca esperança quanto a um possível apoio dos Estados Unidos no que concerne à captação de recursos no exterior, tendo em vista o fato de aquele país ter direcionado seus esforços na reconstrução européia, o que fez com que o Brasil recorresse ao influxo de capitais privados para o seu desenvolvimento econômico.

Assim, a julgar que as restrições externas haviam sido superadas, uma das soluções aventadas para melhorar o desempenho de nossos negócios internacionais, baseava-se na desvalorização cambial, providência, aliás, logo deixada de lado, por motivos os mais diversos.

A não adoção de tal alternativa prendia-se ao fato de que uma taxa de câmbio sobrevalorizada era mais interessante uma vez que a demanda estrangeira pelo nosso principal produto, o café, era inelástica e serviria para desestimular a oferta do produto, além ser utilizada para sustentar os seus preços internacionais.

Como alternativa, em julho de 1947, o governo, ao invés de desvalorizar a moeda, instituiu uma política de controles cambiais e de importações, através da qual os bancos que operavam em câmbio eram obrigados a vender ao Banco do Brasil 30% de suas operações de câmbio livre, à taxa de compra. Desta forma, o Banco do Brasil – que, à época, exercia, além de suas funções comerciais, a de

banco central – atendidos os compromissos do governo, estabelecia uma escala de prioridades que servia para favorecer a importação de produtos essenciais.

3.2 O PERÍODO DE 1950 A 1968

Diante da impossibilidade de o governo brasileiro sustentar a política anterior, voltam, em julho de 1947, os controles cambiais, enquanto que, ao mesmo tempo, a nossa economia enfrentava uma escassez de moedas fortes, particularmente de dólares. Somente a partir de 1949, com a recuperação dos preços internacionais do café, a balança comercial passou a apresentar superávits expressivos.

Sobre os controles cambiais, Lacerda (2000, p.77) afirma que:

A conjugação de uma taxa de câmbio sobrevalorizada com controle cambial, a partir de 1947, produziu um triplo efeito em benefício da industrialização substitutiva de importações: um subsídio às importações de bens de capital e bens intermediários; protecionismo contra a importação de bens competitivos; e aumento da rentabilidade da produção para o mercado interno. Apesar da pouca preocupação do governo Dutra com o crescimento industrial, a política do Banco do Brasil de crédito à indústria foi bastante importante.

A rigor, referido modelo perdurou até fevereiro de 1948, período em que se adotou uma nova política no que se refere ao contingenciamento de importações, que se baseou na concessão de licenças prévias para importar, de acordo com as prioridades governamentais. Tal sistemática permaneceu, na prática, até o ano de 1951, início do governo Vargas, dando lugar, em outubro de 1953, à Instrução 70 da Sumoc²², de que falaremos mais à frente.

No início do governo Vargas, eram boas as perspectivas de transação com o exterior uma vez que, além da mudança nas relações comerciais com os Estados Unidos, o comércio internacional dava mostras de franca recuperação devido à elevação dos preços do café nos mercados externos, que se iniciou em agosto de 1949.

Nesse sentido, o comércio exterior, nos dois primeiros anos do referido governo, apresentava como características taxa de câmbio fixa e sobrevalorizada, a

²² SUMOC – Superintendência da Moeda e do Crédito que, com o advento da Lei 4595, de 31.12.64, deu origem ao Banco Central do Brasil e, em consequência, liberou o Banco do Brasil de suas funções até então exercidas.

par de um regime de concessão de licenças para importar, com uma certa flexibilidade nos primeiros meses. Como resultado dessa política e com a liberalização das importações, refletindo o viés industrializante do novo governo, estas praticamente dobraram nos anos de 1951-52, subindo para US\$ 1,7 bilhão, além de provocar aumentos consideráveis, mais de 55%, na categoria de bens de capital e 28% em outros bens de produção.

Nessa perspectiva, não chegou a causar surpresa o considerável aumento das importações e seus fortes reflexos na balança comercial, a par de uma queda acentuada (20%) no volume de exportações no biênio em referência, circunstância que fez com que caminhássemos inapelavelmente para um colapso cambial acentuado.

Diante desse quadro, no início de 1953, o governo, em sintonia com o processo em curso na economia mundial, praticamente impelido pelos números pouco animadores da economia como um todo, resolveu atacar simultaneamente as questões cambial e fiscal, baixando a Instrução 70 da Sumoc.

Basicamente, as principais mudanças introduzidas na área cambial brasileira foram as seguintes: (1) o restabelecimento do monopólio cambial do Banco do Brasil; (2) a extinção do controle quantitativo das importações e a instituição de leilões de câmbio; e (3) nas exportações – substituição das taxas mistas por um sistema de bonificações incidentes sobre a taxa oficial.

Além disso, a referida Instrução introduziu na economia três tipos básicos de cobertura cambial,²³ aplicáveis às importações brasileiras, quais sejam: (1) taxa oficial sem sobretaxa, válida para importações especiais, como por exemplo, trigo e material ou papel de imprensa; (2) taxa oficial, acrescida de sobretaxas fixas, aplicáveis às importações diretas dos três níveis de governo, além das autarquias e das sociedades de economia mista (petróleo e derivados tinham, também, suas aquisições cobertas dessa forma); e (3) taxa oficial, acrescida de sobretaxas variáveis, de acordo com os leilões de câmbio a elas aplicáveis, para todas as demais importações. As importações foram, ainda, classificadas em cinco categorias, dispostas em ordem decrescente de essencialidade, em que a oferta disponível de moeda era alocada pelas autoridades monetárias entre os diferentes tipos de produto, enquadráveis nas regras e condições operacionais impostas.

²³ A expressão cobertura cambial designa contratação de câmbio.

Segundo Baer (2002, p.75):

Durante o período de funcionamento, o sistema foi submetido a várias mudanças. Muitas importações foram reclassificadas de acordo com categorias, estabeleceram-se ágios mínimos para a realização de leilões, que foram aumentados no decorrer do tempo para acompanhar a inflação. Quanto às exportações, ocorreram muitas mudanças que acabaram por ocasionar a criação de quatro categorias de exportação em janeiro de 1955. O sistema tornou-se tão complicado que existiam mais de 12 taxas oficiais ao mesmo tempo.

Pode-se dizer que o regime cambial em questão caracterizou-se por um grande avanço em direção à desvalorização da moeda diante da inflação contínua, criando, com isso, um mecanismo de mercado para equiparar a oferta e a procura de moeda estrangeira. Tais medidas fizeram com que, de certa forma, fossem canalizados para o governo os lucros obtidos com as importações, além de eliminar a corrupção administrativa que ocorria na distribuição de licenças.

A nova prática serviu para favorecer a maior parte dos bens de capital, dos insumos destinados à agricultura, seguidos dos bens de produção e bens de consumo, com flagrante desestímulo às exportações.

Os leilões, na verdade, constituíram-se num importante mecanismo de arrecadação para o Estado e mantiveram a política cambial de favorecimento às indústrias substitutivas de importações.

No curto período em que governou o país (1954-55), o presidente Café Filho executou políticas econômicas distintas, que refletiam o pensamento de seus dois ministros da Fazenda à época: Eugênio Gudin e José Maria Whitaker.

De acordo com Lacerda (2000, p.85):

Concretamente, a principal ação de Gudin foi a Instrução 113 da Sumoc, de 27 de janeiro de 1955, que permitia às empresas estrangeiras instaladas no país importar máquinas e equipamentos sem cobertura cambial para a complementação dos conjuntos industriais já existentes no país e classificados nas três primeiras categorias de importação, conforme a essencialidade do produto.

Na prática, em razão da existência de taxas múltiplas de câmbio, tal particularidade beneficiava duplamente o capital estrangeiro. Em tais circunstâncias, com a importação de bens de capital sem a necessidade de internalização das divisas à taxa de mercado livre, para posteriormente recomprar as licenças de importações por um valor mais alto nos leilões de câmbio, o capital estrangeiro

estaria sendo beneficiado pelo fato de receber um subsídio equivalente ao diferencial entre o custo das divisas na categoria relevante e a taxa do mercado livre.

Sabe-se que tais subsídios não eram concedidos às empresas nacionais, que enfrentavam a concorrência das empresas estrangeiras em condições de inferioridade, o que fazia com que se vissem obrigadas a, habitualmente, importar máquinas e equipamentos de segunda mão, obsoletas e já desativadas em seus países de origem.

A gestão Gudin é tida como um dos mais ortodoxos programas já implantados na nossa economia, responsável por ampla crise de liquidez e um grande número de falências e concordatas à época (1955), além de provocar sensível queda na formação bruta de capital fixo.

Assim, não fosse a curta duração do referido programa de estabilização da economia, a gestão Gudin teria provocado forte queda no nível de atividade industrial, gerando, outrossim, insatisfação entre os exportadores à vista da taxa de câmbio sobrevalorizada para o café, aspecto operacional conhecido nos meios empresariais como “confisco cambial.”

Na seqüência dos fatos, com a saída de Gudin, em abril de 1955, o novo ministro Whitaker, de início, idealizou um projeto econômico bastante ambicioso, com a instituição de um mercado totalmente livre, através da unificação das taxas, além de proceder a uma valorização cambial. Antes, porém, considerava ser indispensável fortalecer a posição externa brasileira e promover uma reformulação no sistema tarifário, o que garantiria relativa proteção às indústrias depois da eliminação dos ágios cambiais.

Sabe-se que, embora contasse com o apoio incondicional do FMI, o novo projeto de reformulação do nosso sistema cambial nunca chegou a ser implantado.

Os anos subseqüentes foram marcados por um sem número de dificuldades na administração da política cambial devido às profundas alterações operadas no quadro econômico brasileiro.

Baer (2002, p.77) aduz ao fato dizendo que:

O câmbio de custo para importações preferenciais foi mantido em níveis baixos durante longos períodos (a CR\$ 53,00 por dólar até outubro de 1958, e a CR% 80,00 até janeiro de 1959, quando passou a CR\$ 100,00) em vista da inflação contínua.

É fácil supor que tal prática de manutenção do câmbio valorizado teria os seus reflexos contabilizados na balança comercial, uma vez que a desvalorização cambial, num primeiro momento, estaria descartada, em razão dos números da inflação.

Sabe-se que, em meados de 1950, o governo passou a enfrentar um problema extremamente delicado e de difícil solução, representado pela superprodução de café, comprando grande quantidade de excedentes e pagando aos exportadores uma taxa 50% inferior às de importação. Nesse caso, a diferença entre as taxas de compra e de venda, aplicáveis às exportações e às importações, respectivamente, acabou gerando uma receita adicional para o governo, cujos valores acabariam sendo utilizados em financiamentos do programa doméstico de defesa do café, dentre outras prioridades governamentais.

Nesse cenário, é importante notar que a Instrução 113 da Sumoc veio a constituir-se no principal instrumento de política cambial, com destaque, no particular, para a forte entrada de capitais externos no país, ocorrida no Plano de Metas de JK.

Assim, os anos seguintes, período que vai do início de 1958 a março de 1961, mostraram que, invariavelmente, a cotação do dólar no câmbio livre estava abaixo da taxa aplicada na categoria geral, fato que veio significar que empresas estrangeiras, que remetiam lucros e brasileiros que viajavam ao exterior, conseguiam vantagens, através de uma taxa mais favorável do que os importadores de bens essenciais.

Durante os últimos anos de existência do sistema, o governo instituiu empréstimos compulsórios a incidir nas operações comerciais, conduzidas por exportadores e importadores, que pagavam o ágio no mercado de leilões mas iriam receber a moeda seis meses depois. Aliás, os exportadores recebiam somente uma fração dos preços em cruzeiros da moeda estrangeira, sendo o saldo investido em títulos públicos de seis meses do Banco do Brasil.

Nesta hipótese, portanto, mesmo a se considerar o seu caráter discriminatório que, sem dúvida, beneficiava o capital estrangeiro, na prática a Instrução 113 – poderoso instrumento de atração de capitais externos – contribuiu com mais de 50% do total de investimento direto ingressado no país, entre os anos de 1955 e 1960, ou, ainda, o equivalente a US\$ 400 milhões. Além disso, dos empréstimos e financiamentos obtidos pelo Brasil no período em questão, em torno

de US\$ 1,7 bilhão, aproximadamente 60% também ingressaram sob a forma de máquinas e equipamentos, sem cobertura cambial.

Segundo Villela (2005, p.54):

[...] se, por um lado, a Instrução 113 contribuiu para o aumento da dívida externa líquida brasileira – de menos de US\$ 1,0 bilhão em fins de 1955 para US\$ 3,4 bilhões em 1960 – por outro, teve o mérito inquestionável de impedir que a restrição de divisas levasse ao abandono dos planos de investimentos do Plano de Metas.

Nesse sentido, a política cambial, preconizada pela referida Instrução, procurava lidar não só com a limitação de divisas, sensivelmente agravada pelo mau desempenho das exportações de café, mas, paralelamente, funcionava como um dos principais instrumentos de captação de recursos num contexto de escassez de moedas.

De forma geral, com o agravamento dos problemas advindos da condução da economia, fazia-se necessária uma profunda alteração no quadro macroeconômico, a começar, por medidas de cunho ortodoxo, que incluíam além de uma forte desvalorização cambial, a unificação do mercado de câmbio (Instrução 204 da Sumoc), a contenção do gasto público, uma política monetária contracionista e a redução dos subsídios concedidos às importações de petróleo e trigo. Estas foram as primeiras medidas adotadas pelo governo.

Assim, tendo como principal providência a adoção dessas medidas, inicia-se, em princípios de 1961 o governo de Jânio Quadros.

Como se sabe, em março de 1961, procedeu-se a uma reforma cambial, desvalorizando-se a moeda em 100% para o chamado câmbio de custo, cuja taxa era praticada nas operações de importações preferenciais como petróleo e papel de imprensa. Tal medida tinha por objetivo diminuir, tanto quanto possível, a pressão dos subsídios cambiais sobre o déficit público.

Além das questões anteriormente destacadas, Baer (2002, p.77) afirma que:

Todas as exportações exceto o café, também, foram colocadas no mercado livre e os empréstimos compulsórios, impostos aos importadores, foram substituídos por um sistema de letras de importação, em que os importadores depositavam o valor em cruzeiros da moeda estrangeira comprada a partir de um período de 150 dias em troca de títulos do Banco do Brasil.

Da mesma forma, outras instruções criadas pela Sumoc efetuavam a transferência dos ganhos auferidos com as exportações de café para o mercado livre, exigindo em contrapartida que os exportadores entregassem US\$ 22,00 por saca, com o propósito de permitir que o governo, com o equivalente em cruzeiros, financiasse o apoio ao excesso de produção.

O Brasil, a partir de 1961, dentro do esquema de Bretton Woods, praticou uma política cambial caracterizada por uma taxa fixa de câmbio com ajustamentos eventuais, com a possibilidade de desvalorizá-la, se necessário, em até 10%. Instabilidades havidas nas importações e exportações se deviam ao fato de, nos intervalos entre as variações, ocorrer a defasagem da taxa cambial, com sérios reflexos no resultado final em termos de balança comercial.

Desta forma, como tais reajustes ocorriam numa média de 10 meses, no que diz respeito aos intervalos, tal anomalia tornava as exportações relativamente mais caras entre os ajustamentos, enquanto que as importações se tornavam mais baratas, além de serem subsidiadas com um declínio real da proteção tarifária.

Registre-se que, na raiz dos problemas enfrentados pelo Brasil no que se refere à administração de sua política cambial, na vigência do sistema Bretton Woods, o país foi marcado por uma forte especulação, basicamente pela fixação da taxa por longos períodos e pela inflação constante. Sabe-se que as desvalorizações cambiais ocorriam com a finalidade de eliminar-se o efeito inflacionário o que fazia com que, nos períodos que a antecederiam, houvesse uma forte saída de capitais de nossas contas, provocada pela intensa procura por importações, da mesma forma que a ocorrência das desvalorizações provocava um grande afluxo de moeda advinda dos fechamentos de câmbio de exportação, a par de capitais especulativos a beneficiar-se das novas paridades.

No período em questão, que se estende até o ano de 1968 – ano, aliás, que marca o surgimento de uma nova política cambial no Brasil -, a rigor, nosso sistema consistia em desvalorizações abruptas da taxa de câmbio, como vimos, em grandes intervalos de tempo, circunstância que fazia com que ocorressem alterações desfavoráveis nos indicadores reguladores de nossa política externa. Sobre a adoção de tal sistemática Lanzana (1997, p.449) registra que:

Em primeiro lugar, havia um grande risco para o exportador, na medida em que a empresa nunca estava segura do tempo e tamanho da próxima taxa de desvalorização; além disso, a atividade exportadora não apresentava estímulos suficientes para aumentar o seu volume de exportações em virtude de problemas relacionados à remuneração (taxa cambial valorizada, inexistência de incentivos fiscais, etc.).

Conforme dissemos anteriormente, as desvalorizações cambiais ocorridas nesse período eram responsáveis pelo surgimento de movimentos especulativos relativamente às importações e aos fluxos de capitais.

Desta forma, na expectativa de desvalorizações cambiais significativas, os agentes financeiros tratavam de antecipar importações, convertendo moeda nacional em moeda estrangeira, fazendo o oposto logo após a desvalorização, auferindo, com tal prática, ganhos expressivos pondo à mostra, no caso, uma falha operacional da política cambial então vigente.

Exatamente por isso, tal sistemática, na verdade, se constituía como obstáculo a uma política voltada para o desenvolvimento econômico que, sabe-se, exige a importação de considerável volume de máquinas e equipamentos, matérias primas, componentes, etc.

Tal necessidade crescente de importação, como é natural, tenderia a criar forte pressão na balança comercial e, conseqüentemente, no balanço de pagamentos, particularmente em razão da limitada capacidade de importação gerada pelos baixos níveis de exportação.

Em tais circunstâncias, partiu-se para a formulação de uma nova política de desenvolvimento, com destaque para as exportações, com atenção especial para a taxa de câmbio, que passou a ser o principal instrumento da política cambial então adotada.

É importante notar que os anos de 1962 e 1963 foram marcados por crises políticas e pressões nacionalistas, que serviram para precipitar a promulgação de um rígido decreto com limitação de remessa de lucros, ao final de 1962, progressiva queda na receita cambial proveniente das exportações, além da aceleração da taxa inflacionária.

Nessa época, em razão da defasagem havida entre o câmbio livre oficial e a inflação, praticamente não houve estímulo a novos tipos de exportação.

Diante de tal quadro, tornava-se necessária a implementação de uma nova política cambial que viesse a corrigir as sérias distorções antes comentadas, uma

vez que, até então, o comércio exterior brasileiro caracterizava-se por números baixos de desempenho, algo em torno de 2,5 bilhões de dólares a 3 bilhões de dólares (exportações mais importações); tais valores permaneceram praticamente estáveis nos vinte anos que antecederam o início do processo, isto é, a nova política de minidesvalorizações adotada no país, a partir do ano de 1968, período em que se optou por uma estratégia de maior abertura da nossa economia com o resto do mundo.

3.3 O PERÍODO DAS MINIDESVALORIZAÇÕES, DE 1968 A 1986

Vimos que o Brasil, de 1961 a 1968, apresentou uma taxa fixa dentro do esquema de Bretton Woods, de ajustes abruptos, com grandes variações na taxa periodicamente anunciadas, em intervalos aproximados de um ano, fato que gerava sérias distorções nas operações comerciais e um sem número de irregularidades no sistema econômico como um todo.

Um dos maiores inconvenientes de tal política ficava demonstrado nos intervalos entre as variações, uma vez que a taxa de câmbio ficava defasada em relação à inflação interna; com tal prática, as exportações tornavam-se mais caras entre os referidos ajustamentos, paralisadas e adiadas até uma nova e substancial desvalorização, com taxas mais favoráveis.

Por sua vez, as importações, nos grandes intervalos, se tornavam mais baratas, sendo, desta forma, subsidiadas, gerando um conseqüente declínio da proteção tarifária.

As transações financeiras, até 1968, pelas próprias circunstâncias, envolviam alta especulação, uma vez que lucros excepcionais eram perfeitamente possíveis à vista da fixação da taxa por longos períodos, associada a uma inflação interna contínua.

Nesse cenário, a constatação de tais evidências, pôs à mostra a necessidade de implementação de uma nova política cambial, adequada à realidade brasileira, com ênfase nas exportações, elegendo, como dissemos, a taxa cambial como o principal instrumento dessa nova sistemática.

Assim, a partir de agosto de 1968, o Brasil passou a adotar a política de minidesvalorizações cambiais, que se estendeu até o Plano Cruzado (1986) e baseou-se na doutrina da paridade do poder de compra (PPC).

A escolha desse mecanismo cambial deveu-se, a rigor, a dois tipos de considerações. Num primeiro momento, a referida política tinha por objetivo evitar os constantes ataques especulativos contra a moeda doméstica, tendo em vista o fato de que o Brasil, na década de 70, apesar de manter um sistema de taxa cambial fixa, tinha uma inflação doméstica maior que a inflação internacional, circunstância que servia, conforme dissemos, como atração a um considerável afluxo de capitais toda vez que se prenunciava uma desvalorização. De outra parte, a política em questão visava estabilizar o ganho real do exportador, fato que, certamente, contribuiu para provocar forte incremento nas exportações como um todo.

A propósito de tais considerações, assim Zini Júnior (1993, p.107-108) se manifesta:

Estudos do início e meados da década de 70 – Suplicy (1976), Silva (1976) e Coes (1979) – aprovaram a política em virtude da performance favorável das exportações na época e tendo em vista que os ataques especulativos à moeda foram praticamente eliminados. Assim, comparada ao sistema de taxas de câmbio múltiplas (fixas) e controles cambiais da segunda metade da década de 50, ou ao sistema de taxa fixa sujeita a grandes desvalorizações ocasionais da década de 70, a política de minidesvalorizações representou uma mudança positiva, trazendo maior estabilidade à taxa de câmbio real.

Este autor argumenta, ainda, que, à semelhança de outras políticas cambiais, o sistema de minidesvalorizações apresentava alguns aspectos negativos, uma vez que as freqüentes minidesvalorizações fizeram com que alguns observadores ponderassem ser desnecessária a correção cambial. Desta forma, tais circunstâncias tinham por objetivo descentralizar o foco da necessidade de uma desvalorização real, diante dos choques externos que o país sofreu na década de 70. Por isso, devido ao fato de a moeda ter-se vinculado a uma paridade fixa, nos períodos que antecederam os choques externos, a política cambial não conseguiu evitar o desequilíbrio da balança comercial, circunstância que fez com que fosse, de certa forma, responsável pela crise do setor externo.

