



FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS - SP  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA  
MESTRADO EM ECONOMIA

A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CâMBIO NO BRASIL: 1989 -1995  
Dissertação de Mestrado

José Marcos Barreto Vieira

São Paulo, SP  
1998

A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CÂMBIO NO BRASIL: 1989 -1995

José Marcos Barreto Vieira

Orientador: Guillermo Roberto Thomas Málaga Butron

Dissertação Apresentada  
ao Programa de Mestrado  
em Economia de Empresas  
da Escola de  
Administração de Empresas  
de São Paulo (EAESP-  
FGV).

São Paulo, SP  
1998



Fundação Getúlio Vargas  
Escola de Administração  
de Empresas de São Paulo  
Biblioteca



473/99



1199900473



Escola de Administração de Empresas de São Paulo	
Data 06.04	Nº de Chamada 336.745
Tombo 473/99	V658e Dis

2.1

0025-74660

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Guillermo Roberto Thomas Málaga Butron - Orientador

Prof. Dr. Samuel de Abreu Pessoa

Prof. Dr. Marcos Fernandes G. da Silva

## AGRADECIMENTOS

A conclusão de um trabalho só é possível com a ajuda de muitas pessoas que estando próximas ou distantes sempre contribuem para a finalização de uma tarefa, direta ou indiretamente.

Em primeiro lugar devo agradecer sempre a Deus que tem suprido todas as necessidades e dado forças para continuar numa batalha incessante que é a vida, e portanto para Ele toda honra e toda glória pelos séculos dos séculos.

Aos meus pais meus sinceros e fraternos agradecimentos. Pois, sem dúvida foram eles que me ajudaram a chegar neste objetivo e me incentivaram a não parar em meio às dificuldades. Foram eles que no decorrer de minha vida, sempre fizeram por buscar e trazer o melhor para mim tanto na educação formal quanto na informal, com seus exemplos e conselhos, dando-me condições de poder obter a maior riqueza que tenho: o conhecimento.

Aos amigos e familiares que presentes ou não, contribuíram com seus incentivos e apoio, e me traziam sempre ânimo para continuar na busca dos meus objetivos qualquer que fossem as dificuldades, meu muito obrigado.

Um agradecimento especial quero externar ao meu orientador, Prof. Guillermo Tomás Málaga Butron que com sua paciência e disponibilidade sempre me orientou incansavelmente.

E finalmente dedico este trabalho ao meus dois avós "in memoriam", que se foram quando fazia o curso.

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	7
2. A CONVERSIBILIDADE DA MOEDA E OS REGIMES CAMBIAIS.....	17
2.1. Os controles cambiais.....	18
2.1.1. Os controles cambiais no Brasil do pós-guerra ...	26
2.2. Determinando a taxa de câmbio.....	44
2.2.1. A abordagem dos alvos reais.....	51
2.2.2. A abordagem da âncora nominal.....	54
2.3. A conversibilidade da moeda doméstica.....	58
2.3.1. A conversibilidade interna.....	59
2.3.2. A conversibilidade externa.....	61
2.3.2.1. A conversibilidade da conta corrente.....	62
2.3.2.2. A conversibilidade da conta de capital.....	64
2.4. Propriedades dos diferentes regimes cambiais.....	67
2.4.1. O regime de taxas de câmbio fixas.....	67
2.4.2. O regime de taxas de câmbio flutuantes.....	72
2.5. O Regime de "Bandas Cambiais".....	78
3. A REGULAÇÃO A REGULAMENTAÇÃO DO MERCADO DE CÂMBIO NO BRASIL.....	91
3.1. Introdução.....	91
3.2. A relação do banco central com o mercado de câmbio.....	93
3.3. Da normatização dos fluxos cambiais nos anos 50 ao segmento de taxas flutuantes nos anos 90: conflitos e complementaridade.....	107
3.4. O surgimento do segmento de taxas flutuantes: uma proposta inicial de liberalização cambial.....	125
3.5. O segmento de taxas livres - em busca de mais liberdade para o câmbio.....	133
3.6. O aperfeiçoamento das normas e da relação entre o Banco Central e o mercado cambial.....	138
3.6.1. 1990 - As primeiras flexibilizações a saída de capitais.....	139
3.6.2. 1990 - O começo do governo Collor e as primeiras captações de recursos securitizados.....	143
3.6.3. 1991 - as aplicação dos capitais estrangeiros nas	