O sistema cambial em questão – prática de reajustes em pequenos intervalos – chegou a alcançar, nos anos 80, quando a inflação se tornou muito elevada, a periodicidade diária. Mas, mesmo neste caso, a taxa era fixada diariamente pelo governo e não pelo mercado, medida que fez com que o regime se assemelhasse muito mais a uma política de câmbio fixo que propriamente flexível.

Assim, tal sistemática tinha, também, por objetivo o afastamento dos ataques especulativos contra a nossa moeda de então, o Cruzeiro, além de criar condições estáveis para a liquidação das operações de exportação e importação. Suas características operacionais chamavam a atenção em dois aspectos fundamentais, isto é: os pequenos intervalos entre as desvalorizações e pequenos valores em cada evento de exportação e importação.

Na verdade, em nenhum momento, as autoridades chegaram a explicar, com clareza, a política cambial adotada, embora tenham demonstrado que seguiam na prática alguma variante da PPC relativa. A razão por que não era habitual, no caso, a explicação de tais regras, bem como a prática de desvalorizações pequenas e freqüentes, em intervalos não anunciados, era, como dissemos, para evitar os ataques especulativos.

Sobre isso, Zini Júnior (1993) afirma que, de 1968 a 1983, os intervalos observados foram de três a dez dias; da mesma forma, de 1984 a fevereiro de 1986, quando tal política foi suspensa no Plano Cruzado, a freqüência das desvalorizações aumentou consideravelmente, passando para desvalorizações diárias pré-anunciadas, no final de 1985. No final de 1986, as minidesvalorizações foram novamente introduzidas.

Levando-se em consideração as hipóteses de que: a) a taxa cambial a partir da qual se inicia a política é de equilíbrio; b) a relação de trocas do País se mantém constante; c) a renda interna e a do resto do mundo se mantêm constantes, o procedimento indicado pela teoria da paridade manteria a taxa cambial em equilíbrio, sem problemas maiores para a balança de pagamentos.

Sabe-se, ainda que, além das medidas cambiais, a partir de 1968, o governo tratou de ampliar as exportações, aumentando, em conseqüência, a capacidade de importar por meio de uma série de medidas fiscais e creditícias, dentre elas o crédito fiscal do IPI e mais tarde do ICM, maior assistência financeira, além da isenção do imposto de renda nas vendas ao exterior.

Pode-se considerar que a melhora havida nas contas externas brasileiras serviu para permitir um maior controle sobre a taxa de câmbio e que, apesar da política de minidesvalorizações cambiais, as defasagens entre as correções cambiais e a inflação, particularmente no período entre os anos de 1970 e 1973, evitaram que o câmbio se tornasse uma fonte autônoma de pressão inflacionária;

por isso, entendemos que tal fato tenha contribuído para conter a inflação de custos que ameaçava a economia.

Deve-se registrar, também, que a economia, nesse período, beneficiou-se, inegavelmente, do grande crescimento do comércio internacional com o propósito de aumentar a sua abertura comercial e financeira em relação ao exterior, sendo que uma das características marcantes dessa fase diz respeito à forte presença dos capitais externos, num contexto de alta liquidez, através dos investimentos diretos e, em especial, os empréstimos externos.

Estávamos em pleno regime militar e atravessaríamos um período de intenso crescimento do PIB e da produção industrial, sendo que, nesse ciclo expansivo, houve a predominância dos setores produtores de bens de consumo duráveis e bens de capital, basicamente em razão de uma estrutura implantada no Plano de Metas. Essa fase ficou conhecida como Milagre Econômico Brasileiro e um dos participantes dessa ascensão econômica foi o então ministro da Fazenda Delfim Netto.

A propósito, sobre o enfrentamento do dilema crescimento ou equilíbrio externo, francamente favorável à primeira hipótese, como opção do governo à época, Hermann (2005) diz que a solução deveu-se às facilidades decorrentes de uma combinação de fatores, ou seja: 1) a disponibilidade de liquidez a juros baixos no mercado externo, além da boa vontade dos Estados Unidos para com o país; 2) as *commodities* exportáveis, ao terem seus preços internacionais elevados, melhoraram a posição dos nossos termos de troca; 3) a expansão do comércio mundial, antes comentada.

Sabe-se que as minidesvalorizações cambiais chegaram a proporcionar uma depreciação real por praticamente todo o período em que predominou, exceto nos anos de 1989 e 1990; por outro lado, tal política foi mantida em conformidade com a necessidade da geração de superávits na balança comercial necessários à captação de recursos a serem utilizados na liquidação de nossos compromissos externos.

Nesse sentido, na década de 80, os objetivos de nossa política cambial basicamente se destinavam à geração de superávits comerciais, por meio de um grande esforço exportador e contingenciamento das importações e das saídas de divisas, nas suas mais diversas formas.

Surgiram, então, pressões contra a desvalorização por meio de duas fontes: a primeira delas estava ligada às preocupações quanto ao ressurgimento de forças

inflacionárias reavivadas com a crise internacional do petróleo, temerosa quanto à possibilidade de uma desvalorização excessiva, que faria voltar o fantasma da inflação. A segunda, diretamente ligada ao grau de endividamento de algumas empresas brasileiras, durante os anos chamados de “rápido desenvolvimento”, que se financiaram no exterior e poderiam vir a ter problemas de liquidez, em razão de uma possível desvalorização acentuada da moeda nacional.

Por isso, entendemos que a problemática levantada estaria significando, a par da vulnerabilidade a que estariam expostos os nossos capitais, o prenúncio de uma mudança na política cambial que, efetivamente, viria a se configurar pouco depois, como veremos.

Podemos concluir, portanto, colocando que a política cambial das minidesvalorizações podia ser considerada de “flutuação suja”, apesar de alguns graus de liberdade a menos; se de um lado a taxa de câmbio não era fixa, em razão da oscilação das cotações, de outro o câmbio não era livre pois sofria a intervenção do governo no mercado.

3.4 O PERÍODO DOS PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO ECONÔMICA

Conforme registrado anteriormente, ocorreu no país um significativo aumento da taxa inflacionária, particularmente a partir de 1973, alteração que está diretamente relacionada com os sucessivos choques do petróleo, nos anos de 1973 e 1979, com as elevações das taxas de juros internacionais, a partir dos anos 80, além dos choques agrícolas e das alterações cambiais, que se propagaram devido, também, aos mecanismos de indexação existentes na economia.

Em princípios da década de 80, o quadro inflacionário era extremamente grave e os agentes econômicos, em qualquer ambiente, conseguiam repassar para os preços os choques que afetavam os seus ganhos. Instituiu-se, assim, uma luta permanente entre todos aqueles que tinham interesse em proteger suas rendas, surgindo, daí, um mecanismo que levava à perpetuação do processo inflacionário.

A recessão ocorrida no período de 1981/83, apesar de tudo, havia conseguido equilibrar a balança comercial com a obtenção de sucessivos superávits, com significativos reflexos no balanço de pagamentos mas não conseguiu gerar nenhum efeito sobre a inflação.

Assim, no final do regime militar, a situação externa brasileira estava praticamente sob controle, em razão dos superávits comerciais devido à queda das importações no biênio 1981-1983 e à expansão das exportações no ano de 1984, como decorrência da recuperação econômica mundial, da desvalorização cambial no ano anterior, além da maturação de uma série de projetos do II PND, que contribuíram sensivelmente para abertura de frentes de vendas para o exterior.

É nesse quadro – economia em crescimento, balanço de pagamentos equilibrado e inflação elevada, beirando os 200% ao ano - que a Nova República tem início e, como é natural, elege o combate à inflação como o principal objetivo a ser alcançado.

No final de 1983, o governo brasileiro desvalorizou em 30% a moeda nacional, medida conhecida como maxidesvalorização, com o objetivo fundamental de estimular as exportações e desestimular as importações.

Nesse sentido, a combinação de aumento de preço do petróleo e a referida maxidesvalorização cambial, a par dos tradicionais descontroles dos gastos públicos e ao que se convencionou chamar de inflação inercial, levou o Brasil a implementar sucessivos planos de estabilização na economia.

O primeiro deles foi o Plano Cruzado que congelou, de início, preços, salários e câmbio. Implantado em 1986, no governo Sarney, este foi, na verdade, o primeiro de um ciclo de programas heterodoxos que redundaram em insucesso em termos de resultado.

Ao analisar a questão, Baer (2002, p.184) afirma que:

Na época do Plano Cruzado, o país gozava de uma posição externa relativamente sólida; a taxa de câmbio era favorável às exportações, como consequência da maxidesvalorização de fevereiro de 1983 e da manutenção generalizada das minidesvalorizações. As exportações industriais eram particularmente favorecidas porque os preços agrícolas haviam aumentado muito mais do que os industriais, devido à seca de 1985. Por esse motivo, os preços industriais estavam defasados em relação ao Índice Geral de Preços e o dólar havia tomado a dianteira em relação aos preços industriais internos. A desvalorização da moeda americana, diante de alguns parceiros comerciais do Brasil, ajudou a fortalecer sua competitividade nas exportações. Houve um superávit significativo na balança comercial desde 1983, o que permitiu ao país acumular US\$ 11 bilhões em reservas cambiais.

Este, portanto, era o quadro econômico antes referido, descompensado por um desequilíbrio inflacionário de difícil solução, e que, persistentemente, ameaçava

fragilizar, ainda mais, as nossas contas tanto internas como externas. Elege-se o combate à inflação como prioridade e inicia-se um trabalho de recuperação econômica que, num primeiro momento, visava à estabilização da moeda.

O câmbio foi congelado à taxa de \$ 13.840 cruzados e foi assim mantido até o mês de dezembro, exceto por uma pequena variação em outubro de 1986, quando foi desvalorizado e novamente congelado até dezembro. Em dezembro de 1986, admitindo os claros sinais de desgaste do referido plano, o Banco Central retorna à política de minidesvalorizações cambiais, fechando o ano com uma desvalorização de 41,5% do cruzado frente ao dólar, ante uma variação de 65,1% no IGP-DI, diferença que, no modelo da época, evidenciava uma defasagem cambial que, pelas circunstâncias, deveria ser repostas tão logo possível.

Nesse sentido, para manter o congelamento, o governo havia sacrificado as empresas estatais, as contas externas e as finanças públicas. A taxa de câmbio, praticamente congelada o tempo todo, provocou grande sangria nas reservas internacionais, além de dificultar o pagamento do serviço da dívida. Assim, o governo tinha que, rapidamente, tomar uma decisão: ou desacelerava a economia ou desistia do congelamento, medida que se deparava com um fator impeditivo crucial, ou seja, a proximidade das eleições presidenciais. Desta forma, em julho de 1986, seis meses após a sua decretação, surge um outro plano econômico chamado de Cruzadinho, cujos efeitos não foram suficientes para corrigir as graves distorções conjunturais.

Após as eleições, foi anunciado o Cruzado II numa tentativa de atacar o problema fiscal do governo, que se mostrava extremamente preocupante. A respeito do novo Plano, Lacerda (2000, p.173) tece as seguintes considerações:

[...] as dificuldades na balança de pagamentos eram crescentes, em decorrência das políticas monetária e fiscal praticadas durante o Plano Cruzado. A meta de inflação zero e a inflexibilidade cambial levaram o país a ter de declarar moratória aos credores internacionais em fevereiro de 1987.

O Plano Bresser foi lançado em junho de 1987 com a denominação de Plano de Estabilização Econômica, na verdade um pacote híbrido, com elementos ortodoxos e heterodoxos, assemelhando-se ao Plano Cruzado em alguns pontos, mas procurando evitar os erros cometidos anteriormente. Em seus dois primeiros meses de governo, o novo ministro Bresser Pereira, que substituíra Dilson Funaro,

tomou algumas medidas de caráter emergencial, demonstrando claramente que o país estava disposto a rever a referida moratória, decretada meses antes, contrair a demanda agregada e aumentar as exportações, mediante uma desvalorização de 8,5% do cruzado.

A par dessa desvalorização, o câmbio passou a sofrer desvalorizações diárias, evitando os desequilíbrios externos observados durante os meses de congelamento de preços do Plano Cruzado.

Como resultado, o Plano, mais consistente e flexível que o Cruzado, atingiu parte de seus objetivos, provocando a queda da inflação, o déficit público e expandiu os saldos comerciais, circunstância que fez com que o governo viesse a renegociar com credores internacionais e suspendesse a moratória.

Nos anos de 1982 e 1987, o Brasil declarou moratória quando tinha esgotado os seus níveis de reservas internacionais. Em 1988, a moratória parecia inevitável uma vez que era limitada a possibilidade de captação externa em volume satisfatório, e os inúmeros compromissos já existentes fatalmente levariam ao esgotamento das reservas. Antecipando-se ao evento, o governo optou por uma outra alternativa de controle cambial, uma outra forma de moratória, ou seja, a “centralização cambial”²⁴.

Assim, a partir de julho de 1988, as remessas para o exterior, que se destinavam ao pagamento de juros, ficariam retidas no Banco Central, valores posteriormente renegociados e convertidos em bônus *IDU Interest Due Unpaid* (juros vencidos e não pagos).

Praticamente um ano após ter assumido a gestão da economia brasileira e ter implantado a política do feijão-com-arroz, sem resultado significativo, Maílson da Nóbrega, em 15.01.89, substituiu o Cruzado pelo Cruzado Novo, dividindo os valores por mil e implantando o Plano Verão, que, a exemplo dos anteriores, congelava preços, salários e câmbio, estendendo tais medidas até abril, quando ajustou a taxa em 8% na taxa para, no mês seguinte, retomar a prática das minidesvalorizações diárias.

É importante lembrar que, em 1989, houve a criação do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (turismo) tendo ocorrido, na verdade, a adoção da dualidade

²⁴ Ocorre a centralização cambial quando há escassez de divisas (reservas) e as operações (pagamentos e recebimentos) cambiais passam a ser centralizadas no Banco Central.

cambial oficial. Caracterizou-se, verdadeiramente, como o primeiro passo efetivo no sentido de mudança do modelo cambial, com um mercado de taxas flutuantes convivendo com um mercado de taxas predeterminadas pelo Banco Central. Dali em diante, durante aproximadamente dez anos, tivemos a coexistência de um mercado de câmbio de taxas administradas pelo Banco Central, chamado inicialmente de “oficial” e, posteriormente, em 15.03.90 de “comercial”, com um segmento à parte de taxas flutuantes definidas pelo mercado.

Tratou-se, na verdade, da primeira experiência de taxas flutuantes no mercado legal de câmbio no Brasil.

O Plano Verão, à semelhança do Cruzado, também resultou em fracasso, em profundas mexidas na economia e alterações nos mercados, em detrimento do desenvolvimento da nação.

Castro (2005, p.131) ao referir-se à matéria assim se manifesta:

Do ponto de vista da eficácia do Plano Verão, a inflação baixou no primeiro mês de sua implementação (fevereiro), mas, já em março, entrou em rota ascendente. Agora, sem nenhum mecanismo de coordenação de expectativas devido à extinção dos indexadores, cada agente olhava o índice que melhor lhe convinha, e os períodos de reajuste de preços foram sistematicamente reduzidos. O resultado para a economia foi um grande aumento da inflação, que ultrapassou 80% ao mês no começo de 1990.

A partir de 15.03.90, tem início um novo governo, implanta-se um novo plano econômico – Plano Collor – e são adotadas algumas medidas no mercado de câmbio, dentre elas: i) mudança na denominação da moeda, de cruzado para cruzeiro; ii) adoção da livre flutuação da moeda, extinguindo a estrutura de compra/venda/repasso/cobertura. Além disso, o Banco Central somente compraria moeda conforme disponibilidades em cruzeiros (houve confisco de 80% dos cruzados e adoção de metas estritas de expansão monetária); iii) intervenções, via mercado de ouro, no Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF) e Paralelo.

Foi a primeira vez, em muitos anos, que o governo tentava implantar uma nova política através da qual não dependesse da determinação da taxa de câmbio pelo Banco Central e, vale lembrar, para que isso fosse possível obrigava-se a comprar toda a moeda oferecida e a vender toda a moeda demandada. Nestas circunstâncias, se a oferta era muito grande, isso provocava, na mesma proporção, um crescimento nas reservas cambiais do país e significava, ademais, uma

expansão monetária correspondente à moeda nacional utilizada na compra. Por outro lado, se a demanda era muito grande, melhorava o controle monetário mas o Banco Central perdia reservas.

Em função disso, o governo limitava os caminhos da demanda, com inúmeras restrições às importações ou, ainda, como em situações anteriores, recorria à moratória ou à centralização do câmbio, conforme comentado linhas atrás.

Desta forma, com a adoção deste novo modelo, o Banco Central pretendeu transferir para o mercado a tarefa de determinar a taxa cambial, desobrigando-se, no caso, de comprar ou vender, exceto se lhe interessasse. A oferta e a demanda de moeda estrangeira, em níveis elevados, implicariam ajustes na taxa cambial e não mais nas reservas ou no nível de expansão monetária.

Em abril de 1990, o BACEN passa a enfrentar as primeiras dificuldades com a flutuação cambial; havia uma grande escassez de cruzeiros em razão do confisco do Plano Collor, sendo que uma das conseqüências dessa medida foi a tendência de valorização da nova moeda, circunstância que fez com que o Banco Central passasse a operar pontualmente no mercado de câmbio, através da compra e venda de moeda. À época, devido ao confisco dos cruzados e à necessidade de caixa das empresas, dólares eram negociados no mercado, a qualquer preço, o que provocava queda nas cotações. Semanas depois, tão logo a situação do caixa se equilibrou, teve início, por parte dos exportadores e especuladores, um processo de retenção dos dólares com o objetivo de forçar uma alta nas cotações da moeda.

Como o Banco Central tinha pouca flexibilidade de atuação devido ao baixo nível de reservas, viu-se obrigado a comprar para recompor o seu caixa externo e, quando necessário, vender para evitar elevação na cotação da taxa cambial, o que serviria para evitar possíveis pressões inflacionárias, mormente se considerarmos a debilidade do quadro macroeconômico de então.

Em fevereiro de 1991, com o fracasso do Plano Collor, a equipe econômica, de forma emergencial, e por curto período de tempo, adotou um plano heterodoxo nos mesmos moldes do anterior, com congelamento de preços e câmbio. Tratava-se do Collor II, o qual, segundo Lacerda (2000,p.187):

[...] foi adotado em janeiro de 1991, em situação de desespero devido à reaceleração da inflação. Mais uma vez, lançava-se mão de congelamento de preços e salários e da unificação das datas-base de reajustes salariais, além de novas medidas de contração monetária e fiscal.

Assim, adotado o Plano Collor II, e aperfeiçoado o modelo de intervenções do Banco Central no mercado, através de compras e vendas pontuais de dólares, ocorreu uma desvalorização de 30% na moeda nacional, num momento em que a inflação estava próxima dos 20%, com o objetivo de estimular as operações de exportação e melhorar o perfil da balança comercial. O objetivo da medida era melhorar a taxa de câmbio para proceder a um congelamento de preços e salários na economia já que a inflação recrudescera e voltara a crescer.

À semelhança dos planos anteriores que, contrariando as leis da economia, envolviam congelamento, a tentativa fracassou e, a partir de março daquele ano, voltou-se a permitir a flutuação da moeda, através das intervenções pontuais no mercado.

Quando a nova equipe, comandada por Marcílio Marques Moreira, assume o comando da economia, em maio de 1991, em momento de grande instabilidade cambial, o Banco Central retornou ao modelo de flutuação “suja”, isto é, intervindo de forma contínua no mercado, por meio de compras e vendas de moeda. O fato novo foi a introdução da prática dos leilões, que já havia sido tentada no início do governo Collor e, posteriormente, adiada em razão das limitações tecnológicas da época, além de não ter havido a definição quanto aos *dealers*, que passariam a operar no mercado.

Na seqüência, em setembro de 1992, devido à queda contínua do nível de reservas e com o propósito de se estimularem as exportações, procedeu-se a uma maxidesvalorização do cruzeiro em torno de 20%, mantendo-se o modelo de desvalorização por leilões; nos meses subseqüentes, o Banco Central foi, finalmente, autorizado a operar no Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (turismo), provocando, com isso, certa descontinuidade das operações com ouro para o equilíbrio do próprio Flutuante e do Paralelo.

Segundo Gremaud (2005,p.460):

De qualquer forma, o período Collor de Mello, embora marcado pela crise política do impeachment e profunda instabilidade econômica, trouxe à baila a discussão sobre a privatização e a mudança na estratégia de comércio exterior, com a liberalização das importações (a chamada abertura comercial); além disso, destaca-se a volta do fluxo de recursos externos ao país.

Em outubro de 1992, no novo governo chefiado por Itamar Franco, o Cruzeiro Real é criado em substituição ao cruzeiro sendo mantida a política de intervenções do Banco Central no sistema de minidesvalorizações, através de leilões diários, em que aquela autoridade administrava a desvalorização da moeda doméstica, através de indexadores que acompanhavam a inflação.

A partir de fevereiro de 1994, houve um retorno às minidesvalorizações diárias, com taxas prefixadas, utilizando-se, no entanto, um novo indexador denominado URV – Unidade Real de Valor, que passou a ser, na prática, o indexador único da economia, inclusive para o câmbio, circunstância que prevaleceu até julho de 1994, quando, finalmente, tivemos o surgimento do Plano Real.

Conforme havíamos registrado, logo após a implantação dos planos de estabilização na economia, a inflação imediatamente desabava como consequência das medidas adotadas.

A propósito, a corroborar nossas assertivas, apresentamos no Gráfico 1, abaixo, um perfil de todos os planos econômicos com as quedas dos índices inflacionários em destaque.

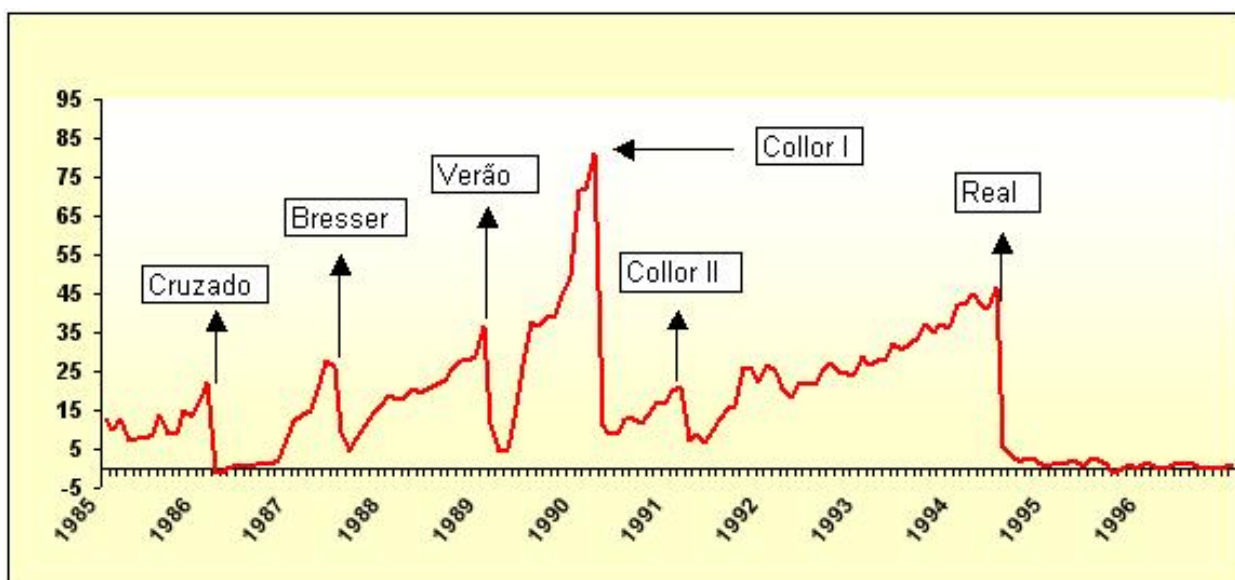


Gráfico 1 - Comportamento da Inflação Mensal - IGP-DI - 1985-1996 (%)
Fonte: FGV apud CASTRO, 2005, p. 159.

Em síntese, podemos definir um regime cambial por duas características básicas que lhe são próprias, representadas, no caso, pelo grau de conversibilidade da moeda doméstica e pelo método de determinação da taxa de câmbio.

Dentro dessa ótica, segundo Souza (1993), em razão de suas próprias características, um regime de taxa de câmbio fixa e plena conversibilidade da moeda deve gerar uma limitação drástica no que se refere à capacidade do governo em fazer política econômica, particularmente num mundo em que há intensa mobilidade de capitais. Registra que, a rigor, a política mais afetada é a monetária, através do nivelamento da taxa de juros doméstica à taxa internacional, o que faz com que a moeda se torne endógena. Nesse sentido, se o Banco Central contrai a oferta monetária, a taxa de juros doméstica se eleva exercendo, em conseqüência, atração sobre os capitais externos devido ao diferencial de juros. Tal circunstância tende a caracterizar um círculo vicioso uma vez que o influxo de divisas, quando da conversão em moeda nacional, deverá provocar expansão da base monetária, aumentando a liquidez, o que faz com que a taxa de juros caia.

A fim de defender a cotação da taxa de câmbio, sem restrições cambiais, o governo deverá dispor de um volume significativo de reservas, circunstância que deverá limitar o financiamento dos déficits governamentais com reflexos diretos na condução da política fiscal.

Via de regra, quando dos desequilíbrios do balanço de pagamentos, num regime cambial dessa natureza, o governo deve lançar mão de uma política monetária contracionista com a finalidade de atrair capital externo e financiar o déficit em questão.

Ainda conforme Souza (1993), uma forma alternativa de políticas econômicas domésticas, sem que se recorra às restrições à conversibilidade, seria a adoção de um regime de câmbio de taxas flutuantes, em que a manutenção da estabilidade dos preços estaria condicionada ao rigor e à autodisciplina de políticas financeiras domésticas. Assim, possíveis divergências entre as políticas interna e externa, da mesma forma que a evolução entre ambas as produtividades se refletiriam nas variações das taxas de câmbio, circunstância que pressupõe a presença marcante do Banco Central no mercado. Assim, o ajuste do Balanço de Pagamentos estaria assegurado, através das variações das taxas de câmbio com a eliminação de possíveis movimentos recessivos - caso dos déficits - ou movimentos expansionistas - caso dos superávits - tão comuns num regime de câmbio fixo.

Por outro lado, destaca a experiência mundial com os mercados de taxas flutuantes e a sua ineficiência em gerar taxas de câmbio de equilíbrio, particularmente nos anos 70 e 80 e que os fluxos de capitais especulativos servem

para provocar freqüentes instabilidades na sua cotação, fenômeno que, sabemos, contribui sobremaneira para o desequilíbrio da balança comercial. Entendemos que tal circunstância representa exatamente a situação da atual política cambial brasileira, pelo fato de haver um excesso de liquidez internacional, o que induz os países emergentes à captação de recursos, estimulando as importações e desestimulando as exportações devido à sobrevalorização da taxa de câmbio. Ainda, segundo o autor, a ocorrer o afastamento de uma política de flutuação pura, o quadro econômico estaria na dependência de um maior volume de reservas, quando da eventualidade de intervenção no mercado cambial, além de um menor grau de autonomia da política doméstica em relação ao exterior. Tal fato ocorre quando as autoridades intervêm no mercado propriamente dito, ou pela inserção de restrições à conversibilidade para controlar o fluxo de capitais, ou através de políticas em que monopolizam a compra das divisas geradas pelas exportações, conforme preconizado na Instrução 70 da Sumoc, na década de 50, antes comentada.

Nesse sentido, não se poderia deixar de ressaltar que a atual política cambial brasileira, de que falaremos no próximo capítulo deste trabalho, apesar de há algum tempo estar contribuindo para a geração de seguidos superávits na balança comercial, já começa a ter a sua credibilidade posta em dúvida. Cremos mesmo que a travessia do limite psicológico de sobrevalorização do real já ocorreu, e alguns segmentos da economia já começam a dar sinais de exaustão, passando a direcionar a sua produção gradativamente para o mercado interno.

É importante lembrar que a adoção pelos países asiáticos, e dos latino-americanos, notadamente os emergentes, de práticas ligadas à flexibilização de restrições à entrada e saída de capitais, através, em muitos casos, do uso de altas taxas de juros para efeito de atração de capitais externos – com sobrevalorização da taxa cambial – contribuiu certamente para que o México, num primeiro momento, Tailândia, Filipinas e outros, enfrentassem a instabilidade econômica via crise financeira. Num segundo momento, outras nações, como o Brasil e a Rússia vieram a enfrentar as mesmas dificuldades, basicamente devido à condução equivocada de suas respectivas políticas cambiais, diferentemente de outros países como Índia e China que não se submeteram à referida prática e mantiveram algumas restrições cambiais, conseguindo, de certa forma, sobreviver à crise em questão.

Utilizado no período recente por diversos países, com a emergência do Sistema Monetário Europeu, surgiu, na década de 70, outro regime cambial

denominado Sistema de Bandas Cambiais. No que diz respeito ao seu funcionamento, o sistema em questão tem a seguinte lógica: definem-se os valores que a taxa de câmbio pode assumir, levando-se em consideração, no caso, a realidade do mercado; dentro desses limites, o sistema deveria funcionar como se fosse câmbio flutuante e nos limites como câmbio fixo.

Assim, no sistema de bandas, define-se uma taxa central e um intervalo de variação, definido por um percentual; a existir uma pressão pela desvalorização da moeda nacional, levando o sistema ao limite inferior, o Banco Central intervém, vendendo moeda estrangeira e comprando moeda nacional. No caso oposto, quando se pressiona a valorização, o Banco Central age em sentido oposto, fazendo com que a taxa cambial retorne ao ponto de equilíbrio.

Em alguns casos, os bancos centrais intervêm nos mercados antes que se alcancem os limites, ocorrências chamadas na prática, de intervenções intramargem.

De um modo geral, as dificuldades associadas a esse regime são: a definição da taxa central (dificuldade semelhante a se definir qual a taxa de câmbio em um regime de câmbio fixo) e a definição da amplitude das margens. Esta deverá ser maior quanto maior for a volatilidade do saldo em transações correntes e do movimento de capitais do país; via de regra, em economias menos desenvolvidas, costuma-se utilizar bandas mais largas.

Finalmente, devemos lembrar que esse regime cambial foi utilizado alguns meses após a implantação do Plano Real, mais especificamente março de 1995, sendo, depois, substituído pelo sistema de taxas flutuantes, a partir de janeiro de 1999, períodos que deixamos de aqui abordar por serem objeto de análise específica no próximo capítulo.

3.5 CONCLUSÃO

Destacamos, em vários pontos deste trabalho, que a taxa de câmbio é uma das variáveis mais importantes da economia pelo fato de intermediar todas as transações entre residentes e não residentes de um país.

Por isso, as contas do balanço de pagamentos são sensibilizadas pela taxa cambial, cujas alterações afetam exportações, importações, entradas de capitais estrangeiros, rentabilidade de aplicações no exterior e tantos outros ativos de fundamental importância.

Da mesma forma, as variações da taxa de câmbio exercem uma forte influência no mercado interno.

Assim, uma desvalorização cambial, além de estimular as exportações, aumenta a competitividade dos nossos produtos no exterior, fazendo crescer o emprego e, igualmente, pode levar a um aumento dos preços internos provocando inflação que, como se sabe, é historicamente uma variável de triste lembrança para a nossa economia.

Ao ser desvalorizada, a moeda nacional, além de provocar os efeitos antes alinhados, contribui para o encarecimento dos produtos importados, desestimulando as importações. Ora, se sabemos que, também, a importação de um país não deixa de ser fonte de desenvolvimento, tal alteração acaba se constituindo em mais um obstáculo para o nosso crescimento.

É lícito ponderarmos, portanto, que o ideal seria um ambiente de mercado de câmbio centrado numa taxa de equilíbrio, o que faria com que, tanto do lado das exportações como do lado das importações, as expectativas negociais, num primeiro momento, estariam plenamente atendidas.

A grande dificuldade, no entanto, reside exatamente neste particular, ou seja, como achar o ponto de equilíbrio uma vez que o mercado de câmbio, extremamente sensível, está diretamente ligado e sujeito às influências externas, mormente se considerarmos a nossa condição de emergente.

Uma leitura atenta do presente capítulo nos mostrará que, em todos os governos, sem exceção, houve um grande esforço da área econômica no sentido de escolher a política cambial que melhor se adequasse ao momento político-econômico por que passava o país.

Pudemos notar uma persistente sucessão de erros, em total desequilíbrio com os poucos acertos, que serviram para identificar uma política cambial que, numa perspectiva, se apresentava como imediatista²⁵ e voltada para a obtenção de saldos comerciais, que visavam atender às exigências de organismos internacionais, nossos financiadores.

Não há dúvida de que, como dissemos na Introdução do presente trabalho, o regime cambial adotado tem maiores chances de se adequar a uma economia se

²⁵ Política voltada para o atingimento de superávits comerciais para fazer face aos pagamentos do BP.

esta estiver apoiada em fundamentos econômicos monetários e fiscais, sólidos. Apesar disso, a escolha do regime cambial, por si só, afeta a vulnerabilidade da economia frente a crises externas.

Ora, somando-se todos esses pontos a freqüentes desorganizações de nossas contas, tanto internas como externas, advindas de políticas econômicas equivocadas, particularmente as cambiais, temos o que se viu neste capítulo : inúmeras tentativas de acerto num ambiente macroeconômico que deixava a desejar, uma dependência direta dos capitais externos, circunstâncias que serviram para gerar uma vulnerabilidade externa permanente.

Foram poucas as vezes, na verdade, em que a adoção de tais políticas serviram para atingir os objetivos pretendidos, se, principalmente, levarmos em consideração o caráter oportunista das medidas preconizadas. Queremos dizer, com isso, termos observado que, ao longo do tempo, o governo tem lançado mão do recurso da desvalorização cambial para, com isso, estimular as operações de exportação, gerando superávits na balança comercial e um certo alívio no balanço de pagamentos.

Vimos, acima de tudo, que tal prática, num determinado instante, serve para gerar temporariamente uma melhora em nosso caixa externo sem, no entanto, deixar de gerar prejuízos a outras áreas uma vez que, entendemos, as dificuldades brasileiras não se resumem apenas na política cambial e sim, também, em outros segmentos da economia, sobejamente conhecidos e fora do contexto desta discussão.

Nesse sentido, nossa preocupação maior volta-se para a escolha do regime cambial mais adequado para a nossa realidade de país emergente, que pretende crescer, estimulando e aumentando consideravelmente as suas exportações, mantendo em níveis compatíveis com o nosso grau de desenvolvimento as importações, direcionando recursos à melhoria de nossa infra-estrutura, barateando custos de financiamento, enfim, promovendo uma gestão econômica voltada para o nosso indispensável desenvolvimento.

4 A POLÍTICA DE CÂMBIO E JUROS NO PLANO REAL

Vimos no capítulo anterior que o período entre 1990 e 1994, caracterizou-se por uma marcante mudança de modelo de crescimento da nossa economia, após uma década praticamente sem investimentos e uma persistente luta pela estabilização. Pudemos assistir, também, ao esgotamento de um modelo que se confunde com a própria história econômica do país e que contribuiu, certamente, para colocar-nos entre as nações industrializadas do mundo, ou seja, o modelo de substituição de importações.

A desorganização havida em nossas bases políticas era natural que ocorresse, tendo em vista estarmos vivendo um momento grave e conturbado, com sérios reflexos sociais e econômicos, devido ao *impeachment* do Presidente Collor.

Acresça-se a tais fatos as inúmeras tentativas malogradas e traumatizantes, vindas dos governos anteriores, devido à implantação dos inúmeros programas de estabilização da economia, e passamos a ter um quadro cujas circunstâncias nada têm de animadoras no sentido de empreender-se nova tentativa da espécie no campo econômico.

É interessante lembrar que, na década anterior, isto é, nos anos 80, o Brasil e toda a América Latina viveram as sérias conseqüências de uma dívida externa, com fortes desequilíbrios no balanço de pagamentos, interrupção dos fluxos de financiamentos externos, volatilidade das taxas cambiais, além de um processo de indexação ao dólar, nas mais diversas formas, o que serviu para gerar forte descontrole nos números da nossa política macroeconômica. As várias tentativas de modificação desse cenário, como vimos, foram todas infrutíferas.

Na verdade, somente a partir da mudança de fatores fundamentais, dentre eles, o aumento da liquidez internacional, a consolidação do ciclo de crescimento da economia americana e a renegociação de nossa dívida externa, ficam criadas as condições para a implementação de políticas mais eficazes de controle da inflação.

Desta forma, tendo como referência os demais planos de estabilização postos em prática, progressivamente, em países da região, o Plano Real é

concebido, apresentando, como principal fundamento, uma política econômica articulada entre o aumento das importações e a absorção de recursos externos.

A estabilização monetária pretendida foi possível por meio da abertura de duas frentes, as quais, pelas suas características, foram incluídas no projeto para controlar os preços e o câmbio. A primeira, chamada de âncora monetária, tinha por objetivo controlar a demanda e a expansão monetária, através de uma política de juros altos; a segunda, denominada âncora cambial, objetivava a valorização da taxa de câmbio, num contexto em que o grau de abertura para o exterior tinha aumentado significativamente e o país possuía um volume considerável de reservas.

A implantação do Plano Real provocou, de imediato, um impacto positivo através da queda rápida da inflação, à semelhança de todos os demais planos econômicos implantados no país; restava saber, no entanto, se todos os demais indicadores da economia iriam, também, reagir da mesma forma, objetivo fundamental do projeto, que se prenunciava como o principal acontecimento a afetar a economia brasileira, a partir de 1990.

Como se verá, seu impacto sobre os preços internos tornou possível o controle da inflação, tendo provocado, todavia, uma verdadeira explosão nas importações, circunstância que, a par da desestruturação havida no mercado interno, gerou, a partir daí, constantes e crescentes déficits na balança comercial.

A conjugação de alguns fatores representados pela abertura comercial - além dos juros altos que atraíam capitais externos - provocou a sobrevalorização da moeda nacional e encareceu o crédito interno; tudo isso, somado a um contexto econômico de experiência recente, fez com que, paralelamente ao crescimento de nossa dívida externa, ocorresse um forte endividamento público.

Em outras palavras, o Plano Real, inegavelmente o maior e mais bem sucedido programa de estabilização, até então implantado na economia brasileira, apesar de caracterizar-se como eficaz no controle e estabilização dos preços internos, expôs o país a uma vulnerabilidade externa muito grande²⁶, engessando o crescimento econômico e, de certa forma, desorganizando alguns setores fundamentais da economia.

Nesse sentido, a principal experiência brasileira de estabilização, que se estende de 1994 até o presente, evidenciou-se pelo controle prioritário da inflação,

²⁶ Taxas de juros altas apesar de servirem para atrair capitais externos aumentam a dependência do país tanto externa como internamente.

enfraquecendo, no entanto, outros setores vitais da economia; tal situação, que perdurou até 1999 - ano em que o desmoronamento de algumas medidas se materializou - provocou profundas alterações no programa, com a adoção de uma política de câmbio flutuante, o que marca importante momento e um novo perfil do Plano Real.

O presente capítulo pretende analisar a política de câmbio e juros no Plano Real, através de uma descrição analítica do programa de estabilização, iniciando a próxima seção com a descrição e concepção do Plano Real e as âncoras monetária e cambial já referidas. Segue-se, na seção 2, uma descrição da política de câmbio fixo, os problemas gerados na balança comercial, o ingresso de capitais externos e a dívida pública; e finalmente, na seção 3, abordaremos a crise do regime cambial e as mudanças para uma política de câmbio flutuante, além das repercussões sobre a balança comercial, taxas de juros e dívida pública.

4.1 A CONCEPÇÃO DO PLANO REAL

Considerada a mais bem sucedida experiência brasileira de estabilização, o Plano Real, a despeito de ter atingido um de seus principais objetivos, ou seja, o controle da inflação, tem sido motivo de controvérsia entre as autoridades, ampliando-se, com isso, as críticas relativas à condução da política econômica.

Apesar de seu inegável sucesso, têm sido extremamente freqüentes as advertências sobre os riscos da sobrevalorização cambial e seus efeitos na balança comercial, a vulnerabilidade de nossas contas externas, as altas taxas de juros, que encarecem o crédito interno e engessam o crescimento, os efeitos danosos na dívida pública extremamente alta e a nossa dependência direta dos fluxos de capitais internacionais.

É importante lembrar que, em princípios dos anos 90, o Brasil procedeu à intensificação de seu processo de abertura com o exterior – instrumento indispensável ao equilíbrio econômico interno – de fomento às privatizações, de renegociação de nossa dívida externa e desregulamentação do mercado, providências que, a rigor, não contribuíram para a estabilização da economia, em razão da persistente presença da inflação.

Em termos de antecedentes históricos, procuramos destacar, em linhas gerais, na Introdução do presente capítulo, os principais momentos da economia

brasileira, que precederam o surgimento do referido programa, evidenciando, dentro da realidade nacional, circunstâncias que, de alguma forma, foram consideradas propícias à implantação e sucesso do Plano.

Desta forma, ao assumir o Ministério da Fazenda no governo Itamar Franco, Fernando Henrique Cardoso, em maio de 1993, já havia dado início à elaboração do novo programa, que deveria ser lançado no final do ano e que, diferentemente dos planos de estabilização que o precederam, não incluía o congelamento, um dos grandes responsáveis pelos insucessos anteriores.

Além disso, ficou definido que a implantação das medidas não seria feita de surpresa mas de forma gradual, e que haveria uma preocupação com os desequilíbrios existentes na economia a fim de que não se repetissem os erros cometidos, em situações idênticas anteriores.

Finalmente, é importante notar que o momento econômico que vivíamos era especial, tendo em vista o fato de o Brasil ter reingressado no fluxo de recursos internacionais e ter acumulado um volume considerável de reservas cambiais, indispensáveis à segurança do processo.

Por isso, além do fato de a economia estar mais exposta à concorrência internacional devido à abertura comercial – fator que limitava os agentes de repassarem custos para os preços – a inserção do país na economia internacional diferenciava-se totalmente daquela experimentada em planos anteriores.

A esse respeito, Baer (2002, p.221) registra que:

Em dezembro, Fernando Henrique Cardoso propôs um novo programa de estabilização que deveria evitar algumas das imperfeições de planos anteriores. Em especial, uma das principais falhas desses planos foi terem posto fim à inflação repentinamente por meio de congelamentos de preços cujos efeitos eram apenas transitórios. Ao contrário dos planos anteriores, o novo programa foi primeiramente apresentado como uma proposta a ser discutida pelo Congresso e implementado gradualmente. O programa apresentava dois pontos importantes: primeiro, um ajuste fiscal; segundo, um novo sistema de indexação que levaria progressivamente a uma nova moeda.

Assim, levando-se em consideração a experiência adquirida na implantação e acompanhamento dos planos anteriores, a não inclusão do congelamento entre as medidas a serem adotadas, além de criadas as demais condições antes referidas, o Plano Real desferiu o ataque ao processo inflacionário em três fases distintas e intrinsecamente ligadas, ou ainda: i) ajuste fiscal; ii) indexação completa da

economia por meio da URV-Unidade Real de Valor; e iii) reforma monetária – transformação da URV em Reais.

O ajuste fiscal tinha por objetivo adequar o desequilíbrio orçamentário para os anos seguintes, com a não ocorrência de eventuais descontroles na economia, evitando-se, com isso, a possibilidade de pressões inflacionárias. Os principais elementos do referido ajuste podem ser resumidos nos seguintes pontos: corte de despesas, aumento dos impostos e diminuição das transferências do governo federal.

4.1.1 As Três Fases do Plano

O primeiro elemento citado, isto é, o Plano de Ação Imediata – PAI, lançado em meados de 1993, determinava um corte de gastos, em torno de US\$ 7 bilhões, que incidiria nas despesas de pessoal e de investimentos. O aumento da arrecadação via impostos se daria pela criação do Imposto Provisório Sobre Movimentação Financeira (IPMF), tributo novo, a princípio de caráter temporário, representado por uma alíquota de 0,25%, incidente sobre toda e qualquer movimentação financeira; o terceiro elemento do ajuste fiscal, denominado Fundo Social de Emergência (FSE) era derivado de 15% da arrecadação de todos os impostos e que, pelas suas características, servia para ampliar os recursos livres à disposição do governo federal.

Tendo em vista a aprovação de emenda pelo Congresso, é introduzida, pelo governo, em março de 1994, uma unidade de conta estável, denominada Unidade Real de Valor (URV), com uma paridade cambial máxima de 1 para 1, em relação ao dólar. Exceto alguns poucos casos, foi permitido que os contratos existentes na economia fossem convertidos a essa nova unidade de conta; fugiram dessa regra os salários, aluguéis residenciais, mensalidades escolares e preços de tarifas públicas, cujos termos de conversões seriam passíveis de acordos, livremente pactuados entre as partes, com a condição de que fossem abolidos os prazos de reajuste inferiores a um ano.