bolsas brasileiras e os leilões cambiais.....	147
3.6.4. 1992 - a crise do impeachment e o aumento das intervenções do governo no mercado cambial.....	154
3.6.5. 1993 - a preocupação em restringir o capital estrangeiro.....	169
3.6.6. 1994 - o plano real e uma maior liberdade na determinação da taxa de câmbio.....	176
3.6.7. 1995 - os reflexos da crise do México sobre o regime cambial brasileiro.....	194
 4. A LIBERALIZAÇÃO CAMBIAL.....	200
4.1. As condições para a liberalização cambial.....	209
4.2. O início do processo.....	213
4.3. O processo de liberalização.....	219
4.3.1. Recuos e avanços.....	225
4.3.2. Vantagens e desvantagens.....	236
4.3.2.1. O desalinhamento Cambial.....	240
4.3.2.2. As reservas Internacionais.....	249
 5. OBSERVAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO.....	255
6. BIBLIOGRAFIA.....	265
 Anexo 1. Mudanças da legislação e do regime cambial no Brasil - 1988/95.....	270
Anexo 2. Gráficos.....	281

## 1. INTRODUÇÃO

Após 1989 algumas alterações substanciais foram promovidas no mercado cambial brasileiro, mas a principal foi a divisão do mercado de câmbio oficial em dois segmentos denominados: de flutuante e livre. Com a criação destes segmentos estavam sendo dados os primeiros passos na diminuição da rigidez dos controles cambiais. Mudanças estas direcionadas a aumentar a conversibilidade da moeda nacional.

Como o país sempre teve controles cambiais que se traduziam em taxas de câmbio mais apreciadas para alguns setores da economia desde o início dos anos 50, com a interrupção dos fluxos de capitais com a crise da dívida no anos 80, o país se viu obrigado a aumentar os superávits em contas correntes através de uma taxa de câmbio mais desvalorizada, e estes movimentos na taxa de câmbio se refletiram na capacidade de absorção de poupanças externas em contas correntes da economia, em toda a década de oitenta e parte da noventa.

Dentro deste contexto, o fato do país necessitar de uma maior inserção da sua economia com o exterior, ensejou os estudos de um mercado com taxas flutuantes e a sua concretização.

Com o segmento de taxas flutuantes em 1989 e o segmento de taxas livres em 1990, o mercado cambial brasileiro era modificado no que diz respeito a legalização de operações cambiais que antes apenas existiam no mercado paralelo. Estes passos começaram a ser dados quando o governo entendeu que: os controles cambiais não podiam inibir a mobilidade de capitais e a sua eficiência tornava-se precária, principalmente, quando o capital desejava sair.

Pela ótica dos críticos, os controles cambiais sempre serviram apenas para aumentar os custos de transação da economia, e conseqüentemente, o seu grau de abrangência sobre o fluxo de divisas sempre foi ampliado, pois o mercado encontrava novas formas de se desviarem dos controles, e necessariamente o governo deveria cobrir esta laguna com novos controles.

Ao lado dos defensores, os controles deviam ser utilizados como viabilizadores de preços mais baixos para a importação de bens "essenciais" necessários ao desenvolvimento do país. Esta prática foi bastante disseminada na década de 50 e parte da 60, pois evitavam uma subida inesperada das importações por produtos externos que se fizeram presentes.

No Brasil as principais características dos controles cambiais estiveram ligadas diretamente a três



fatores: evitar a saída de poupança doméstica, deixar a taxa de câmbio mais desvalorizada e isolar a economia de choques externos.

Os dois primeiros fatores não foram capazes de obter o resultado esperado, mas a preocupação de amortecer os choques externos sempre foi um fator importante, e é este fato que ainda leva à discussão da necessidade da manutenção de controles cambiais na economia mundial, principalmente pelo aumento da mobilidade de capitais ter crescido, e ter se aperfeiçoado e criado novos meios mais complexos de burlar os controles. Este processo está ocorrendo ao mesmo tempo que os controles não conseguem acompanhar a evolução dos mecanismos utilizados para fuga de capitais.