Assim, a conversão de todos os contratos em URV – unidade de conta estável – era considerada o primeiro grande passo em direção a uma moeda estável, fato que significava, na verdade, que os referidos contratos poderiam beneficiar-se, dali em diante, da indexação diária; foi anunciado, ainda, que o valor

da nova unidade de conta seria reajustado diariamente, mantendo-se a paridade com o dólar, com base na evolução dos três índices mais praticados na economia.

Uma das principais finalidades da segunda etapa do Plano era promover o alinhamento dos preços relativos mais importantes na economia. Assim, foi instituído um sistema monetário duplo, através do qual a URV tinha a função de unidade de conta, expressando o preço das mercadorias, enquanto as transações eram liquidadas em cruzeiro real, que funcionava como moeda de troca, isto é, no ato da transação convertia-se o preço da mercadoria expresso em URV em CR\$ pela cotação do dia da URV.

Desta forma, a inflação persistia na moeda em circulação e não na unidade de conta; com isso, as correções dos preços das mercadorias em URV nada mais eram do que o reflexo do ajustamento dos preços relativos e que correspondiam ao objetivo dessa etapa, com o propósito de se evitarem choques posteriores.

Dentro dessa ótica, a partir do momento em que todos os preços estavam expressos em URV, o governo, em 01.07.94, introduz a nova moeda, o Real (R\$), cujo valor era igual ao da URV e, por via de consequência, igual ao dólar (US\$): CR\$ 2.750,00. Desta forma, todos os preços em CR\$ eram convertidos em R\$, dividindo-se pelo valor da URV do dia.

Logo após a implantação do Plano, quando da conversão, houve uma aceleração inflacionária acentuada, em razão da tentativa de alguns agentes na elevação de seus preços, ou para tirarem vantagem na transição ou por temerem a eventualidade de congelamento, movimento que, na verdade não se sustentou uma vez que os preços refluíram naturalmente para os níveis de mercado.

O governo, no entanto, diferentemente dos planos anteriores, absteve-se de impor regras que pudessem mudar o propósito das medidas inicialmente preconizadas no novo Plano, isto é, não recorreu a congelamento, transformação pela média e outros recursos adotados em oportunidades anteriores; ao contrário, valeu-se de sua rede de comunicação a sugerir ao público que diminuísse as compras de artigos de primeira necessidade, medida que ajudaria na redução dos preços vigentes, fato que efetivamente ocorreu.

No particular, assim Bacha (1995, p.16) se manifesta:

Também é verdade que, por meio do mecanismo de negociações informais de conversão de preços mencionados acima, chegou-se a acordos de persuasão moral entre o governo e os grupos empresariais mais importantes do país, para que estes mantivessem constantes seus preços em Reais. Mas isso foi muito diferente da utilização de controles formais de preços, uma vez que envolveu um mecanismo de consulta, através do qual a cooperação foi acordada e não imposta. Os setores-chave da economia foram convidados a se tornar parceiros no esforço de estabilização, ao invés de operar como opositores. É importante observar, ainda, que não houve tentativa de estabelecer pactos sociais formais, pois se julgou impossível negociá-los no contexto de uma sociedade heterogênea e atomizada como o Brasil, particularmente levando-se em conta a feroz disputa eleitoral para a Presidência que estava em curso.

Um outro aspecto de fundamental importância diz respeito à administração do Plano, imediatamente após a implantação do novo modelo, tendo em vista o caráter inercial da inflação, uma vez que, inegavelmente, o seu sucesso estaria condicionado à ausência de choques que pudessem afetar os preços, ou ainda, à forma de controlar os possíveis repasses de custos para os preços evitando, com isso, que se reacendesse o processo inflacionário.

4.1.2 As Âncoras: Monetária e Cambial

Imediatamente após a implantação do novo modelo de estabilização, com o propósito de regular o valor da moeda e restringir a liquidez da economia, o governo adotou uma política monetária restritiva que se caracterizava por empréstimos de curto prazo no financiamento das exportações, e instituiu um depósito compulsório de 100% incidente sobre os depósitos à vista; além disso, anunciou metas de expansão monetária bastante tímidas, ou seja, R\$ 7,5 bilhões para o terceiro trimestre de 1994, valor revisado posteriormente para R\$ 9 bilhões, e R\$ 9,5 bilhões até o final de março de 1995, medidas que, em razão do próprio momento econômico, contribuíram para causar certo impacto nas expectativas inflacionárias, conquanto tais revisões nas metas de expansão monetária devam ser atribuídas ao crescimento da demanda por dinheiro

Nesse sentido, mesmo com tais revisões, ficou definido que à política monetária caberia uma das mais importantes funções, ou ainda, o controle da demanda e o desestímulo à formação de processos especulativos com a manutenção das taxas de juros elevadas. Nesse caso, com o controle da demanda e da expansão monetária, evitar-se-ia que os agentes repassassem custos para os

preços, hipótese que, praticamente, descartaria os riscos de um provável retorno da inflação.

O mecanismo de controle em questão ficou conhecido como Âncora Monetária, componente de importância fundamental na formação de preços e que teve papel decisivo na administração da política monetária no Plano Real.

Uma das formas escolhidas para romper com o processo de repasse dos custos para os preços – fator realimentador da inflação – foi a valorização da taxa de câmbio que, como se sabe, estimula as importações, provocando efeito contrário nas exportações; além disso, o grau de abertura de nossa economia para o exterior havia aumentado de forma significativa e o país possuía um considerável nível de reservas, algo em torno de US\$ 40 bilhões, num cenário internacional caracterizado por abundância de capitais.

Nesse contexto, com a manutenção da taxa de juros em níveis elevados – bem acima das praticadas nos mercados internacionais (Prime e Libor) – conforme apresentado no Gráfico 2 abaixo -, a par da permanência do excesso de liquidez internacional, era perfeitamente natural que houvesse uma forte migração de capitais para a nossa economia, o que efetivamente ocorreu.

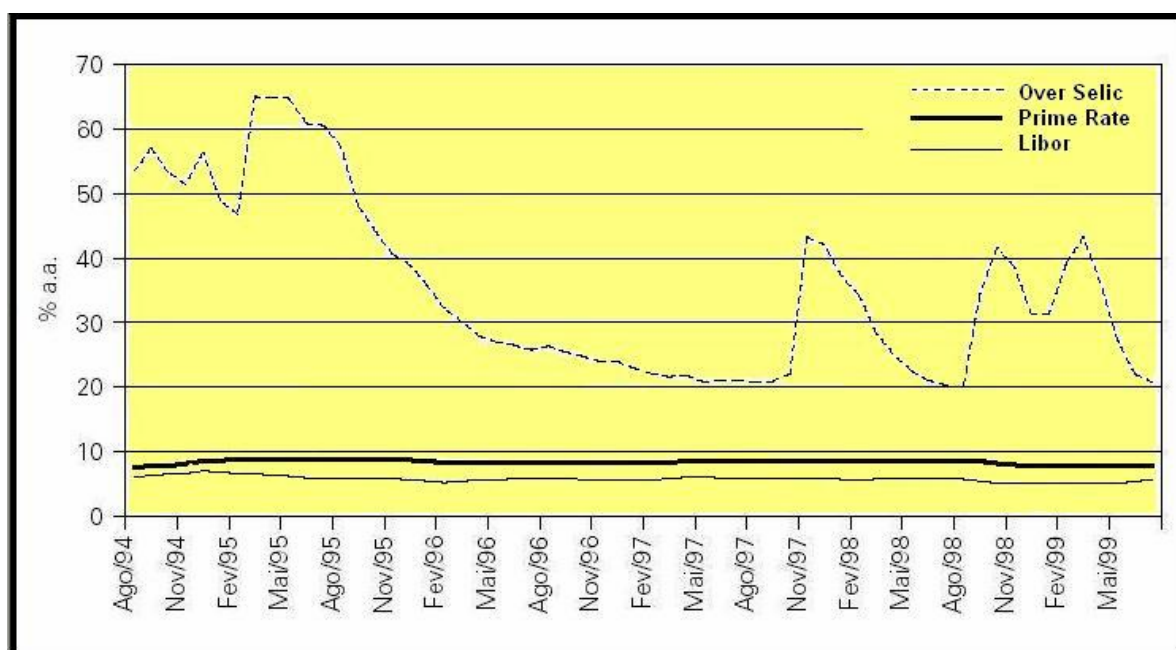


Gráfico 2 - Taxa de Juros (ago/1994 - ago/1999)

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil - vários números apud SILVA, 2002, p.11.

Em tais circunstâncias, o Banco Central, ao deixar de lado a idéia da acumulação de reservas, que, certamente, contribuiria para pressionar a expansão monetária, adotou a política de flutuação cambial, provocando, com isso, forte valorização da taxa de câmbio.

Desta forma, a conjugação de tais fatores, quais sejam, a abertura comercial, além de um volume significativo de reservas e o fluxo constante de capitais a ingressar no país, pelas razões antes alinhadas, tudo isso fez com que fossem criadas condições plenas para intensificar-se o processo de importação.

Assim, em razão da valorização cambial, as operações de importação aumentaram consideravelmente, estabeleceu-se no mercado interno uma natural concorrência com os produtos nacionais, e a eventualidade de repasses e outras formas de tentativas de elevações dos preços internos foi abandonada, como natural decorrência do fator de equilíbrio provocado pelo funcionamento do mercado.

Paralelamente a tais medidas, com a finalidade de controlar influxos de capitais atraídos pela elevada taxa de juros, o governo fixou o preço de venda do real em US\$ 1,00, permitindo, todavia, que o seu preço de compra fosse regulado pelo mercado.

Este mecanismo passou a ser chamado de Âncora Cambial, principal instrumento da política econômica adotada no período a que nos estamos referindo

Sobre o assunto, assim se manifesta Ferrari Filho (2001, p.8):

No que diz respeito à âncora monetária, foram fixadas metas de crescimento da base monetária – papel moeda em circulação e reservas bancárias – para os dois últimos trimestres de 1994 e para o primeiro trimestre de 1995. Essas metas, contudo, poderiam sofrer flexibilizações, em caráter de excepcionalidade, de até 20% sobre os valores fixados, face às pressões de demanda por moeda. A sistemática da taxa de câmbio foi caracterizada por uma âncora cambial com bandas assimétricas de variação. Dito de outra maneira, o Banco Central estabeleceu um limite para o preço de venda da paridade cambial – a taxa de câmbio, real por dólar, deveria situar-se em torno de 1,00 – bem como permitiu que o mercado de divisas estrangeiras estabelecesse o preço de compra da taxa de câmbio.

Nessa perspectiva, era esperado que houvesse queda acentuada nos níveis de inflação, não da forma abrupta como ocorreu nos demais planos, em razão da não existência do congelamento, mas de uma forma gradual e lenta, porém constante. Ainda no mês de julho, observa-se uma taxa de inflação elevada, primeiramente por se tratar de um programa de governo recém implantado, além do fato de ter-se estabelecido certa desorganização na economia, oportunidade em que

os agentes tentaram, inutilmente, beneficiar-se do repasse dos custos de seus produtos para os preços.

Apesar disso, já no mês de agosto, os níveis de inflação desceram para 3% ao mês, com clara tendência de queda ante os 40% registrados praticamente durante todo o primeiro semestre; as taxas de inflação mensais, igualmente, de forma geral, sempre apresentaram tendência de queda e oscilavam de acordo com a demanda e as possíveis intervenções no mercado doméstico. No ano de 1995, a inflação anual foi de 14,8%; contudo, a partir de 1996 ela já se apresentava com um dígito 9,3%. No biênio 97-98, a inflação, ainda em queda, foi de 7,5% e 1,7%, respectivamente.

A esse respeito, o Gráfico 3 demonstra, de forma incontestável, que os níveis de inflação foram decrescentes a partir de 1994, exceto no ano de 1999, que, como se verá, marca um momento de crise cambial e de profundas mudanças na economia brasileira.

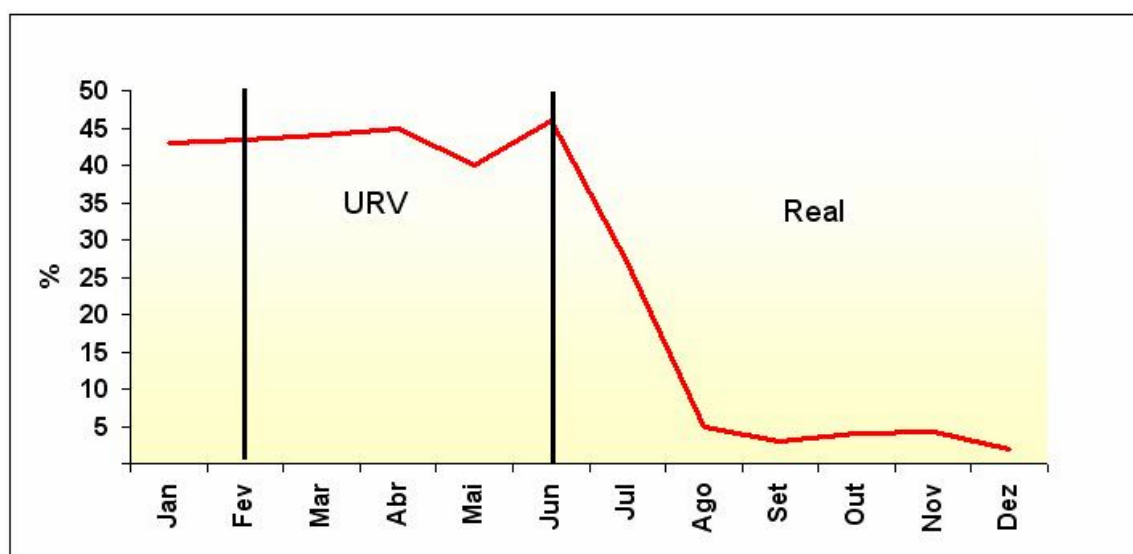


Gráfico 3 – Inflação Mensal (ano 1994)
Fonte: BACHA, 1995, p.24.

Apesar dos controles exercidos por meio de uma política monetária restritiva, marcada por taxas de juros elevadas²⁷, verificou-se um considerável crescimento da

²⁷ A entrada de capitais externos no país, que acompanha a elevação das taxas de juros pelo Banco Central, faz com que o governo coloque títulos para enxugar o excesso de liquidez do mercado, o que provoca um acúmulo de dívida muito cara para efeito de financiamento das reservas – que rendem juros baixos – cujo prosseguimento pode inviabilizar a política monetária.

demanda e da atividade como um todo, como consequência direta da queda da inflação, ocorrência, aliás, que marcou todos os planos de estabilização anteriormente adotados. Logo após a sua implantação, havia uma queda brusca dos níveis inflacionários, o que fazia aumentar o poder aquisitivo da população, particularmente das classes de baixa renda, com reflexos no consumo, na poupança e nos investimentos.

É o chamado imposto inflacionário, ganho de renda real, que ao repercutir, sob a forma de pressão sobre a demanda, permite recompor o mecanismo de crédito da economia.

Assim, nos meses seguintes ao Plano, em decorrência do aumento da demanda, expandiram-se as atividades econômicas, gerando crescimento intensivo das atividades industriais, destacando-se, no particular, os setores de bens de consumo duráveis e bens de capital. Na verdade, a este novo consumidor, que entrara no mercado, não interessava o custo do financiamento e sim o valor da prestação, o que contribuiu para precipitar certo descontrole na economia tendo em vista o desequilíbrio entre a produção industrial e a intensa procura pelos referidos produtos.

4.2 A POLÍTICA CAMBIAL ADOTADA A PARTIR DE JULHO/94

Conforme dissemos anteriormente, a política cambial vigente naquela oportunidade caracterizou-se por bandas assimétricas de variação tendo sido estabelecido um limite para o preço de venda da moeda, R\$ 1,00 por dólar, ficando por conta do mercado a formação de preço da taxa de compra.

Nesse sentido, a combinação de valorização cambial e abertura comercial, a par de desestimular as exportações, estimulou fortemente as importações e fez com que, devido à concorrência que se estabeleceu, os preços internos se acomodassem aos preços internacionais

Além disso, a grande liquidez internacional e os altos níveis das taxas de juros praticadas no país contribuíram fortemente para canalizar uma grande quantidade de recursos externos que, por mais paradoxal que pareça, serviram para gerar um efeito devastador em alguns fundamentos econômicos.

Dito de outra maneira, quando se eleva a taxa de juros, atraído pela oportunidade de fazer valer o diferencial entre juros internos e externos, o aplicador

internacional transfere para cá quantidades maciças de moeda, que, independentemente de engrossar as nossas reservas cambiais e serem, de certa forma, úteis na formação de capital do nosso balanço de pagamentos, têm um custo muito alto, elevando consideravelmente o endividamento público; a diferença dos níveis das taxas Selic e da Prime, por exemplo, praticadas no Brasil e no mercado americano, respectivamente, representa, em última análise, o ganho do aplicador internacional.

A respeito dessa questão, Ferrari Filho (2001, p.10) registra que:

A consequência da taxa real de juros interna, diferenciando-a, assim, da taxa real de juros internacional, foi o ingresso de capital estrangeiro na economia brasileira, provocando, como contrapartida, a apreciação da taxa de câmbio. É importante lembrar que a apreciação cambial poderia ter sido evitada, caso as autoridades não tivessem optado pelo sistema de banda cambial assimétrica, quando da criação do real.

Segundo ainda este autor, pela sistemática adotada – banda cambial assimétrica –, o Banco Central deveria intervir no mercado toda vez que houvesse desvalorização do real em relação ao dólar, com o propósito de restabelecer o equilíbrio pretendido, e deixaria o mercado livre para atuar caso houvesse apreciação da taxa cambial. Tal particularidade, a nosso ver, põe à mostra uma certa fragilidade da política cambial então vigente e os efeitos daí advindos, haja vista o longo tempo em que o real permaneceu sobrevalorizado.

Em síntese, a necessidade da manutenção de taxas de juros elevadas comparativamente às demais taxas praticadas no mercado internacional, quando programas de estabilização como o Real estão sendo implementados, torna-se um aspecto de difícil solução; assim, quando elevadas, as taxas invariavelmente atraem capital externo, indispensável à manutenção do Plano, pelo fato de ampliar as reservas internacionais. Como fator negativo, taxas de juros elevadas acabam representando baixos níveis de investimentos, além de encarecer os serviços da dívida interna e externa.

Por outro lado, ao se elevar a taxa de juros, a taxa de câmbio se valoriza e vice-versa; tal fato, independentemente da sua importância macroeconômica, não geraria maiores preocupações por ser, ao longo do tempo, contornável se não interferisse nos demais fatores que, direta ou indiretamente, movimentam os mercados interno e externo.

Como efeito de tal sistemática, nos primeiros meses de funcionamento do Plano, ocorreu uma forte queda nas taxas de câmbio nominal e real conforme demonstrado no Gráfico 4 abaixo.

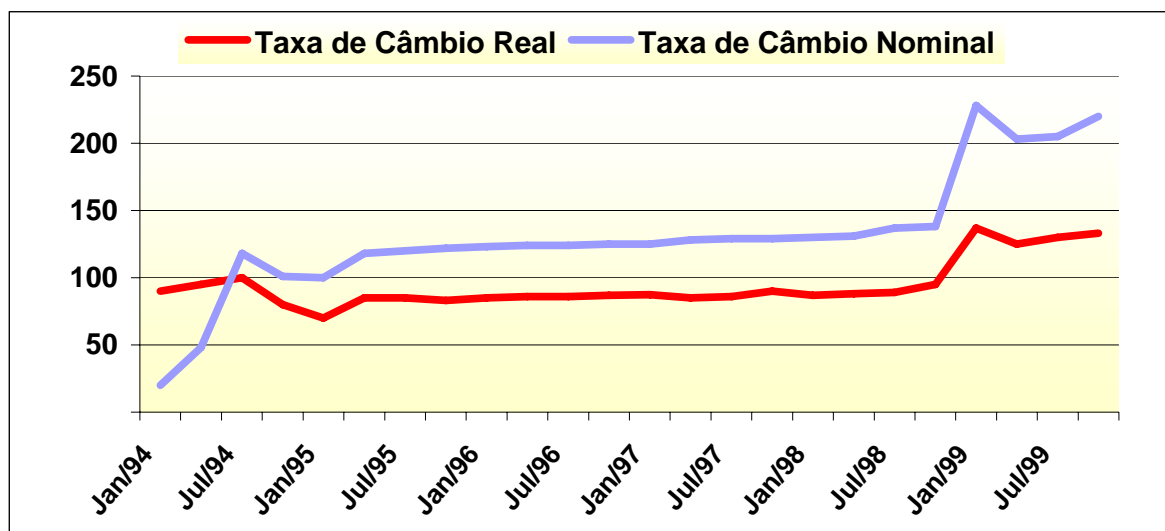


Gráfico 4 - Brasil: Evolução das taxas de Câmbio Nominal e Real jan/1994 - jul/1999 (1994 = 100)
 Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil – vários números apud SILVA, 2002, p.9.

Deve-se registrar que determinados resultados macroeconômicos advindos do Plano Real, se não esperados na sua totalidade, pelo menos eram previsíveis, em razão da forma com que foi estruturado, além da experiência que a adoção de programas de estabilização ancorados no câmbio, em outros países, demonstrou.

4.2.1 Os Reflexos na Economia

Um dos pontos mais importantes do programa em questão diz respeito à vulnerabilidade externa a que se expôs o país, a par de uma notória restrição ao crescimento.

Se por um lado ocorreu um forte estímulo às importações, devido à abertura comercial e à sobrevalorização cambial, por outro verificou-se um lento crescimento das exportações, circunstância que, inevitavelmente, iria resultar em um déficit comercial que perduraria por vários anos. Tudo isso, somado a um déficit histórico

na balança de serviços, deu causa a um persistente déficit em transações correntes, situação que veio agravar, ainda mais, a nossa dependência externa .

A grande consequência estrutural dessa política errática diz respeito à dívida externa brasileira a qual, à medida que cresce, tende a pressionar fortemente o serviço da dívida que, num determinado momento, deverá ser liquidado; daí a importância da constituição de reservas cambiais, formadas com os nossos próprios esforços (exportações) a fim de que não dependamos da comunidade financeira internacional, conforme habitualmente ocorre.

Esse cenário de baixa capacidade de exportação e sem alternativas na geração de recursos em moedas conversíveis e a vulnerabilidade externa, intensificada por uma política cambial de apreciação da moeda, servem para explicar, por todos os meios, que a solução encontrada para o financiamento dos crescentes déficits externos seria a atração dos capitais internacionais; por isso, a elevação da taxa de juros doméstica a patamares sempre superiores às taxas internacionais.