Passado quatro décadas a sua importância nos anos 90 já não era mais obter preços mais baixos de importação, mas sim uma consequência direta da crise cambial pelo qual o país passou na década de 80, e que condicionou o fluxo de capitais em toda esta década e parte da década de 90.

Meses antes da centralização cambial ser imposta pelo Banco Central, criou-se o segmento de taxas de câmbio flutuantes, dando-se início a um processo amplo e profundo de liberalização cambial, pois se abriu precedentes legais que até antes não existiam, e que

deixavam o país completamente fora de muitas operações cambiais existentes no sistema financeiro internacional, além de quebrar um histórico de controles sobre as operações cambiais efetuadas por residentes e não residentes neste país.

É fato que os controles administrativos são cada vez menos eficientes como resultado da crescente integração comercial, financeira e dos mercados, entre as economias industrializadas. Isto se confronta com o aumento da conversibilidade, a tal ponto que notoriamente o seu aumento eleva a competição internacional, e se um país apresenta vulnerabilidade externa isto lhe aumenta a fragilidade, pelo grande volume de capital que pode entrar e sair da economia rapidamente e provocar uma retração financeira. Num quadro de fuga de capitais a tendência será a elevação da taxa de juros interna para não permitir a desvalorização da moeda.

Como o pressuposto de uma abertura financeira trás consigo a equalização entre as taxas de juros doméstica e internacional. Havendo a introdução simultânea de um sistema de taxas de câmbio flutuantes com conversibilidade plena da moeda, o surgimento de um diferencial de juros trará consigo uma apreciação da taxa de câmbio, com seu reflexo final sendo sentido na queda da produção interna e no aumento do desemprego, em

consequência das quedas na competitividade dos produtos exportáveis e na receita de exportações. Que por sua vez promoverá um aumento do desemprego no setor de exportáveis e migração de recursos deste setor para o setor de não exportáveis.

Ou seja, deixar de ter controles cambiais, que é a face de um mesmo processo de aumento da conversibilidade. Poderá trazer retrocessos pelo aumento da conversibilidade da moeda quando se pressupõe o aumento da volatilidade de capitais neste contexto econômico.

O questionamento está nos benefícios obtidos no processo de convivência entre o relaxamento dos controles e o aumento da conversibilidade, até o momento que esteja completada a liberalização cambial.

Levando em consideração que as intervenções do Banco Central sempre acontecem com o objetivo de diminuir flutuações indesejadas no câmbio afim de impedir possíveis expectativas de valorização ou desvalorização da moeda, com o intuito de proteger a cotação real da taxa de câmbio, bem como inibir qualquer ação de choques externos negativos que se reflitam no mercado de câmbio.

Então como a liberalização cambial implicará numa redução do grau de autonomia das políticas macroeconômicas, este fato trará a necessidade de um

maior volume de reservas internacionais para garantir a mobilidade de capital.

No Brasil este processo de liberalização, foi acompanhado por aumento na margem de arbitragem e no excesso de liquidez internacional provocado pela diminuição das taxas de juros, tendo como resultado um deslocamento da oferta no seu mercado cambial; e as primeiras alterações foram sentidas na captação de recursos externos.

A partir de 1990 as mudanças promovidas no mercado cambial passaram pelo estímulo a captação de recursos externos pela emissão dos títulos *commercial papers*, *bônus* e *notes*; e a adoção de uma taxa de câmbio flutuante. Devendo ser destacado que, em 1990, a afluência de recursos decorrentes do lançamentos de *comercial papers*, dos mais de U\$S 850 milhões dos empréstimos em moeda registrados na conta de movimentação de capital, os *comercial papers* representaram mais de 80% do total, com mais de U\$S 690 milhões.