O aumento significativo das importações, o baixo crescimento das exportações, os déficits constantes registrados na balança comercial e o aumento gradativo dos juros pagos pelo país, dentre outros elementos, poderão ser observados na Tabela 1.

Tabela 1 - Balanço de pagamento Brasil Itens selecionados: 1990 – 2000

Discriminação	(US\$ milhões)										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Balança Comercial	10.753	10.579	15.308	12.938	10.440	-3.158	-5.554	-8.357	-6.474	-1.199	-697
Exportações	31.414	31.620	35.862	38.597	43.545	46.506	47.747	52.990	51.120	4.011	55.086
Importações	20.661	21.041	20.554	25.669	31.105	49.664	53.301	61.347	57.594	49.210	55.783
Balança de Serviços(a)	-15.369	-13.542	-11.339	-15.585	-14.743	-18.594	-21.707	-26.897	-28.798	-25.829	-25.706
Juros	-9.748	-8.621	-7.253	-8.280	-6.338	-8.158	-9.840	-10.391	-11.948	-15.237	-15.088
Lucros	-1.591	-665	-574	-1.831	-2.483	-2.590	-2.374	-5.597	-7.181	-4.099	-3.589
Saldo em Transações Correntes	-3.782	-1.407	6.144	-592	-1.689	-17.972	-24.347	-33.054	-33.611	-25.062	-24.613
Balança de Capitais(b)	-420	4.097	4.764	12.524	14.294	29.359	32.148	25.864	20.596	14.165	30.215
Investimento Direto	281	104	1.580	714	1.972	4.313	9.976	17.085	25.893	26.937	31.621
Investimento de Portfólio	104	0,3	1.704	6.651	7.280	2.294	6.040	5.300	-1.851	1.360	2.722
Empréstimos e Financiamentos	5.009	6.492	9.309	1.317	52.893	14.736	26.414	30.586	61.984	44.264	42.494
Amortizações	-8.826	-7.827	-8572	-9.978	-50.411	-11.023	-14.271	-28.701	-33.587	-49.120	-34.690
Saldo do BP	-4.202	2.690	2.690	10.908	11.932	12.939	13.480	8.774	-7.865	-17.285	-10.740
Reservas Internacionais	9.973	9.406	23.754	32.211	38.806	51.840	60.110	52.173	44.556	36.342	33.011
a) Balança de Serviços e Rendas, na nova nomenclatura.											
b) Conta Capital e Financeira, na nova nomenclatura.											

Fonte: Banco Central do Brasil apud GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JÚNIOR, 2005, p.481.

A propósito dos números da tabela acima, vemos claramente a deterioração havida na balança comercial, a partir de 1995, uma vez que entre 1990 e 1994, a balança apresentava-se superavitária. As autoridades atribuem tais distorções à política cambial adotada, ou seja, de bandas cambiais assimétricas, destacando que a defasagem cambial seria o principal problema do Plano Real porquanto estaria provocando constantes déficits na conta de transações correntes e que, por serem crescentes, seriam insustentáveis no longo prazo.

Por outro lado, a justificar uma possível defasagem cambial, o governo argumentava que a apreciação cambial era produto da queda abrupta da inflação e que os recursos externos captados se encarregariam de financiar as transações correntes; de qualquer forma, entendemos que o endividamento externo tenderia a continuar, hipótese que efetivamente ocorreu, conforme comprovam os números constantes da tabela em questão.

Delfim Neto (1997,p.34) destaca o grande influxo de capital volátil que ingressou no país, o que fez com que a moeda nacional se sobrevalorizasse, conforme podemos constatar nas suas afirmações que se seguem:

Quando se instituiu o Plano Real em julho de 1994, utilizando como âncora a taxa de câmbio nominal, já havia muito pouco espaço para a valorização que naturalmente deveria acontecer ao longo dos primeiros anos do programa. A conhecida lentidão da convergência da taxa de inflação interna em relação à externa é um fato estilizado de todos os programas desse tipo. O grave é que a isso se acrescentou uma valorização artificial do real (que chegou a R\$ 0,83 por dólar), sustentada pelo grande influxo de capital volátil que veio explorar as oportunidades de arbitragem construídas pelas enormes diferenças entre as taxas de juros interna e externa. O subproduto dessa taxa de juro escorchante foram a inadimplência da empresa nacional, o enfraquecimento do sistema bancário e o aprofundamento dos déficits fiscais da União, estados e municípios. Transformou-se assim o setor exportador no de menor taxa de retorno e maior risco do Brasil. Não adianta dizer que esse efeito já vinha sendo notado desde 1986. Isso é verdade, mas a supervalorização inicial do real foi um equívoco dramático.

O quadro econômico brasileiro era realmente preocupante tendo em vista o fato de que, exceto pela queda dos níveis de inflação, os demais indicadores macroeconômicos sofriam os efeitos de uma política cambial, a nosso ver, passível de correções.

Em outras palavras, as taxas de juros atraíam capitais externos, que eram responsáveis pela sobrevalorização cambial; o impacto desta sobre os preços viabilizou a imediata redução da inflação, produzindo, no entanto, um efeito explosivo nas importações e um déficit comercial crescente com o exterior; conjuntamente, a sobrevalorização cambial e a abertura comercial provocaram sérios déficits na balança comercial, os quais pelo encarecimento do crédito interno geraram rápido crescimento da dívida externa do país; por sua vez, os juros elevados foram responsáveis por um endividamento público significativo; acrescentando-se a tudo isso a iniciativa do governo de assumir parcela considerável do risco cambial dos tomadores de títulos públicos e termos, inevitavelmente, uma séria crise econômica em gestação.

Pelo exposto, entendemos que o Plano Real embora extremamente eficaz na normalização dos preços internos, contribuiu certamente, pela forma com que foi estruturado, para expor o país a uma vulnerabilidade externa considerável, gerando alguns desacertos na economia, além de engessar o crescimento econômico.

Desta forma, é importante lembrar que, no caso brasileiro, quando da implantação do regime de bandas assimétricas, a paridade máxima entre o real e o dólar foi anunciada como sendo ao par, ou seja, R\$ 1,00 para US\$ 1,00, sendo que o limite inferior não foi inicialmente fixado; entre os meses de julho e setembro de 1994, o Banco Central não interveio no mercado e a taxa de câmbio sofreu uma

apreciação, situando-se em torno de R\$ 0,85 por dólar. Em razão de a apreciação cambial afetar a balança de transações correntes, no mês de setembro daquele ano, o Banco Central realizou a sua primeira intervenção, anunciando, em outubro que estaria disposto a comprar dólares a uma taxa mínima de R\$ 0,82 e vender a uma taxa máxima de R\$ 0,86, caracterizando, dessa forma, um sistema informal de bandas cambiais, oficializando a cotação apenas do limite superior e deixando por conta do mercado o limite inferior.

Comentamos anteriormente, que alguns países da América Latina instituíram a âncora cambial como estratégia de estabilização e, de forma geral, todos tiveram problemas em suas contas externas, basicamente em função da valorização cambial. É o caso, por exemplo, do México e da Argentina, o que vem demonstrar que o Brasil estava indo para o mesmo caminho, apesar de terem sido tomadas providências de alterações na política cambial então vigente.

O caso da Argentina, um dos grandes parceiros comerciais do Brasil, é um exemplo clássico, uma vez que a valorização da taxa cambial brasileira provocava uma desvalorização da moeda daquele país.

Quando surgiram os primeiros sinais que evidenciavam uma crise no México, ao final de 1994, aquele país apresentava sensíveis desequilíbrios macroeconômicos, um quadro político extremamente instável, além de ser alvo de especuladores a apostarem contra a sua moeda. Como resultado, perdeu um volume considerável de reservas, desvalorizou o câmbio e recorreu ao FMI e à comunidade financeira internacional para se reequilibrar economicamente.

No início de 1995, logo após a eclosão da crise mexicana, o Brasil partiu do princípio de que tinha que preservar, com todas as forças, os resultados até então obtidos no controle da inflação; igualmente, acreditava que a deterioração das suas contas externas não poderia perdurar e que a política cambial deveria, inevitavelmente, passar por alguns ajustes pela clara defasagem que já se fazia notar, além da fragilidade de seus números macroeconômicos, alguns deles comprometedores.

Diante da perda de reservas cambiais, em franca tendência de queda, o governo adotou a estratégia de restringir a demanda interna, limitando o acesso ao crédito através da elevação das taxas de juros que, igualmente, continuariam a cumprir o seu papel no sentido de atrair capitais internacionais tão necessários às nossas contas.

4.2.2 Mudanças na Política Cambial

Paralelamente a tais medidas, promoveu-se uma tímida desvalorização cambial, em torno de 6%, com o propósito de estimular as exportações e alterou-se a política cambial com o alargamento das bandas de flutuação, tendo sido considerada referida medida uma das mais importantes, até então adotadas, em matéria de política cambial brasileira, naquele período.

As bandas cambiais têm como característica o estabelecimento de limites superiores e inferiores para variações do câmbio, pressupondo-se que, dentro desses limites, a taxa cambial flutue livremente em torno de uma taxa de referência.

Esta nova fase, que se inicia em princípios de março de 1995, tem suas origens, na verdade, na então recente crise mexicana, de dezembro de 1994, e que veio a provocar, como se sabe, reflexos danosos na nossa economia, tal a semelhança de vulnerabilidade externa entre ambos os países.

Com a sensível redução do fluxo de capitais para a América Latina em crise, além do forte desestímulo às exportações devido à sobrevalorização da taxa cambial, agravada, ainda, com o aumento contínuo das importações, o país passara a apresentar seguidos desequilíbrios na balança comercial; tal fenômeno, aliás, tem a sua gestação iniciada já em 94, passa por 95 e se estende até 99, quando então ocorre uma profunda mudança na política cambial com a instituição do sistema de taxas flutuantes.

Nesse sentido, o sistema de bandas cambiais largas²⁸, basicamente, acenava ao mercado com a possibilidade de recuperação da defasagem até então havida, restringindo a flutuação do real em relação ao dólar entre os limites de R\$ 0,86 e R\$ 0,90, a partir de 01.05.95 e de R\$ 0,86 e R\$ 0,98 a partir de 02.05.95, conforme se poderá verificar na Tabela 2 .

²⁸ Diferem das bandas cambiais assimétricas por permitirem uma maior flutuação da taxa cambial em intervalos (piso e teto) maiores.

Tabela 2 - Datas dos realinhamentos, paridade central e limites inferior e superior da política de bandas de câmbio do Plano Real.

(R\$/US\$)				
DATAS	LIMITE INFERIOR	LIMITE SUPERIOR	PARIDADE CENTRAL	TAXA DE CÂMBIO MÉDIA NO REGIME
10.03.95	0,88	0,93	0,905	0,902
22.06.95	0,91	0,99	0,950	0,953
30.01.96	0,97	1,06	1,015	1,012
18.02.97	1,05	1,14	1,095	1,085
20.01.98	1,12	1,22	1,170	1,164
15.01.99	-	-	-	-

Fonte: Banco Central do Brasil apud ALMEIDA; FONTES; ARBEX, 2000, p.31.

Nota: Taxas de câmbio em termos nominais.

Pode-se dizer que se iniciava, assim, um processo de desvalorização cambial, lento mas constante, circunstância que permitiria aos exportadores, em particular, e aos importadores, alternativas de programação de suas operações externas, principalmente a partir da instituição de mini-bandas informais corrigidas periodicamente pelo Banco Central.

Desta forma, com o propósito de permitir uma contínua desvalorização do real frente ao dólar, as bandas sofriam alterações toda vez que a taxa de câmbio se aproximava do teto, ou seja, no limite superior da banda, procedimento que se assemelhava ao sistema de minidesvalorizações cambiais, muito comum nos anos 60 e 80.

Uma outra medida operacional, adotada ao final de 1994, cujos reflexos, pelas próprias características das operações, se fizeram sentir no início do ano seguinte, diz respeito ao incentivo dado aos exportadores na contratação dos financiamentos de seus negócios, por meio de linhas de crédito especiais, tais como o Adiantamento Sobre o Contrato de Câmbio – ACC; ao recorrerem a essa forma de financiamento, os exportadores, na contratação do câmbio, poderiam valer-se dos adiantamentos, não só para o financiamento de suas operações como, também, por se tratar de linha de crédito a custos menores, para aplicar os recursos no mercado financeiro e ganhar o diferencial entre a captação e a aplicação. Era uma forma adicional de incentivar as operações de exportação, pouco estimuladas pelas taxas cambiais então vigentes.

4.3 AS CRISES INTERNACIONAIS E SEUS REFLEXOS NA ECONOMIA BRASILEIRA

Logo após a crise do México, a estratégia posta em prática objetivava a recuperação gradual do atraso cambial havido no período compreendido entre junho de 1994 e março de 1995. Nesse caso, na eventualidade de não ocorrerem novas turbulências internacionais, uma desvalorização cambial, de valores superiores aos preços domésticos, possibilitaria a recuperação do atraso cambial, em curto espaço de tempo. Nessa perspectiva, daí em diante, passou-se a corrigir a taxa cambial em aproximadamente 7,5% ao ano, procedimento que se estendeu até o final de 1998.

A propósito do assunto, Gremaud (2005, p.484) destaca a possibilidade de uma eventual crise cambial com a deterioração das contas externas:

A crise mexicana foi o primeiro grande teste à estratégia implementada no Plano Real. Tornou-se claro no início de 1995 que não se poderia deteriorar ainda mais as contas externas. Isto é, a política econômica não poderia perder o controle sobre a inflação, mas teria também que cuidar da situação externa, para impedir uma crise cambial. Pode-se dizer que, nesse momento, encerrava-se a primeira fase da condução do Plano Real, e inaugurava-se a segunda fase.

Nesse sentido, O Plano Real que, à época, fora bem sucedido no controle da inflação, com quedas constantes dos preços no ano de 1995, paradoxalmente deixava dois flancos abertos que, gradativamente, se agravavam visivelmente, ou seja, um desequilíbrio externo crescente e uma série crise fiscal.

No que se refere ao desequilíbrio externo, a grande causa era efetivamente o aumento das importações que, pelas razões apresentadas, ocorreram em seguida à implantação do Plano, fator combinado com um crescimento pífio das exportações. Assim, no triênio 95,96 e 97, houve um crescimento em dólar das importações a uma taxa média de 21 % ao ano, destacando-se, em particular, o ano de 95 em que os números estiveram próximos de 51%, enquanto que as exportações cresceram em torno de 6,8%, apesar da grande expansão havida no comércio internacional, num período em que a economia mundial cresceu em torno de 4%.

Tal circunstância provocou sérios desequilíbrios nas nossas contas externas, sendo que a causa fundamental tinha, inegavelmente, a sua origem numa política cambial equivocada, a estimular, pelos níveis da taxa cambial, as importações em detrimento das exportações.

Por outro lado, o déficit apresentado em conta corrente gerou um efeito realimentador do desequilíbrio em referência, uma vez que esses eram financiados com novos endividamentos externos, circunstância que, aliada à entrada de capitais, sob a forma de investimentos diretos e à acumulação de passivos externos, pressionava fortemente a saída de recursos via pagamento de juros, lucros e dividendos.

A grande verdade é que as contas relativas ao déficit de serviços e rendas praticamente dobraram no primeiro governo FHC; assim, as importações e as despesas ligadas ao passivo externo, que apresentaram um déficit em conta-corrente de algo em torno de US\$ 2 bilhões em 1994, atingiram o elevado nível de US\$ 30 bilhões, no ano de 1997.

Todas essas alterações, como dissemos, devem-se à forte valorização do real logo após a implantação do Plano, cujas conseqüências se fizeram sentir mais à frente.

O fato é que o país estava caminhando, a passos largos, para uma crise, que se assomava como sem precedentes, que poderia eclodir a qualquer momento, e o curioso, e o que tem sido questionado é por que as autoridades deixaram a situação chegar a tal ponto, assunto controvertido e passível de um sem número de justificativas e explicações.

Segundo Giambiagi (2005), há três razões plausíveis que servem para explicar o comportamento do governo no episódio em questão: i) historicamente o Brasil, ao longo de quase toda a sua história, conviveu com índices de inflação elevados e, a rigor, pela primeira vez, após um sem número de tentativas frustradas, conseguiu debelá-la, razão por que, ao optar pelo câmbio sobrevalorizado, o governo partiu do princípio de que seria mais fácil administrar dificuldades externas do que internas; ii) a segunda razão, na verdade, prendia-se a fatores políticos uma vez que o melhor momento para desvalorizar o câmbio teria sido em 1995, quando o nível de atividade econômica estava praticamente estagnado e uma taxa cambial desvalorizada enfrentaria uma pressão de demanda bastante baixa; iii) finalmente, como terceira explicação, o governo entendeu que, apesar de um erro de ótica na manutenção do câmbio sobrevalorizado, receberia investimentos diretos e indiretos da comunidade internacional a cujos recursos se somariam os advindos das privatizações; além disso, os analistas imaginaram que FHC seria eleito e num segundo mandato trataria de efetuar as correções de rumo da economia.

Quanto à crise fiscal, o setor público, naturalmente, pagou um custo elevado em razão dos desequilíbrios das contas externas uma vez que a recessão afetou, de forma geral, as receitas tributárias.

O país tornara-se vulnerável externamente, o que veio, por consequência, a manifestar-se num crescimento considerável do endividamento público, inviabilizando a economia e sinalizando um processo recessivo sem precedentes.

Atravessávamos, inegavelmente, um período difícil, a presenciar um aumento cada vez mais crescente da dívida externa, enquanto os juros elevados, pagos na negociação dos títulos, caracterizavam-se como a causa principal do déficit público.

As altas taxas de juros estabeleciam um diferencial significativo em relação às vigentes no mercado internacional, circunstância que, a par de conter a demanda interna e provocar os já comentados efeitos restritivos advindos de tal prática, atraíam os capitais externos que, para cá, afluíam em grande quantidade.

Com isso, as empresas instaladas no país, tomavam recursos em dólar no mercado externo, participando do processo de forma ativa, o que serve para explicar que considerável parcela da dívida pública é de natureza privada, estando intimamente ligada à rolagem da dívida interna, originada dos juros elevados e da esterilização dos recursos externos que aqui ingressavam.

Embora não tivesse ocorrido um ajuste fiscal significativo na economia, o que provocava sérios desajustes, havia, de certa forma, uma estabilidade de preços que prevaleceu no período compreendido entre os anos de 1995 a 1998.

À época, o saldo do orçamento operacional saiu de um superávit de 0,5% do PIB em 1994 para um déficit de -8,4%, ao final de 1998, ao passo que o saldo primário também sofreu forte queda, passando de um superávit de 4,3% para 0,1% do PIB, no mesmo período.

Segundo Baer (2002), a causa da elevação de tais despesas prendia-se ao fato de ter havido aumento significativo dos gastos em todos os níveis do governo, apesar de as receitas estarem, na oportunidade, aumentando rapidamente.

O governo FHC se mostrava incapaz de proceder às reformas administrativa e previdenciária, circunstância que servia para provocar, pelo inchaço do quadro de pessoal da ativa, crescimento da folha de pagamento, a par do aumento de custos ocorridos com o pagamento dos benefícios dos aposentados.

Tais fatores, responsáveis pela redução do superávit primário, que continuou a cair, fizeram com que se tornasse ainda mais difícil a contenção do déficit operacional, conforme apresentado na Tabela 3 abaixo.

Tabela 3 - Saldos de conta do setor público

(% do PIB) - 1990-99					
	Orçamento Primário		Orçamento Operacional Público		Divida
	Total	Federal	Total	Federal	
1990	2,4	1,6	1,6	2,8	
1991	3,0	0,8	1,5	0,3	
1992	2,3	1,2	-2,2	-0,8	
1993	2,6	1,4	0,3	0,0	31,0
1994	4,3	3,0	0,5	1,6	
1995	0,3	0,6	-4,8	-1,6	
1996	-0,7	0,4	-3,9	-1,7	31,4
1997	0,9	0,3	-4,3	-1,8	34,5
1998	0,0	0,5	-8,4*	-5,3*	42,6
1999**	3,77	4,15	11,4	8,0*	51,0

Fonte: Banco Central; Credit Suisse First Boston Garantia apud BAER, 2002, p.229.

* Estimativa

** Janeiro a setembro

Um outro fator, que contribuiu fortemente para a não realização da reforma fiscal, diz respeito ao empenho do presidente Fernando Henrique em aprovar a emenda constitucional, que lhe daria condições de concorrer a um segundo mandato, nas eleições previstas para outubro de 1998.

Nessas condições, o crescente déficit operacional que veio a ser financiado com empréstimos externos, os efeitos advindos do cenário político por que passava a nação, a par da manutenção de elevadas taxas de juros a atrair capitais, fizeram com que o déficit público crescesse continuamente.

Em consequência, tanto as taxas incidentes sobre os títulos públicos como os juros sobre empréstimos subiram consideravelmente, de 1994 a 1998, (de 7,1% para 13,6% e de 4,6% para 5,5%, respectivamente) o que fez com que a soma dos gastos governamentais com juros, títulos e amortizações saísse de 14,7% dos gastos públicos para 24,4% no mesmo período.

À vista do exposto, diante dos resultados fiscais que apareciam, claramente, como ameaça à consolidação do programa de estabilização, Batista Júnior (1996, p.161) afirma:

[...] reforça-se a percepção de que a base fiscal do programa de estabilização está sofrendo erosão significativa. Nessas circunstâncias, a lenta tramitação no Congresso e as resistências políticas a projetos considerados fundamentais, como a privatização de empresas estatais, as reformas tributária, previdenciária e administrativa, alimentam dúvidas quanto à consistência e sustentabilidade da política econômica do governo. O período de transição no qual o Plano Real ficaria temporariamente sustentado pelas políticas de juro e de câmbio vai sendo prorrogado indefinidamente.

Prenunciavam-se, assim, claros sinais de mudanças.

Com isso, os processos de privatização que, de certa forma, tiveram início no governo Collor nos setores siderúrgico e petroquímico, vieram em socorro do governo Fernando Henrique e ampliaram-se extraordinariamente ao incluírem empresas de serviços públicos. Assim, entre os anos de 1995 e 1998, as receitas oriundas das referidas privatizações aumentaram de pouco mais de US\$ 2 bilhões para algo em torno de US\$ 35 bilhões e contemplaram as áreas de telecomunicações, geração e distribuição de energia elétrica e de minerais.

No que diz respeito aos investimentos diretos havidos na economia, é importante assinalar que, no período compreendido entre 1996 e 1998, aproximadamente US\$ 16,3 bilhões ingressaram em nossas contas, identificados como investimentos de empresas multinacionais em novas fábricas, não só para atender à demanda interna como também à expansão que se esperava ocorreria com o futuro crescimento do Mercosul.

Nesse contexto, à proporção que aumentavam as entradas de recursos externos não só crescia a dívida externa mas, também, a pressão sobre a dívida pública em fase de franco crescimento, como já comentado. Assim, nos anos referidos, isto é, entre 1996 e 1998, a dívida externa cresceu consideravelmente, saindo de um nível de US\$ 179,9 bilhões para US\$ 235 bilhões; já a dívida interna do setor público cresceu de uma forma mais rápida, aumentando de R\$ 237 bilhões em 1996 para R\$ 328 bilhões em 1998.

A Tabela 4 apresenta a posição da dívida líquida do setor público no período a que nos estamos referindo.

Tabela 4 - Dívida Líquida do Setor Público em R\$ bilhões (1994-2000)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Dívida Líquida Total	153,2	208,5	269,2	308,4	385,9	516,6	563,2
- Dívida Interna	108,8	170,3	237,6	269,8	328,7	407,8	451,8
- Dívida Externa	44,4	38,1	31,6	38,6	57,2	108,8	111,3
Dívida Líquida do Governo Federal e Banco Central	65,8	90,4	128,4	167,7	231,3	316,2	353
Dívida líquida (% do PIB)	30,38	30,83	33,23	34,33	39,17	49,39	49,29

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil apud CARCANHOLO, 2005, P.15.

Ao referir-se a essa questão, Tavares (1997, p.112) afirma que:

A outra face dessa fragilização e vulnerabilidade crescentes do setor externo é o desequilíbrio financeiro do setor público. A manutenção de elevadas taxas de juros – contrapartida necessária da política cambial – para atrair recursos do exterior e aumentar as reservas elevou drasticamente tanto o volume da dívida pública interna quanto seus custos de rolagem, o que, além de quebrar as finanças estaduais, transformou as despesas com juros no principal vetor do déficit público (dado que o Tesouro vem obtendo resultados primários superavitários, ainda que progressivamente menores).

Tratava-se de um grave momento por que passava a economia brasileira, em que houve um crescente desgaste da âncora cambial, instrumento que, embora funcional no combate à inflação, com o decorrer do tempo e diante de uma nova realidade, apresentou-se ineficiente em razão dos problemas dela decorrentes; primeiramente, porque a deterioração da conta corrente estava a gerar um aumento considerável dos passivos externos, além do que, em razão da necessidade de cobrir esse déficit com captação externa, as altas taxas de juros, acarretavam despesas financeiras significativas.

O modelo financeiro posto em prática, por sua vez, pressionava fortemente as contas públicas, fazia com que piorasse a relação dívida pública/PIB e se constituía em fator impeditivo ao crescimento econômico..

Apesar disso, referido modelo apresentava-se como solução alternativa ao caso brasileiro e poderia ser mantido desde que houvesse espaço para aumentar o endividamento público e, acima de tudo, desde que a comunidade financeira internacional se dispusesse a continuar injetando capitais no Brasil. Lembramos, no

entanto, que tal espaço afunilou-se em razão das crises nos mercados internacionais e, como era de se supor, pela nossa visível vulnerabilidade externa, o resto do mundo deixou de direcionar recursos para o país, a partir de 1998, aliada ao fato de que a rolagem da nossa dívida interna tornou-se extremamente onerosa pelas taxas proibitivas, então praticadas no mercado.

Como se sabe, entre os anos de 1994 e 1998, três crises financeiras marcaram o cenário internacional e que, diretamente, afetaram o mercado brasileiro. A primeira delas foi a crise do México, no final de 1994, que atingiu em cheio os mercados emergentes no primeiro semestre de 1995; no particular, é importante destacar a eficiência da equipe econômica em debelar o ataque especulativo, através de medidas de grande impacto.

Apesar de o Brasil ter despendido aproximadamente US\$ 12 bilhões de reservas, a elevação das taxas de juros fez com que houvesse, em seguida, o retorno dos capitais, recompondo-se o nível de reservas que atingiram US\$ 50 bilhões, no final do ano.

Assim, a política monetária passou a ser o principal instrumento com que contaria o país para controle da liquidez do mercado, razão por que, após a reversão das expectativas dos agentes financeiros, ocorreu forte retração da atividade econômica e uma crise financeira, que culminou com um elevado nível de inadimplência e quebra de dois grandes bancos privados.

Sobre essa questão, Batista Júnior (1996) afirma que a alta dos juros e o arrocho havido no crédito interno tinham, na verdade, dupla função: a primeira delas voltava-se para a recuperação da conta de capitais do balanço de pagamentos, fortemente atingida pela crise mexicana, uma vez que, com tais medidas, o BACEN visava estancar a saída de capitais, atrair capitais externos de curto prazo, além de induzir as empresas nacionais a tomar crédito e trazer recursos próprios do exterior.

Como segunda função, a adoção de tais procedimentos tinha por objetivo deprimir a demanda interna e o nível de atividade econômica, reduzir as importações, provocar o crescimento das exportações e criar, tanto quanto possível, condições para a continuidade da tendência de queda da inflação.

Como decorrência das medidas postas em prática, a reversão da atividade econômica efetivamente ocorreria, a partir do segundo trimestre de 1995.

Os anos de 1997 e 1998, em que ocorreram as crises da Ásia e da Rússia, respectivamente, serviram para testar efetivamente a consistência do Plano Real,

pondo à mostra as suas contradições e a sua visível vulnerabilidade externa, circunstâncias que conduziram o Brasil a uma situação extremamente crítica.

A crise asiática, em 1997, teve início na Tailândia, alastrando-se posteriormente para Coréia do Sul, Indonésia e Malásia sendo que, no ano seguinte, ou seja, em 1998, eclodiu a crise da Rússia; em ambos os casos, como não poderia deixar de ser, a vulnerabilidade externa crescente do país manifestou-se através das fortes repercussões negativas em suas contas (efeito contágio), como consequência da retração dos financiamentos externos aos países emergentes, que sobreveio às crises.

Nesse cenário, com a ocorrência de três ataques especulativos contra o real – 1995, 1997 e 1998 – os recursos utilizados no enfrentamento de tais crises, isto é, as taxas de juros elevadas, sugeridas no Gráfico 5, abaixo, haviam perdido a sua eficácia, a par de terem contribuído seriamente para agravar a situação fiscal.

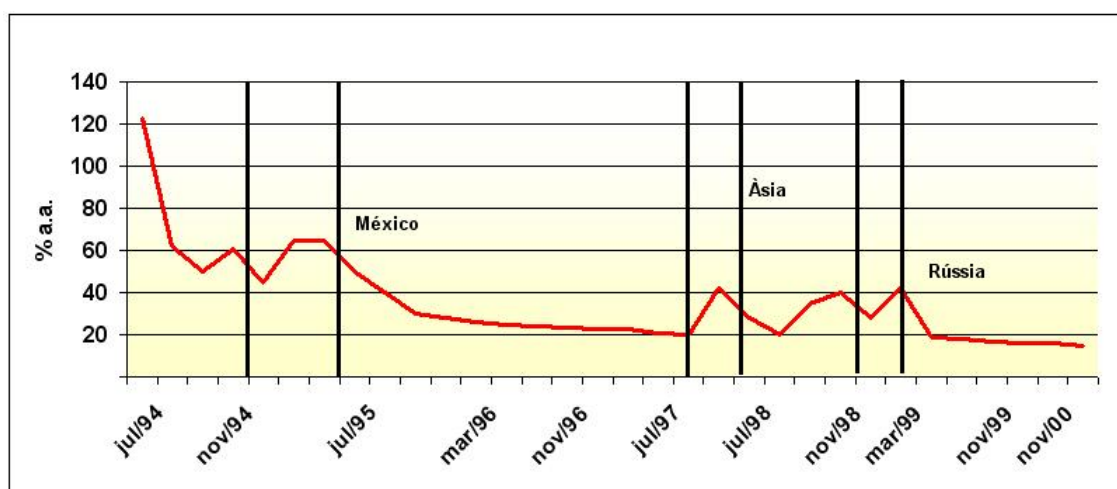


Gráfico 5 – Taxa de Juros (Over/Selic)

Fonte: GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JÚNIOR, 2005, p.487.

Tais fatos vieram a manifestar-se por meio de uma inédita queda de reservas cambiais de um nível de US\$ 75 bilhões, em agosto de 1998, para algo em torno de US\$ 35 bilhões em janeiro de 1999, o que fez com que os investimentos externos apresentassem resultado negativo, tal a intensidade dos saques de capital efetuados pelos aplicadores internacionais.

Devido à proximidade das eleições presidenciais não era politicamente oportuno que fossem adotadas mudanças profundas na economia, sob pena de frustrar-se o segundo mandato de FHC, razão por que o governo, estrategicamente, administrou a instabilidade econômica até o resultado final das urnas.

Nesse ínterim, tratou-se de negociar com o FMI um acordo que lhe proporcionasse condições de superar o grave quadro econômico adverso, até porque a comunidade financeira internacional não se mostrou disposta a financiar um déficit em conta corrente da ordem de US\$ 30 bilhões. Havia um descrédito muito grande na situação brasileira em virtude de uma indisfarçável convicção nos meios internacionais de que estávamos prestes a sofrer um ataque especulativo contra o Real.

Em conseqüência, era natural que houvesse fuga de capitais e o temor de uma desvalorização cambial estimulava a troca de R\$ por US\$, tudo isso a compor um quadro em que a mudança de política cambial e um suposto controle de capitais externos eram tidos como medidas inevitáveis e iminentes.

A coordenação do referido acordo, que coube ao FMI, veio sob a forma de um pacote de ajuda externa no valor de US\$ 42 bilhões, sendo que desse total US\$ 18 bilhões vieram do FMI e o valor restante de organismos multilaterais e governos, dentre eles, Estados Unidos, Alemanha, Itália, Inglaterra, Japão e outros; a par da injeção de capital, o acordo determinava um forte aperto fiscal sem, no entanto, sugerir mudanças na política cambial vigente.

As referidas medidas, no entanto, num cenário de forte ceticismo apresentado pelo mercado financeiro que, há algum tempo, vinha destacando a clara defasagem da taxa cambial, não deixava margem a dúvidas quanto à desvalorização que se fazia necessária.

O mercado partira do princípio de que o Plano Real, por todos os motivos antes alinhados, se esgotara em termos de modelo e que teria que se enquadrar à realidade econômica presente nos novos tempos, o que veio a configurar um quadro de forte pessimismo externo e descrença na nossa economia.

4.3.1 A Nova Política Cambial e as Mudanças na Economia

Desta forma, a desvalorização cambial tornou-se inevitável e, premido pelas circunstâncias, em meados de janeiro de 1999, o real, inicialmente, é desvalorizado em 10%, medida que, além de insuficiente, contribuiu para gerar ainda mais pânico no mercado, além de não conseguir interromper a constante fuga de capitais.

Diante dessa realidade, o governo, sob forte pressão, deixou o câmbio flutuar²⁹ e a taxa cambial que, antes da desvalorização, era de R\$ 1,20 por dólar, passaria em 45 dias para R\$ 2,00, prenunciando um surto inflacionário quase que inevitável, à semelhança do que ocorrera antes com o México.

A alteração da política cambial, praticamente precipitou a saída do então presidente do BACEN, Gustavo Franco, um dos maiores defensores do câmbio valorizado, e a entrada de Francisco Lopes que, como primeira medida, desvalorizou a taxa cambial e manteve elevadas as taxas de juros.

Lopes saiu pouco tempo depois, num momento em que persistia a saída de capitais e reinava um clima de incerteza no mercado ante a legitimidade de algumas operações a envolver agentes financeiros e o BACEN.

Na seqüência de mudanças, providencialmente, foi convidado para a presidência do Banco Central, Armínio Fraga, economista de renome, respeitado e profundo conhecedor dos mercados internacionais – que atuara durante muitos anos em Nova York – medida que se prestou a conferir credibilidade à nova fase que viria a ser implantada na economia brasileira.

De início, além de manter o sistema de câmbio de taxas flutuantes, o novo titular do BACEN, anunciou duas medidas de impacto, quais sejam, a elevação da taxa de juros básica e o início de estudos para adoção do sistema de metas de inflação³⁰, esta última, na verdade, entendida como mudança de âncora, em razão da extinção da âncora cambial.

Oficialmente, o sistema de metas de inflação foi adotado a partir de julho de 1999, sistemática que, juntamente com a política de câmbio de taxas flutuantes e a conseqüente extinção da âncora cambial no controle de preços, permanece na economia até os dias de hoje.

²⁹ A flutuação da moeda está ligada às forças do mercado, às leis da economia.

³⁰ Foi adotado a partir de 1999 e permanece como instrumento de política econômica até os dias de hoje.

A grande dúvida relativamente ao desempenho da economia, em razão da magnitude das medidas adotadas, era se o país não iria enfrentar os mesmos problemas de outros países que, coincidentemente, passaram pela experiência brasileira: inflação acelerada, crise financeira, recessão e outras crises econômicas. Contrariamente a essa expectativa, a economia brasileira teve um desempenho considerado satisfatório, no ano de 1999.

Por outro lado, havia o receio de que o abandono do sistema de câmbio fixo provocasse, por meio das desvalorizações, o retorno do processo inflacionário, além da incerteza sobre o surgimento de crises, como as que abalaram o México e a Ásia, logo após as mudanças havidas em seus regimes cambiais.

No caso do Brasil, em particular, logo após a adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes, a inflação entrou em trajetória ascendente, tendo sido bastante significativa em fevereiro, apresentando queda em março, enquanto que, em maio, os índices já se equiparavam aos de dezembro do ano anterior.

Assim, com a manutenção das taxas de juros e a administração dos preços e relativo controle da inflação, estanca-se o processo de desvalorização cambial a partir de março, ocorre uma reversão de tendência com a valorização ocorrida em abril e maio (R\$ 1,70) para depois desvalorizar-se novamente, atingindo o nível de R\$ 1,80 e R\$ 1,90, a partir de julho/99.

O governo, sem dúvida, assumira novamente o controle da economia. A partir da adoção do sistema de metas de inflação, cujo funcionamento, efetivamente, se deu a partir de julho de 1999, o BACEN, através do instrumento da política monetária, cumpria as metas estipuladas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), utilizando para tanto a taxa de juros. O seu maior ou menor impacto sobre a demanda reflete, como se sabe, na liquidez do mercado e, em conseqüência, exerce influência direta nos níveis de inflação.

A implantação desse mecanismo e seus primeiros efeitos, serviram, inegavelmente, para restabelecer o grau de confiança nos mercados e a certeza de que o país se comprometera efetivamente com a estabilização, no sentido de impedir que as alterações cambiais havidas pudessem transformar-se em pressões inflacionárias. Em tais circunstâncias, o ano de 1999 apresentou, de forma geral, baixo crescimento.

Além disso, como resultado positivo das mudanças introduzidas na economia, deve-se destacar o desempenho do setor externo, acima de tudo devido

à desvalorização cambial tão reclamada nos meios financeiros. Houve melhora nas contas externas, reversão nos números da balança comercial e na conta de transações correntes, razão por que a diminuição da captação externa de recursos viria a provocar queda nas taxas de juros, estimulando, por sua vez, o crescimento. Este momento está perfeitamente visível no gráfico 6, que apresentamos a seguir.

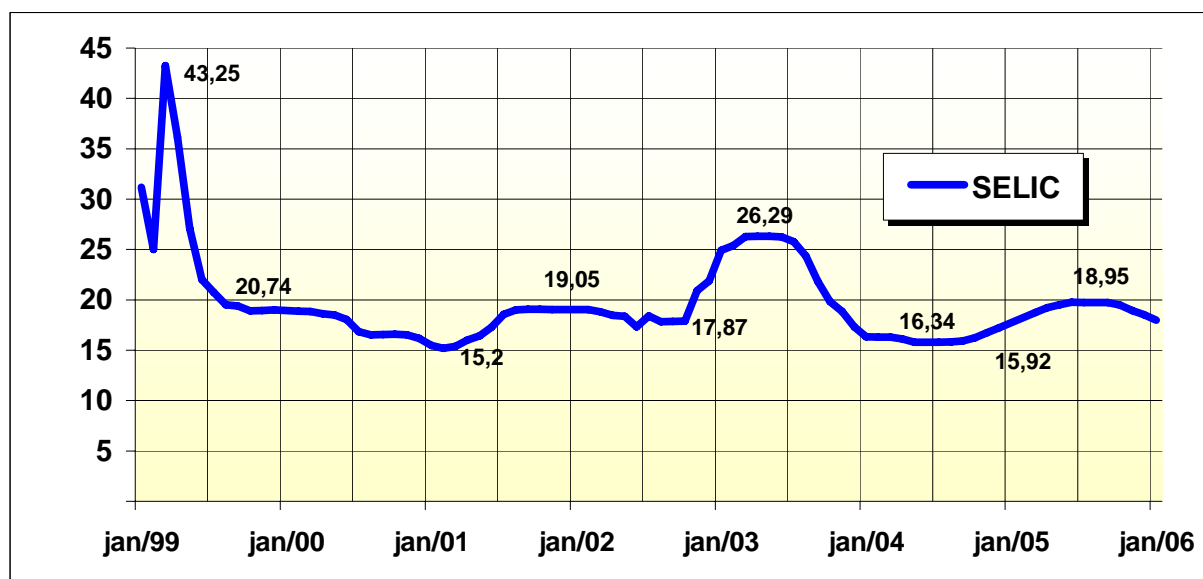


Gráfico 6 - Taxas de Juros - jan/1999 a jan/2006
Fonte: BRASIL. Banco Central, 2006.

A despeito do aumento do custo do petróleo, as importações brasileiras caíram rapidamente, como resultado da desvalorização cambial, a par de uma contenção de demanda. As exportações, por sua vez, tiveram fraco desempenho devido a fatores ligados à conjuntura internacional, dentre eles: redução dos preços das *commodities* exportáveis, sensível queda na atividade econômica da América Latina e uma certa perda de confiança na economia por parte dos exportadores.

A reconquista dos mercados externos pelos exportadores, com a perda de espaço internacional, devido ao longo período de sobrevalorização cambial e os efeitos retardados exercidos pelas taxas de câmbio no fluxo operacional, servem para explicar o fraco desempenho das vendas externas.

Sabemos que, a partir de 1999, o país deu início a um processo de franca retomada do crescimento que seria interrompido somente com as crises de 2001; em 1999, a economia cresceu em torno de 3,3%, particularmente no quarto trimestre, enquanto que em 2000 atingiu níveis superiores a 4%.

O comportamento das finanças públicas e da economia foi de fundamental importância quando suas influências são analisadas nesse novo momento vivido pelo país. No que diz respeito às finanças públicas, a mudança de perfil, ou seja, a reversão do desempenho fiscal do governo que, conforme acordado com o FMI, passou a apresentar superávits primários consideráveis, serviu para melhorar grande parte dos fundamentos macroeconômicos apresentados, atingindo-se, no particular, bons resultados.

Dizendo de outra forma, tais objetivos estariam ligados à liberação da taxa de juros para ser efetivamente usada como instrumento de política monetária, isto é, no controle da inflação, à estabilização e/ou redução da dívida pública, à diminuição do risco país, à volatilidade cambial e à taxa de juros de longo prazo, esta última utilizada, dentre outras finalidades, nos financiamentos de máquinas e equipamentos, indispensáveis ao aumento da produção nacional, um dos objetivos maiores do governo.

Um dos grandes efeitos da desvalorização cambial é o aumento da dívida pública, pois grande parte dos títulos públicos estava indexada ao dólar e outro tanto à taxa Selic, sendo que, em ambos os casos, as despesas financeiras (dívida pública) aumentam à medida que as taxas de juros da economia se mantenham em níveis elevados.

No que se refere à administração da dívida pública, deve-se levar em conta o fato de que o país, ao invés de criar condições para a geração de poupança, regularmente capta recursos no exterior e no mercado interno para cobrir as suas despesas correntes e fechar as contas nacionais.

Desta forma, conforme poderá ser observado nos dados constantes da Tabela 5, veremos que a maior parte da dívida, isto é 55,1%, tem como indexador a taxa over/selic, vindo a seguir a parcela indexada a títulos prefixados, ou seja, 22,1% e, por último, o restante da dívida vinculada à variação cambial, em torno de 3,4%, sendo que este item vem de apresentar forte redução, a partir de 2003, em razão das intervenções do governo no mercado com a compra dos títulos da espécie. Pode-se notar, ainda, que os dados demonstram que, entre 1999 e 2000, houve, como dissemos anteriormente, redução significativa dos números analisados, exceto no item prefixado, que veio a apresentar resultado menor em 2002 .

É notório, no entanto, que, em termos numéricos, a dívida líquida do setor público tem apresentado, ao longo do tempo, resultado sempre crescente, sendo

que a parcela maior é representada pela dívida mobiliária federal, como resultado direto da política monetária atualmente praticada pelo Banco Central, através do Copom - Comitê de Política Monetária.³¹

Tal incremento está diretamente ligado ao nível da taxa básica de juros (Selic), que tem exercido um papel, muitas vezes, de desequilíbrio no mercado, pois em razão da política monetária, atualmente posta em prática, ao menor sinal de inflação a taxa de juros é elevada. Tal procedimento, se por um lado serve para inibir o processo inflacionário, por outro gera efeitos colaterais na economia, contribuindo sensivelmente para o incremento dos encargos da dívida interna, afetando sobremaneira o custo de captação de recursos por parte do setor público.

Tabela 5 - Dívida Mobiliária Interna e Dívida Líquida do Setor Público

ANO	em R\$ milhões			em %			em R\$ milhões	Dívida Líquida do Setor Público % PIB
	Dívida mobiliária interna			Por indexador				
	Federal	Estados e Municípios	Total	Over Selic	Câmbio	Prefix.		
1998	323.860	12.661	336.521	69,1	21,0	3,5	388.667	42,51
1999	414.901	11.435	426.36	61,1	24,2	9,2	516.579	53,05
2000	510.698	2.250	512.948	52,7	22,5	14,9	563.164	51,14
2001	524.084	2.582	626.666	54,4	29,5	8,1	660.867	55,13
2002	623.191	1.926	625.117	55,2	20,3	2,0	881.108	65,46
2003	731.858	2.371	734.229	57,0	10,0	11,6	913.145	58,68
2004	810.264	2.757	813.021	54,0	4,9	19,0	956.996	54,17
2005*	905.509	988	906.497	55,1	3,4	22,1	965.988	49,25

Fonte: FGV apud TEIXEIRA, 2005, p.4.