A partir em 1991 a captação recursos no exterior e a redução em 100% no imposto de renda sobre as remessas de juros, comissões e despesas estimulou as emissões de *Floating Rate Notes*, *Fixed Rate Notes*, *Floating Rate*

*certificates of Deposit, Fixed rate Certificates of Deposit e Bônus.*<sup>1</sup>

Nos anos que seguiram até a adoção do Plano Real a preocupação central do país foi inegavelmente a inflação em função do fracasso do Plano Collor. Neste período a preocupação da política econômica era manter o controle sobre os fatores que expandiam a oferta de moeda e se refletiam sobre os preços.

A partir de 1991 a aceleração das minidesvalorizações trouxeram a taxa real de câmbio para níveis mais realistas e ajudaram a melhorar o saldo em transações correntes, pois a valorização real da taxa de câmbio promoveu uma retração dos fluxos de divisas comerciais, que tanto afetaram a exportações de *tradables* como a produção interna. A partir de 1992 teve-se um processo de valorização crescente da moeda que se agravou com o Plano Real, e se refletiu no surgimento de déficits na balança comercial.

Se de um lado, a entrada de capital era estimulada pela queda dos juros externos, e voltava a fluir voluntariamente para o país, de outro ele também trazia consigo um efeito deletério para o controle da inflação, pois o governo ao não permitir uma maior valorização da

---

<sup>1</sup> É importante lembrar que companhias como Petrobrás e Vale do Rio Doce fizeram suas primeiras emissões de Eurobônus, em 1991, sendo seguidas por diversas instituições

moeda, passou a esterilizar os fluxos cambiais e acumular reservas internacionais, que eram necessárias para dar uma âncora cambial como fundamento de uma plano de estabilização.

Seguidamente, este acúmulo de reservas elevava a dívida interna e limitava a ação do governo sobre o controle do déficit público (que já era consenso quanto a sua contribuição no processo inflacionário), além do que não dava para o país se limitar apenas a esterilizar a entrada de recursos, tendo em vista a necessidade de se aumentar as taxas de juros interna para estimular o mercado a "comprar" a dívida interna.

Entre 1992 e o início do Plano Real a política de acúmulo de reservas internacionais foi implementada de tal forma que o seu crescimento foi substancial. Muito embora o governo tenha alterado algumas regulamentações quanto a entrada de capitais, afim de diminuir o impacto expansionista da entrada de capitais sobre a base monetária, como por exemplo:

- a)proibir investidores estrangeiros de aplicarem recursos em títulos de renda fixa, incluindo as NTN's cambiais;
- b)proibir investimentos em debêntures;
- c)proibir operações de box de opções;

---

financeiras e não financeiras dos setores público e privado, fruto dos incentivos a captação de recursos externos dadas pelo governo.

d) Proibir os investimentos em NTN's cambiais como moeda de privatização; e,

e) criação do IOF para algumas aplicações de capitais externos.

Com o plano Real, inicialmente o Banco Central passou a intervir de maneira esporádica no mercado de câmbio, não se preocupando em evitar a valorização da moeda; buscando assim seguir a flutuação pura do câmbio num primeiro momento.

Como as contas externas vinham se agravando e foi observado uma apreciação cambial significativa após a implantação do Real, mudou-se de estratégia e se voltou a intervir no câmbio após setembro de 1994. Nos meses que se sucederam a situação externa do país se agravou ainda mais, e com a crise mexicana em dezembro de 1994 as mudanças no câmbio se tornaram mais urgentes tendo em vista a mudança no ambiente econômico externo.

O resultado foi o aumento da volatilidade dos fluxos externos que culminaram numa perda substancial de reservas no primeiro trimestre de 1995, que suscitou a necessidade do Banco Central em março, mudar do regime de taxas flutuantes para o regime de "banda de flutuação cambial", numa tentativa de trazer flexibilidade a taxa de câmbio nominal ao mesmo tempo que não perdesse o controle sobre ela, por que a autoridade

monetária podia controlar a taxa central e intervir quando a taxa se aproximasse de sua banda superior ou inferior.

Neste período da economia brasileira foram vários os experimentos na área cambial, tanto na forma de determinação da taxa de câmbio quanto na regulamentação dos fluxos de divisas; e na verdade, os grandes avanços se processaram na liberdade trazida ao mercado cambial com o segmento de taxas flutuantes, buscando reduzir o risco de conversão da moeda doméstica e trazer com isso menos instabilidade as transações cambiais do país.