(*) Janeiro a Maio

Assim, a partir do momento em que o BACEN passou a reduzir a taxa de juros, tais gastos começaram a cair; inicialmente, num nível de 45% no começo do

³¹ COPOM – Comitê de Política Monetária do Banco Central, formado pelo presidente daquele órgão e seus diretores.

ano, a taxa iniciou uma trajetória de queda devido ao desempenho favorável da área externa e aos bons resultados no combate à inflação. Essa escalada chegou a um dos menores patamares, desde a implantação do Plano Real, e os gastos com juros foram significativamente menores que os de 1998.

Diferentemente de uma esperada contração da atividade econômica, o ano de 1999 foi marcado por um bom desempenho, principalmente se o compararmos com a fraca performance apresentada no ano imediatamente anterior. Além disso, alguns segmentos da economia deram início a um movimento de substituição de importações, aproveitando o ambiente favorável proporcionado pela política cambial, ficando, assim, criadas as condições de uma queda mais rápida nas taxas de juros.

O quadro macroeconômico era, sem dúvida, favorável a uma retomada do crescimento em razão de um conjunto de fatores, quais sejam: a desvalorização cambial que estimularia a exportação, provocando fortes alterações na balança comercial, com reversão dos números a partir daquele ano; a política de metas de inflação e um bom desempenho fiscal proporcionariam as condições de queda dos juros básicos, circunstância que contribuiria, certamente, para o crescimento do emprego, da renda e, conseqüentemente, do consumo e do investimento.

Em decorrência de tais medidas, foi bom o desempenho da economia brasileira, no ano de 2000, apresentando uma taxa de crescimento em torno de 4,3%, com destaque para a área industrial e agrícola; as exportações, estimuladas pela taxa cambial, tiveram forte crescimento, os investimentos cresceram muito em razão da queda das taxas de juros e o quadro teve reflexos bastante positivos no consumo, devido à conseqüente elevação da renda da população.

O ano de 2001 foi marcado por dois fatos que contribuíram, fundamentalmente, para uma piora no crescimento econômico do país: a crise da Argentina precipitou um choque externo, com fortes pressões cambiais, e a crise energética, responsável por um forte racionamento de energia, particularmente em estados importantes na composição do PIB nacional.

A saída de capitais, provocada pela crise argentina, foi responsável por uma forte desvalorização cambial, advindo daí uma pressão inflacionária que fez com que o BACEN interrompesse o processo de queda das taxas de juros, voltando a elevá-las. Essa conjugação de fatores, isto é, as pressões cambiais, a elevação das taxas de juros e o baixo crescimento econômico provocaram um aumento da dívida pública, além de uma sensível desorganização na economia.

Nesse cenário, o ano que coincide com o último mandato do presidente Fernando Henrique foi marcado por baixo crescimento econômico, pressões inflacionárias, desemprego e aumento da dívida pública, tendo atingido o seu ápice, quando da campanha eleitoral, sendo tais aspectos fortemente questionados e usados na plataforma política do partido da oposição que, pouco depois, assumiria o poder.

Como fator altamente positivo da segunda gestão FHC, é justo destacarmos o forte crescimento das exportações que, daí em diante, passou a gerar superávits constantes na balança comercial, a par de uma reversão nos números constantes da conta de transações correntes e no balanço de pagamentos do país. Observe-se a significativa evolução do saldo comercial, a partir da mudança da política cambial, conforme disposto no Gráfico 7 abaixo.

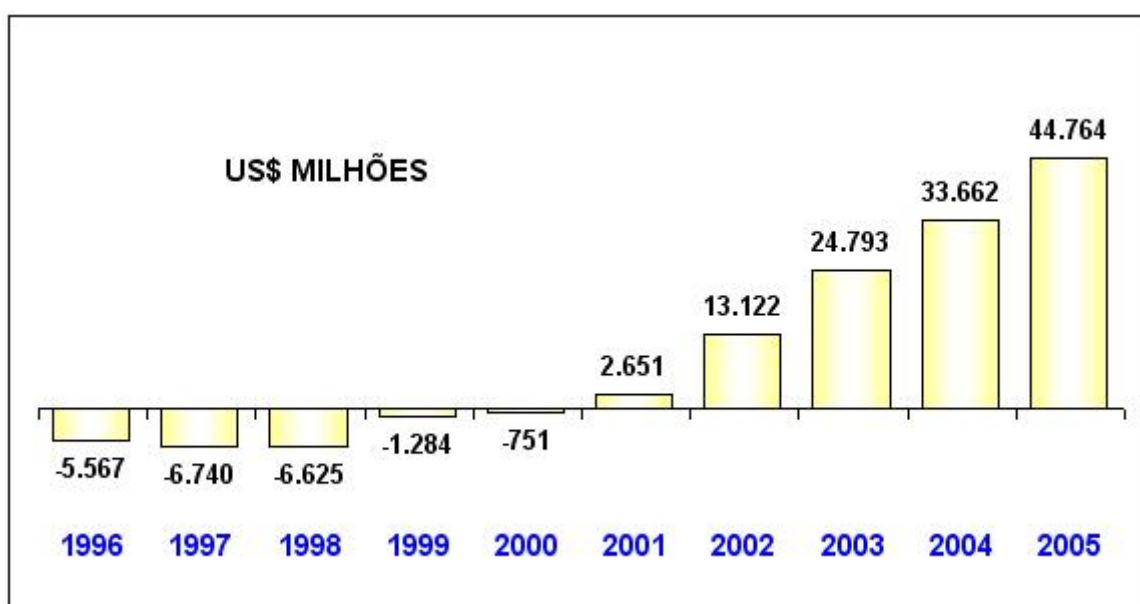


Gráfico 7 – Evolução do Saldo Comercial 1996 /2005

Fonte: BRASIL. Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, 2006.

4.3.2 Os Efeitos da Taxa de Juros na Taxa de Câmbio

Ao longo deste capítulo, preocupamo-nos em analisar, de forma objetiva, os pontos mais importantes do Plano Real, da sua formulação ao impacto social da sua implantação, além dos efeitos advindos do seu funcionamento e as práticas adotadas pela equipe econômica na solução de suas pendências.

Dentre todos os assuntos analisados, um tema, no entanto, percorre todas as seções e, pela sua própria importância, foi invariavelmente destacado, por se constituir num dos pontos centrais do presente trabalho, isto é, a complexa relação entre a taxa de juros e a taxa de câmbio.

Exceto aqueles que fazem parte da equipe de formuladores do Real, todos os demais consultados foram e têm sido unânimes em destacar o equívoco cometido pela equipe econômica, ao permitir que o câmbio se sobrevalorizasse e as taxas de juros fossem mantidas extremamente altas. Têm sido cada vez mais contundentes as críticas à condução da política econômica, e cresce, a cada dia, o número de analistas que vêem nessa relação uma perspectiva de comprometimento dos destinos econômicos da nação.

Em razão disso, há atualmente considerável consenso sobre as inconsistências do Plano, originadas, na verdade, da nossa persistente dependência de fluxos financeiros internacionais e da armadilha que, descuidadamente, se montou com o câmbio sobrevalorizado e os juros elevados.

Tais circunstâncias nos autorizam a dizer que os efeitos sociais e econômicos desse paradoxo têm, como não poderia deixar de ser, gerado muito desconforto junto à população, que está pagando um preço alto como vítima da conjuntura que aí está.

Em outras palavras, da manipulação da taxa de juros e da sua manutenção a níveis elevados decorrem conseqüências adversas na economia, algumas delas imprevisíveis, outras inevitáveis como a valorização da taxa cambial. Tal fato, independentemente de sua importância macroeconômica, não geraria maiores preocupações - por ser, ao longo do tempo, contornável - se não interferisse tanto nos demais fatores que, direta ou indiretamente, movimentam o nosso mercado, tanto interno quanto externo.

No capítulo anterior deste trabalho, comentamos que juros altos atraem capitais externos especulativos, de baixa qualidade por serem voláteis, cujas migrações, em volumes consideráveis para o país, acabam provocando a valorização do real.

Como se sabe, a política econômica do governo está centrada no sistema de metas de inflação, o que faz com que o COPOM - Comitê de Política Monetária do Banco Central mantenha as taxas de juros elevadas, numa proporção teoricamente direta aos níveis de inflação.

Tal fato sempre se fundamentou na idéia de que uma eventual flexibilização da taxa para baixo, poderia gerar efeitos psicológicos no mercado, o que serviria para sensibilizar e desestabilizar os preços e outros fatores.

Numa perspectiva do quadro que aí está, diríamos que não deverá haver alterações impactantes na economia e, tudo indica, as taxas de juros deverão permanecer altas e, como conseqüência, as taxas de câmbio baixas. Não acreditamos, portanto, numa desvalorização da taxa cambial enquanto continuarem elevadas as taxas de juros e a canalização de capitais externos para o mercado brasileiro.

Nesse sentido e sem alterações significativas, deverá repetir-se o círculo vicioso que tantos problemas e inquietações tem acarretado ao país: não há exportação, crescem as importações, não se criam empregos, não há geração de rendas, aumenta a dívida pública, aumenta a dívida externa, acentua-se o ingresso de capitais voláteis na economia devido às operações de arbitragem, o PIB não deverá corresponder às expectativas mais pessimistas, o que significa não deverá acontecer o tão esperado crescimento sustentado como apregoam as autoridades.

Delfim Netto (1997, p.34) comenta que:

A taxa de juro elevada, necessária para atrair capitais estrangeiros e sustentar o câmbio valorizado, reduz o ritmo dos investimentos e, portanto, o aumento da capacidade produtiva do Brasil, cortando definitivamente o nível de emprego e produção futuros. O efeito final desses equívocos é o crescimento preguiçoso das exportações e o aumento do passivo externo do país.

Deduz-se daí que o padrão de política econômica, que vem sendo praticada no país, abriga uma armadilha econômica de difícil solução uma vez que provoca o descontrole das contas internas e externas do país. Seus efeitos são potencializados em momentos de grande liquidez internacional e inibidos em momentos de retração, o que nos torna reféns dos agentes internacionais e extremamente vulneráveis.

Com isso, o mesmo modelo que prega a estabilização como objetivo maior e cuja mola propulsora do crescimento depende de capitais especulativos, igualmente nos expõe às inseqüências que poderão advir do instável e temeroso mercado globalizado, como habitualmente ocorre.

Não poderíamos deixar de destacar as oportunas observações feitas por Batista Júnior (2002, p.121):

Nas circunstâncias da época, alguma valorização cambial e alguma abertura às importações eram defensáveis. Infelizmente, o governo abusou desses instrumentos e acabou produzindo grave desequilíbrio externo, problema que perdura até hoje. No fundo, o que se fez foi substituir a inflação por uma tendência ao desequilíbrio externo. Desde então, apesar da queda da inflação, a economia não tem conseguido crescer de forma sustentada.

As observações acima, como se pode observar, datam de 2002 e fazem referência a um período pós-Real, que muito se assemelha à situação atual, exceto no que diz respeito aos superávits apresentados pela balança comercial brasileira, a partir de 2001, mercê de um grande esforço do setor exportador a despeito da taxa cambial extremamente valorizada.

Em outra parte deste trabalho, ocorreu-nos registrar que a barreira psicológica³² da cotação do real em relação ao dólar estava prestes a ser ultrapassada, o que, certamente, faria decrescer os resultados até aqui alcançados, acenando com perspectivas sombrias ao nosso futuro econômico. Como resultado, superávits mensais mais baixos e decrescentes deverão figurar no quadro econômico uma vez que, proporcionalmente, as importações estão crescendo mais que as exportações.

A grande verdade é que, devido à grande liquidez internacional e em condições de ampla abertura financeira, os capitais contemplarão países em que o retorno da arbitragem internacional deverá compensar os riscos envolvidos; tal é o caso do Brasil.

Não que seja impossível reverter tal quadro mas há que se mudar uma cultura arraigada de absorvedores forçados de capital, os quais, devido a um conjunto de fatores – tradição cultural, por exemplo – ainda se encontram num estágio limitado de desenvolvimento, muito característico dos países da América Latina. De forma geral, todos apresentam problemas similares e, uns mais outros menos, vêm apresentando, há anos, significativos déficits estruturais, mormente em seus balanços de pagamentos. Daí uma das razões da busca de capitais externos.

Nesse sentido, há um constante desalinhamento da taxa de câmbio sempre a sofrer os efeitos da elevação das taxas de juros, estas habitualmente a descompor os níveis internos da economia para onde migram os capitais especulativos.

³² A sobrevalorização cambial atingiu níveis tão inesperados que o mercado precificou um valor limite (barreira psicológica) para a taxa de câmbio.

Ao referir-se ao desalinhamento cambial, Zini Júnior (1993) levanta os problemas que podem advir de tal circunstância, fazendo alusão direta à questão da sobrevalorização, que serve para induzir a mudanças nos padrões de consumo a favor dos bens exportáveis.

Ao seguir a mesma linha dos demais autores, acrescenta que os bens de exportação passam a ser absorvidos pelos consumidores domésticos, enquanto que as importações se vêem estimuladas. Assim, ao surgir a necessidade de cortar esse padrão de consumo, o ajustamento em questão é doloroso e requer tempo. Além disso, aquele autor considera que uma divisa sobrevalorizada, com certeza, servirá para reduzir os incentivos para investir nos referidos bens. Essa situação acaba refletindo no baixo número de empresas exportadoras, além das que saem do mercado por razões já exaustivamente discutidas.

Nesse sentido – continua – na eventualidade de uma crise externa que passe a requerer um rápido aumento desses bens – essa prática foi adotada, como se viu, inúmeras vezes pelo governo - a transferência de recursos de outros setores deverá ser feita com custos consideráveis. A mão de obra sofre uma realocação, além de ser novamente treinada e os equipamentos de produção deverão ser instalados ou ainda adaptados para haver um aumento de produção nesse setor. Aliada a esse fato, haverá, certamente, toda uma canalização de esforços direcionada à reconquista dos mercados e uma diversificação da pauta de exportação adaptável à realidade de novas praças compradoras.

Por isso, durante o ajustamento, comumente ocorre desemprego nos setores não voltados à produção de tais bens. Além disso, uma sobrevalorização longa poderá provocar prejuízos nas margens competitivas de setores industriais importantes e levar a uma desindustrialização.

Por outro lado, continua o autor, devido ao impacto da importação barata nas indústrias domésticas, a sobrevalorização poderá despertar sentimentos protecionistas. Num outro momento, quando for o caso, a depreciação deverá ser muito bem administrada pois, se assim não for, tende a produzir pressões inflacionárias ao elevar os preços domésticos de bens exportáveis; por sua vez, a apreciação cambial, geralmente, não resulta em igual pressão dos bens importados, particularmente porque os importadores têm uma tendência a elevar as suas margens de lucro.

De nossa parte, é fácil imaginarmos que uma mudança na política cambial, por exemplo, poderia fazer com que houvesse uma reversão em tal quadro. Nesse sentido, devemos lembrar que, ao longo da história, experimentamos, praticamente, todas as alternativas de regimes cambiais e, invariavelmente, um dos temas predominantes diz respeito ao importante papel desempenhado pelas taxas de juros, sempre em confronto com as taxas cambiais. Apesar dos aspectos antes destacados estarem sempre em foco, nos momentos econômicos mais importantes, e tratar-se de um tema recorrente, entendemos que tal hipótese, isto é, a mudança de política cambial, não estaria de todo descartada.

Fizemos referência, também, em outro ponto do presente trabalho, que a taxa de câmbio de equilíbrio estabelece, como o próprio nome diz, uma igualdade de interesses entre vendedores e compradores de moeda, num mercado, obviamente, em que os fundamentos macroeconômicos funcionam, também, de forma equilibrada.

Não é, portanto, o nosso caso.

Assim, como a desvalorização cambial que, no caso, serviria para o restabelecimento de níveis mais equilibrados da taxa cambial, pode trazer de volta a inflação, Pereira (2003, p.17) sugere o controle de capitais, como fica claro nesta citação:

Para impedir a valorização do câmbio, os países em desenvolvimento não têm alternativa senão criar barreiras à entrada de capital, ou, se dispuserem de superávit fiscal, usarem esses recursos para comprar reservas. Os países asiáticos, que usam a taxa de câmbio de forma estratégica porque sua distribuição de renda mais equilibrada não os força ao populismo econômico, têm usado uma ou outra alternativa para impedir a valorização de suas moedas.

No entanto, isto parece estar fora dos planos do Banco Central pois ele se limita, de forma regular, a comprar moeda no mercado à vista³³, o que contribui para aumentar as reservas cambiais do país; entendemos, todavia, que as regras atuais, voltadas ao perfeito funcionamento do mercado de capitais, particularmente as referentes ao capital estrangeiro, deveriam ser reestudadas, tal a facilidade e rapidez com que os recursos entram e saem do país, ou seja, a sua volatilidade.

³³ O Banco Central tem operado no mercado à vista comprando dólares e através da oferta de swap cambial reverso; os valores são adicionados às reservas cambiais do país.

4.4 CONCLUSÃO

Após termos pesquisado e analisado os altos e baixos da economia de 1994 até os dias de hoje, podemos concluir que, na sua formulação e para a finalidade a que, num primeiro momento, se destinou, o Plano Real deu certo; aliás, o único, entre todos, que, sem cometer os erros dos programas anteriores, teve o mérito de debelar a inflação.

A propósito, é interessante aqui destacar uma das afirmações de Sayad (1997, p.86) :

O Plano Real é bem sucedido. Errou ao sobrevalorizar o câmbio, mas este erro não pode ser corrigido de outra forma, pelo menos a curto prazo. Aumentou desnecessariamente a dívida pública, mas este também é outro problema que não pode ser corrigido tão cedo. É o custo da estabilização, que acaba sendo pago com menos gastos públicos em áreas vitais da vida brasileira.

Note-se que o tempo decorrido, entre tais afirmações e os dias de hoje, representa quase uma década e os problemas, ali destacados, ainda estão presentes na economia. Na seção anterior, fizemos referência à armadilha que se criou entre as elevadas taxas de juros e as baixas taxas de câmbio, problemática que, no dizer das autoridades, se constitui no “calcanhar de Aquiles” do Plano Real.

Como vimos, logo após a sua implantação, em julho de 1994, o impacto da sobrevalorização cambial sobre os níveis de preços viabilizou a queda imediata da inflação, tendo provocado, em decorrência, um processo explosivo nas importações. Com isso, ao concorrerem com os produtos nacionais, os importados, além de causarem um processo de desestruturação interna da nossa economia, foram responsáveis por um déficit comercial crescente com o exterior.

Tais fatores combinados, isto é, a abertura comercial, a sobrevalorização cambial e as taxas elevadas de juros, que atraíam capitais externos, precipitaram déficits nas transações correntes que, a par do encarecimento do crédito, causaram um rápido e contínuo crescimento da dívida externa brasileira, particularmente o segmento privado.

Como era de se supor, os juros altos acarretaram um crescimento significativo do endividamento interno, tendo o governo assumido considerável parcela do risco cambial junto aos tomadores de títulos públicos.

Visto sob esse ângulo, pode-se dizer que o Plano Real, embora extremamente eficaz na estabilização dos preços internos, acarretou descontrole nas contas externas, promoveu profundas alterações na economia - algumas delas, diríamos, de forma desorganizada -, e engessou o crescimento, sendo que esta última circunstância permanece até os dias de hoje.

À época, havíamos alterado a política cambial de taxas flutuantes – no início do Real, em julho de 1994 – para bandas cambiais, que, a partir de março de 1995 se estendeu até janeiro de 1999, com nova mudança, conforme comentamos.

Destacamos na nossa análise que a economia, com a inflação sob controle, mas totalmente desalinhada nos fundamentos macroeconômicos antes referidos, caminhava, a passos largos, para uma mudança inevitável na sua condução, fato que, efetivamente, se materializou, a partir de janeiro de 1999. Dentre as inúmeras alterações a que se procedeu, a mudança de política cambial, com a implantação do sistema de taxas flutuantes e a introdução do sistema de metas de inflação, representaram uma nova fase da política macroeconômica brasileira, e que veio estender-se até o ano de 2002.

A desvalorização cambial serviu para estimular as exportações e promoveu uma reversão nos números da balança comercial que, a partir de 2001, passou a gerar superávits comerciais.

Esse cenário, no entanto, abrigava uma crescente evolução da dívida pública que, aliada a uma piora da situação fiscal, apesar do forte aumento da carga tributária e da política de superávits primários crescentes, expunha-nos a uma vulnerabilidade, tanto externa como interna, sem precedentes. Além disso, houve queda nos níveis salariais e um agravamento social com o forte índice de desemprego.

A partir de 2003, o novo governo implanta um estilo próprio de política cambial e fiscal, elevando consideravelmente as exportações, com resultados expressivos na balança comercial, fazendo reverter o déficit de transações correntes do balanço de pagamentos.

Apesar do controle da inflação e da mudança para melhor de alguns indicadores importantes (relação dívida/PIB, reservas cambiais, política agrícola e expansão dos bens de capital) alguns problemas remanescentes do governo FHC continuaram no governo Lula e permanecem até hoje. É o caso, por exemplo, do crescente endividamento público, dos juros extremamente elevados e da

sobrevalorização cambial, fatores que somados explicam a forte vulnerabilidade externa a que estamos expostos. São, indiscutivelmente, fatores inibidores do crescimento tão aguardado.

Nesse particular, Batista Júnior (2005, p.41) afirma que:

Nas circunstâncias que provavelmente prevalecerão ao longo dos próximos anos, o Brasil precisa de uma estratégia de autodefesa estabelecida no plano nacional, isto é, um esforço sistemático e planejado de diminuição da vulnerabilidade externa e da dependência com relação a capitais estrangeiros. Graças à mudança de regime cambial e à depreciação do real, o país saiu da zona de alto risco. A situação brasileira é difícil, mas não de emergência.

Apesar da estabilidade, o país vem pagando um custo econômico e social muito alto, razão por que entendemos que uma das formas de nos livrarmos dessa armadilha criada na economia, é promovermos, em grande escala, o crescimento, dando início às mudanças que o país tanto tem exigido.

5 CONCLUSÃO

Historicamente, a economia brasileira tem apresentado altos e baixos na condução das políticas monetária, cambial, fiscal e de rendas, circunstância que, pela sua própria natureza e importância, muitas vezes, tem sido responsável, pela geração de incertezas e instabilidades nos mercados, tanto interno como externo.

Sabemos que, independentemente dos esforços despendidos pelo governo no acerto da administração de tais políticas, a grande verdade é que, tradicionalmente, temos sido dependentes do capital estrangeiro, o que nos expõe a uma vulnerabilidade externa muito grande e nos submete, em certos momentos, às regras ditadas pela comunidade financeira internacional.