Sendo importante deixar claro que a plena conversibilidade da moeda é possível em um ambiente de estabilidade de tal maneira que não se registre retrocessos, bastando para isto ver o caso das nações industrializadas da OECD, onde são verificados exemplos clássicos de completa abertura da conta de capital e da inexistência de controles administrativos sobre os fluxos de capitais, com gradualismo e condições de equilíbrio interno nos seus processos de implantação.



## 2. A CONVERSIBILIDADE DA MOEDA DOMÉSTICA E OS REGIMES CAMBIAIS

A noção de regime cambial tem duas acepções diferentes que estão relacionadas diretamente um ao sentido jurídico e outra ao econômico.

No nível jurídico, o regime cambial é observado segundo um conjunto de leis, normas e práticas que regulamentam as transações comerciais e financeiras com divisas.

No nível econômico, definiu-se como regime cambial a regra que determina a taxa de câmbio, ou seja, qual é o tipo de política cambial que está sendo adotada, onde o foco central é visualizar a que nível está o grau de intervenção da autoridade monetária na determinação da taxa de câmbio e se no caso, são seguidas as regras de mercado ou alguma regra predeterminada para correções cambiais.

Esta parte do estudo tem por objetivo descrever, baseados numa argumentação mais econômica que jurídica, as principais características dos regimes, suas variantes e limitações, e os controles administrativos.

Um ponto a ser destacado a partir destas argumentações acima apresentadas são as duas principais características definidoras de um regime cambial:

-a) como é determinada a taxa de câmbio.

b) qual é o grau de conversibilidade da moeda doméstica.

## 2.1. OS CONTROLES CAMBIAIS

Como é sabido o governo pode influenciar o mercado de câmbio de duas formas: uma através dos instrumentos clássicos de política monetária e fiscal, atuando conforme for o caso, com cada um deles por vez ou com uma combinação de políticas e também através dos controles cambiais.

O argumento básico e comumente exposto para a defesa da aplicação dos controles cambiais tem como princípio: a preocupação que a liberalização cambial possa acarretar apenas a saída incontrolável de divisas, tornando a economia externamente vulnerável a choque adversos que podem aumentar ainda mais a instabilidade macroeconômica do país.

Com base no argumento exposto acima, intrinsecamente, os controles cambiais têm um fator resultante com a sua implementação: retirar o poder de conversibilidade da moeda nacional.

O resultado obtido, *a priori*, no momento em que a conversibilidade é modificada, está em se restringir (ou retirar-se) a capacidade dos agentes econômicos de

poderem fazer livremente a troca entre as moedas nacional e a estrangeira, partindo do pressuposto que os preços sejam determinados segundo as ações de compra e venda dos próprios atores econômicos envolvidos no mercado cambial.

Um ponto importante na aplicação dos controles cambiais está no fato de que, uma vez retirado o mecanismo de liberdade do mercado em gerir a incompatibilidade entre oferta e demanda, a tendência para a ampliação do campo de atuação dos controles torna-se rápida, afim de poder cobrir lacunas abertas pela atuação dos agentes, para coibir possíveis atividades não atingidas pelas regulamentações dos controles.

No que diz respeito as intervenções sobre o mercado de câmbio afim de poder ser retirada o poder de conversibilidade da moeda, ela pode ocorrer de duas formas: indireta ou direta.

Quando as intervenções sobre a conversibilidade são indiretas, o controle pode tomar a forma de impostos ou subsídios incidindo sobre as operações de câmbio. No caso da utilização de um imposto, o instrumento classicamente utilizado é o imposto sobre as operações de financeiras (IOF), com uma taxa que incida sobre o montante dos fluxos internacionais de capital transacionados.

Na verdade, o IOF é um instrumento de política econômica tanto quanto o imposto de importação e

exportação, só que atuando sobre operações não comerciais.