Ao longo deste trabalho, procuramos demonstrar que a política cambial brasileira tem sido um dos mais fortes instrumentos de análise com que conta o governo para a formulação de suas decisões econômicas, propriamente ditas.

Pela sua abrangência, a política cambial influi diretamente no mercado financeiro, particularmente nas operações de comércio exterior, num envolvimento direto com as operações comerciais (exportações e importações) e outras operações pertinentes à área, impactando positiva ou negativamente a balança comercial, com sérios reflexos no balanço de pagamentos.

Devido a tais fatores, o país deve contar com um sistema financeiro organizado e que seja capaz de desenvolver mecanismos, por meio de uma política macroeconômica, que acompanhe, não apenas, os movimentos de expansão e retração da liquidez internacional, mas conduza a economia ao caminho do desenvolvimento econômico e social, ao seu próprio destino.

Dentro dessa ótica, a primeira parte do presente trabalho tratou de destacar o perfil do mercado cambial brasileiro, sua estrutura e funcionamento, os agentes participantes do mercado, os mecanismos de controle, além de uma abordagem dos aspectos operacionais vigentes no mercado de câmbio.

Vimos que, até o ano de 1964, o país, apesar de todos os esforços, enfrentou sérias adversidades no campo econômico, não só pela ausência de

tradição exportadora e cultural mas, também, pelas limitações da estrutura operacional do mercado de câmbio. Fazia-se necessária a criação de um sistema que atendesse à eventual demanda que adviria do forte ideário de expansão da nossa economia, a envolver, como efetivamente ocorreu, a comunidade externa. A propósito, ao tempo da antiga ALALC, em 1960, em que se instituiu um sistema de pagamentos entre os países participantes, através do Convênio de Créditos Recíprocos, as funções de um banco central eram exercidas pelo Banco do Brasil que, curiosamente, à época, possuía apenas duas agências externas, ou seja, nas praças de Montevidéu e Assunção.

Com o advento da Lei 4.595, de 31.12.64, extingue-se o antigo embrião do Bacen, a Sumoc, cria-se o Banco Central do Brasil, estabelecem-se condições para o Banco do Brasil impulsionar as suas atividades comerciais e normatiza-se o funcionamento do mercado de capitais, medidas que acenavam como sinal dos novos tempos.

De lá para cá, o país, a acompanhar a torrente dos tempos modernos, organizou o sistema financeiro nacional e empreendeu forte escalada na área internacional. No particular, devemos destacar o grande esforço despendido pelo Banco do Brasil que, principalmente a partir dos anos 70, empreendeu uma agressiva política de abertura de agências externas, circunstância que fez com que, a par de uma inédita experiência internacional, fossem criadas novas oportunidades de negócios no exterior, além de agilidade e barateamento de custos operacionais.

A criação de filiais externas estimulou o aprendizado de novos conhecimentos e proporcionou a aquisição de técnicas operacionais sofisticadas, igualando-nos, neste sentido, às nações mais desenvolvidas do mundo.

O país neste ponto efetivamente se modernizou com a instituição de formas de controle operacional por meio do surgimento do Sisbacen, algum tempo depois do Siscomex e com uma forte modernização dos mecanismos aduaneiros, através dos trabalhos da Secretaria da Receita Federal.

Em síntese, tais aspectos foram destacados no primeiro capítulo desta Dissertação, inicialmente por meio de uma abordagem do mercado de câmbio brasileiro, sua estrutura em termos organizacionais e o seu funcionamento em termos operacionais.

Pode-se dizer que, tanto no âmbito interno como no externo, o Brasil está a contar com um sistema cambial moderno e eficiente.

De outra parte, no segundo capítulo, ao relatarmos, de forma retrospectiva, a política cambial brasileira, desde a Segunda Guerra Mundial aos dias de hoje, enfatizamos as inúmeras tentativas de acerto na condução das políticas monetária e cambial, as quais, como vimos, sempre tiveram o propósito de debelar o processo inflacionário e o atingimento de superávits comerciais para aliviar o balanço de pagamentos do país.

Vimos que o setor externo passou por diferentes fases nesse período, além do fato de a economia brasileira, até recentemente, apresentar um grau relativamente reduzido de abertura externa, com forte variação às oscilações do mercado internacional.

Em determinados períodos, podia-se perceber, claramente, uma persistente sucessão de erros na escolha da melhor política cambial, a que melhor se adequasse àquele momento, numa perspectiva que se apresentava como imediatista e voltada para a obtenção de superávits comerciais, exigência, na maior parte das vezes, dos organismos internacionais, nossos financiadores. Esse caráter oportunista, em nenhum instante, imprimiu à nossa economia um crescimento sustentado, submetendo-a, na verdade, a grandes oscilações e se mostrando extremamente perverso, levando-a a recorrentes episódios de *stop and go*, inibindo os investimentos, transferindo poupança para o exterior e repercutindo negativamente na dívida pública e no emprego.

Tais análises, que remontam ao governo Dutra e se estendem até o ano de 1994, destacam o fato de que o regime cambial brasileiro possui uma lógica intervencionista, que se deve, na sua origem, às crises de divisas advindas das oscilações das receitas remanescentes das exportações de café.

Como reflexo de tais crises, a economia brasileira viveu momentos de intensa turbulência, por meio da volatilidade das taxas de câmbio, de juros e outros parâmetros internacionais, com acentuada instabilidade econômico-financeira, particularmente a partir do preconizado no sistema monetário internacional de Bretton Woods, nos anos 70, com a eliminação do sistema de câmbio de taxas fixas.

Dentro da nossa abordagem, vimos que o ano de 1968 marca o início de um processo de maior abertura do país em relação ao resto do mundo, tendo em vista o fato de que a busca de novas alternativas de desenvolvimento ficou evidenciada pelas alterações introduzidas na área cambial, com a adoção do sistema de minidesvalorizações cambiais.

É importante lembrar que a nova sistemática cambial se apoiava na teoria da paridade do poder de compra, segundo a qual a variação da taxa de câmbio de um país, entre dois períodos, é dada pelo quociente entre o índice de preços internos e externos, subtraído da unidade. Em tais circunstâncias, admitindo que: a) a taxa cambial a partir da qual se inicia a política é de equilíbrio; b) a relação de trocas do país se mantém constante; c) a renda interna e a do resto do mundo se mantêm constantes, o procedimento indicado pela teoria da paridade manteria a taxa cambial em equilíbrio, sem maiores problemas para a balança de pagamentos.

Além disso, assinalamos que, a partir de 1968, o governo tratou de ampliar as exportações por meio de fortes medidas fiscais e creditícias, maior assistência financeira e isenção do imposto de renda nas vendas ao exterior, dentre outras.

Assim, essa maior abertura ao setor externo repercutiu favoravelmente na balança de serviços, que veio a registrar, também, considerável elevação das importações, voltado que estava o país para o crescimento, que se fazia necessário.

Em nossa análise, destacamos que esse período de considerável crescimento, conhecido como “Milagre”, foi interrompido bruscamente, no ano de 1974, com a eclosão da crise do petróleo, cujos preços duplicados deterioraram as relações de trocas do país e promoveram significativa pressão sobre as importações. A opção pela continuidade do crescimento, através da produção de bens e serviços, diferentemente dos demais países do mundo ocidental, que se ajustaram à nova realidade, com a adoção de políticas voltadas para a redução da dependência do petróleo, fez com que o país recorresse a financiamentos externos, indispensáveis ao fechamento do balanço de pagamentos, fortemente afetado com o aumento das importações.

Como havia excesso de liquidez internacional, devido aos superávits árabes, que ampliavam a oferta de recursos com reduzidas taxas de juros, o Brasil não teve dificuldades para fechar as suas contas; este período de crescimento da dívida externa, tornou a situação brasileira ainda mais comprometida ao surgir o segundo choque do petróleo, no ano de 1979, com as importações pressionando a balança comercial e vindo a provocar reflexos diretos no balanço de pagamentos.

Vimos que, apesar da continuidade do crescimento das exportações, a forte pressão advinda das importações fez com que ocorresse rápido incremento da dívida externa, mostrando, claramente, que o país se utilizava de forma acelerada da poupança do resto do mundo.

Uma das maiores dificuldades econômicas por que passou o Brasil, em sua história recente, remonta ao início dos anos oitenta, quando as taxas de juros internacionais (*Prime e Libor*) se elevaram a patamares próximos de 20% ao ano, circunstância que veio a agravar consideravelmente a vulnerabilidade externa, com forte aumento do endividamento brasileiro, situação que culminou com o país recorrendo à ajuda do FMI. Nessas condições, o Brasil teve que se ajustar ao novo quadro econômico, com significativo aumento das exportações – estimuladas por uma maxidesvalorização do cruzeiro – e contenção das importações, muitas vezes, devido à retenção das guias de importação no âmbito da antiga CACEX – Carteira de Comércio Exterior, então vinculada ao Banco do Brasil.

Ao concluir o processo de ajustamento, o Brasil encontrava-se com as suas contas em equilíbrio e, em razão da expansão da economia americana, ocorrida em 1984, teve uma forte demanda por seus produtos, o que fez com que as nossas exportações crescessem, ocorrendo a geração de superávits comerciais elevados e redução no coeficiente de importação de 12%, em 1980, para 7%, além de aumento das reservas cambiais nesse período. Tratava-se de uma clara evidência de que o país estava concluindo o processo de substituição de importações.

A retomada do crescimento, no entanto, numa economia em que a taxa cambial se regulava pelo sistema de minidesvalorizações, além de uma indexação financeira abrangente, fez com que, no ano de 1985, houvesse um recrudescimento da inflação, que atingiu níveis sem precedentes, razão por que a Nova República, à vista do quadro econômico declinante, desse início aos programas de estabilização da economia, através de um choque heterodoxo.

Comentamos em nossa análise que o que se viu foi uma sucessão de erros cometidos nos diversos planos econômicos, adotados a partir de então, com uma dinâmica em que a inflação apresentava queda vertical, após a implantação dos programas e, algum tempo depois, retornava com toda a força, obrigando o governo a implantar medidas alternativas de correção que, na verdade, funcionavam apenas como recursos paliativos, eliminando apenas parte dos seus efeitos.

Sob a nossa ótica, consideramos que a raiz da questão se devia aos recursos do congelamento de preços e da taxa de câmbio, medidas que muito contribuíram pelo malogro das operações, por contrariarem um dos princípios básicos da economia, qual seja, a formação de preços no mercado.

Um assunto, no entanto, percorre toda a nossa análise e se constitui no tema central desta Dissertação: as taxas cambiais como produto de políticas cambiais equivocadas, a sua relação direta com as taxas de juros e os seus efeitos deletérios nas nossas contas externas e na dívida pública.

Neste ponto do trabalho, mais especificamente o Capítulo III, após termos procedido ao estudo dos inúmeros planos econômicos antes referidos, detivemo-nos no único que teve sucesso na finalidade a que, inicialmente, se destinou: o Plano Real.

Implantado em julho de 1994, tratou-se de um Plano concebido no mesmo padrão dos programas de estabilização e ajuste aplicados no período. A política econômica, então vigente, preconizava a articulação entre o aumento rápido das importações e a captação de recursos externos, sendo que a âncora cambial tornou-se a mola mestra desse programa de estabilização, associada a uma política de juros elevados, com o objetivo de conter um inevitável excesso de demanda, que viria, efetivamente, a ocorrer.

Uma das primeiras providências, em termos de política macroeconômica, que vigorou no período compreendido entre 1994 e 1998, teve como fundamento a sobrevalorização da taxa de câmbio, sendo que seu impacto sobre os preços reduziu drasticamente a inflação e provocou um forte crescimento nas importações. Em decorrência de tais medidas, além de provocar significativa desestruturação sobre a produção interna, seus efeitos sobre a balança comercial foram expressivos, através de um déficit comercial preocupante.

A abertura comercial, a sobrevalorização cambial e a captação de recursos externos, além de aumentarem o saldo negativo da conta de serviços, geraram déficits na balança comercial, circunstância que, aliada à forte elevação das taxas de juros, redundou num significativo aumento da dívida externa do país. Por outro lado, a elevação das taxas de juros precipitou um aumento considerável da dívida pública, além do fato de que o país, para manter o câmbio sobrevalorizado, assumiu grande parcela do risco cambial, através dos tomadores de títulos públicos.

Registramos, no particular, que o Plano Real, apesar de ter sido eficaz na estabilização dos preços internos, foi responsável por causar uma forte dependência externa, desorganizar a economia e engessar o crescimento econômico do país.

Os efeitos dessa política cambial equivocada (inicialmente, em julho de 1994, bandas cambiais assimétricas, depois, em março de 1995, bandas cambiais

largas), agravados com as crises mexicana, asiática e russa, em 1995, 1997 e 1998, respectivamente, chegaram ao seu limite, em janeiro de 1999, com a implantação do sistema de câmbio de taxas flutuantes e adoção do sistema de metas de inflação, políticas que permanecem até os dias de hoje. A partir daí, inicialmente com a desvalorização do real, a balança comercial reverteu a sua situação deficitária e, a partir de 2001, passou a registrar superávits comerciais crescentes. Outros problemas, no entanto, permanecem sem solução na economia brasileira.

O Plano Real tem sido considerado o mais bem sucedido programa brasileiro de estabilização da economia. Apesar de seu inegável sucesso, no que se refere ao controle da inflação, depois do malogro de inúmeros planos econômicos similares, crescem, cada vez mais, as críticas a respeito da condução da política econômica. Questões como vulnerabilidade externa, sobrevalorização excessiva do real, taxas de juros elevadas, endividamento público, maior rigor no controle de ingresso de capitais, além do ciclo de endividamento externo do país se constituem em advertências recorrentes que partem de todos os analistas e estudiosos de tais questões.

A prática demonstrou, ainda, que há um indisfarçável consenso sobre as inconsistências da atual política cambial e as dificuldades que pairam no desarme da armadilha da sobrevalorização cambial e dos juros elevados.

De nossa parte, entendemos que a política cambial, ora em vigor, há muito, deu mostras de esgotamento, razão por que registramos, exaustivamente, que juros altos servem para proporcionar grande afluxo de capitais externos de baixa qualidade, voláteis e responsáveis maiores pela sobrevalorização cambial.

É chegada a hora de o país aproveitar esta janela de oportunidade, que se abre à nossa economia, num momento em que há abundância de capitais, liquidez internacional, em que os saldos comerciais não apresentam paralelo na nossa história recente, para darmos um salto de qualidade em direção ao futuro, em direção ao nosso próprio destino.

O atual arcabouço macroeconômico, a despeito da estabilidade monetária, não pode mais voltar-se apenas para o controle da inflação.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, M.C.G. Efeitos da Política Cambial na Balança Comercial do Brasil: 1968 – 1992. **Nova Economia**, Belo Horizonte, ed. especial, p.161-198, 1995.

ALMEIDA, M.C.G.; FONTES, R.; ARBEX, M.A. Retrospectiva dos Regimes Cambiais Brasileiros com Ênfase em Bandas de Câmbio. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v.21, n.1, p.7-43, 2000.

ARIDA, P. Múltiplos Equilíbrios. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.22, n.3, p.123-131, Jul. 1992.

_____. Por Uma Moeda Plenamente Conversível. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.23, p.135-142, jul./set. 2003.

BACHA, E.L. Plano Real: Uma Avaliação Preliminar. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.1, n.1, p.4-26, jun.1995.

BAER, W. **A Economia Brasileira**. 2.ed. São Paulo : Nobel, 2002.

BARROS, L.C.M. de. Opinião Econômica. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p.B2, 20 jun.2005.

BATISTA JÚNIOR, P.N. Globalização Financeira e Regimes Cambiais. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.18, n.2, p.20-30, abr./jun.1998.

_____. **A Economia como Ela É...** 3.ed. São Paulo: Boitempo, 2002.

_____. **O Brasil e a Economia Internacional**. São Paulo: Campus, 2005.

_____. Plano Real à Luz da Experiência Mexicana e Argentina. **Estudos Avançados**, São Paulo, v.10, n.28, set./dez., 1996.

- BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 2.ed. Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- BRASIL. Banco Central. **Consolidação das Normas de Câmbio**. Brasília, 2001. Diversos volumes.
- BRASIL. Banco Central. **[SITE]**. Brasília, 2005. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br> Acesso em: 12 jan.2006.
- BRASIL. **Lei nº 4.131**, de 3 de setembro de 1962. Ementa de Lei. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil/LEIS/L4131.htm> Acesso em: 27 jan.2006.
- BRASIL. Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior **[SITE]**. Brasília, 2006. Disponível em www.mdic.gov.br Acesso em: 4 maio 2006.
- CARCANHOLO, M.D. **A Década Mais do que Perdida** : Vulnerabilidade e Restrição Externas no Brasil nos Anos 90. [São Paulo], [2005]. Disponível em: <http://www.redem.buap.mx/> Acesso em: 23 mar.2006.
- CARVALHO, M.A. **Economia Internacional**. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 2004.
- CASTRO, L.B. Privatização, Abertura e Desindexação: a Primeira Metade dos Anos 90 (1990-1994). In: GIAMBIAGI, F. et al. **Economia brasileira contemporânea: (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005. cap.6, p.141-165.
- _____. Esperança, Frustração e Aprendizado: a História da Nova República (1985-1989). In: GIAMBIAGI, F. et al. **Economia brasileira contemporânea: (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005. cap. 5, p. 116-138.
- COELHO, C.N. Existe ou Não Sobrevalorização Cambial? **Revista de Política Agrícola**, Rio de Janeiro, v.5, n.4, p.3-4, 1996.
- DELFINO NETTO, A. Inflação, Câmbio e Crescimento: Ensaio Especial. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v.51, n.11, p.33-41, n.1997.
- _____. O Plano Real e a Armadilha do Crescimento. In: MERCADANTE, A. (Org.). **O Brasil pós Real: a Política Econômica em Debate**. Campinas: Unicamp, 1997. p.89-100.

ELLSWORTH, T. **Economia Internacional**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 1978.

FERRARI FILHO, F. Do Obituário do Plano Real às Condições de Sustentabilidade da Estabilização. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v.27,n.1,p.84-89, jun.1999.

FERRARI FILHO, F. O Legado do Plano Real: Uma Estabilização sem Crescimento Econômico. **Análise Econômica**, Porto Alegre, n.35, p.6-21, 2001.

FRANCO, G.H.B. **O Desafio Brasileiro**: Ensaio sobre Desenvolvimento, Globalização e Moeda. 2.ed. São Paulo: Editora 34, 1999.

FUNDAÇÃO CENTRO DE ESTUDOS DE COMÉRCIO EXTERIOR. **[SITE]**. Rio de Janeiro, 2005. Disponível em : <http://www.funcex.com.br> . Acesso em: 10 dez.2005.

GARÓFALO FILHO, E. **Câmbios no Brasil**: as Peripécias da Moeda Nacional e da Política Cambial, 500 anos depois. São Paulo: BM&F, 2000.

_____. **Câmbio\$ Princípios Básicos do Mercado Cambial**. São Paulo: Saraiva, 2005.

GIAMBIAGI, F. et al. (Org.). **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

GREMAUD, A. P.; VASCONCELLOS M.A.S.; TONETO JÚNIOR, R. **Economia Brasileira Contemporânea**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2005.

HERMANN, J. Reformas, Endividamento Externo e o “Milagre” Econômico (1964-1973). In: GIAMBIAGI, F. et al. **Economia Brasileira Contemporânea: (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005. cap. 3, p. 69-92.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **[SITE]**. Brasília, 2005. Disponível em : <http://www.ipea.gov.br> Acesso em 10 dez.2005.

LACERDA, A. C. et al. **Economia Brasileira**. São Paulo: Saraiva, 2000.

LANZANA, A.E.T. O Setor Externo da Economia. In: PINHO, D.B.; VASCONCELLOS, M.A.S. **Manual de Economia**. 2.ed. São Paulo: Saraiva,1997. p.448-460.

MARINHO, H.J.M. **Política Cambial Brasileira**. São Paulo: Aduaneiras, 2003.

PECHMAN, C. **O Dólar Paralelo no Brasil**. Rio de Janeiro: Paz e Luz, 1984.

PEREIRA, L.C.B. Macroeconomia do Brasil pós-1994 . **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 21, n.40, p.8-37, 2003.

_____; NAKANO, Y. Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade. **Revista de Economia Política**, São Paulo v.22, n.2, p.03-27, abr.2003.

_____; _____. Crescimento Econômico com Poupança Externa? **Revista de Economia Política**, São Paulo v. 23, n.2, p.03-27, abr./jun. 2003.

RATTI, B. **Comércio Internacional e Câmbio**. 9.ed. São Paulo: Aduaneiras, 1997.

SAYAD, J. Observações sobre o Plano Real. In: MERCADANTE, A. (Org.). **O Brasil pós-Real: a Política Econômica em Debate**. Campinas : IE/Unicamp,1997. p.71-88.

SILVA, M.L.F. Plano Real e Âncora Cambial. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.22, n.3 (87), p.9-11, jul./set.2002.

SOUZA, F.E.P. O Regime de Câmbio Flutuante numa Etapa de Transição. **Análise Econômica**, Rio de Janeiro, n.15, p.59-77, mar.1991.

_____. O Novo Regime Cambial Brasileiro e suas Conseqüências para a Política Econômica. **Textos para Discussão**: BNDES, Rio de Janeiro, n.18, p.5-55, 1993.

TAVARES, M.C. A Economia Política do Real. In: MERCADANTE, A. (Org.). **O Brasil pós-Real: a Política Econômica em Debate**. Campinas: IE/Unicamp,1997. p.101-129.

TEIXEIRA, L. P. **Dívida Pública, Juros Reais e Investimentos** : Uma Visão Crítica. [Belo Horizonte], 2005. Disponível em: <http://www.cbicdados.com.br/> . Acesso em: 23 mar.2006.

VIANNA, S.B.; VILLELA, A. O pós-Guerra (1945-1955). In: GIAMBIAGI, F. et al. **Economia brasileira contemporânea: (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005. cap. 1, p. 21-44.

VILLELA, A. Dos “Anos Dourados de JK” à Crise Não Resolvida (1956-1963). In: GIAMBIAGI, F. et al. **Economia brasileira contemporânea: (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005. cap.2, p.45-68.

ZINI JÚNIOR, A.A. Teoria da Determinação da Taxa de Câmbio. **Revista Brasileira de Economia**, São Paulo, v. 40 n.3, p.257-283,1986.

_____. **Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil**. São Paulo: FEA/USP, 1993.

_____. Política Cambial com Liberdade ao Câmbio. In: BAUMANN, R. (Org.). **O Brasil e a Economia Global**. Rio de Janeiro: Campus/SOEET, 1996. p.109-131.