Noutra situação, existe o controle direto que se dá por meio de restrições, vedações e proibições de todas as maneiras, ou seja, o controle atua, por exemplo, com uma taxa de câmbio mais desvalorizada que a taxa que equilibra o mercado ou através de cotas, onde a prática cambial adotada atua severamente sobre as operações cursadas na balança comercial, principalmente com o intuito de reduzir os déficits comerciais ou ajudar no gerenciamento de crises cambiais.

Um esclarecimento a ser feito está na terminologia, pois ao ser utilizado o termo controle cambial está se dando uma conotação mais microeconômica ao problema, onde são ressaltados os aspectos da eficiência na alocação de recursos. Se por outro lado, dermos uma conotação mais macroeconômica ao termo estamos abordando o assunto com relação ao poder de conversibilidade da moeda que é retirado, onde estão enfatizados os controles como um instrumento auxiliar das políticas monetária e cambial.

As restrições quantitativas tem tipicamente envolvido limitações nas seguintes operações:

a) posições de ativos e obrigações mantidas por instituições financeiras domésticas (especialmente bancos);

b) operações domésticas de portifólio (conjunto ou carteira de investimentos) externo e pelas efetuadas por instituições financeiras estrangeiras;

c) sobre os bens e patrimônios reais;

d) sobre os investimentos diretos promovidos por instituições não bancárias com sedes e controle administrativos no exterior;

Em muitos dos casos, os investimentos diretos estrangeiros sofrem restrições dependendo do caso estudado e da situação e a sua concretização torna-se possível, segundo critérios determinados e pré estabelecidos pelos governos quanto a necessidade, a viabilidade e o retorno dos investimentos, que muitas vezes mesmo satisfazendo plenamente os critérios previamente estabelecidos, não são permitidos por conta de questões de soberania nacional.

Há também, o caso em que as restrições cambiais envolvem o gerenciamento de sistemas de taxas de câmbio dual e múltiplas, ou seja, os países adotam um sistema cambial onde existem taxas de câmbio distintas para transações comerciais e financeiras. O que se observa nestas sistemáticas de câmbio são as aplicações de taxas comerciais controladas rigidamente pelo governo para as operações inseridas na conta de transações correntes, e

uma taxa financeira com livre flutuação, para as demais operações do mercado câmbio.

O elemento chave para determinar a eficiência para esta sistemática, está no grau ao qual as transações nas contas de capital e corrente são mantidas separadas. Com o objetivo de alcançar uma perfeita segmentação nestas operações é necessário que haja um conjunto de regulações que definam a forma (compra e venda) e a natureza (comercial e financeira) das transações na conta de capital e corrente, tentando assim estabelecer um pleno controle sobre as transações cambiais para residentes e não residentes, ainda que haja entre os setores canais de comunicação e a autoridade monetária mantenha instrumentos ágeis de intervenção nos diversos segmentos do balanço de pagamentos.

O ponto negativo na aplicação das regulações para o gerenciamento de sistemas de taxas de câmbio múltiplas ou dual estão nos custos administrativos impostos ao sistema por conta das restrições quantitativas que incidem sobre os fluxos de capitais e mercadorias, proporcionando um maior retorno para as operações que serão cursadas no mercado paralelo de câmbio.

Através da experiência histórica das economias do pós-guerra, os controles cambiais foram adotados tendo base vários fundamentos.

Primeiro, ajudar a gerenciar as crises de balanço de pagamentos ou instabilidades na taxa de câmbio causadas pela excessiva volatilidade dos fluxos de capitais de curto prazo. Estes motivos tornam muito factíveis a utilização dos controles nos países que seguiram regimes de taxas flutuantes ou uma variante próxima, e principalmente, onde os fluxos de capitais especulativos são de curtíssimo ou curto prazos, pois eles causam problemas às autoridades monetárias no gerenciamento da política monetária, forçando-as a metas monetárias de curto prazo que provocam:

a) flutuações nas taxas de juros, que se refletem diretamente na poupança interna e no investimento;

b) bruscas alterações nos níveis de reservas internacionais; e,

c) a necessidade de esterilização de tais influxos, afim de não se monetizar a economia.

O instrumento, freqüentemente, visto como uma forma de limitar estes fluxos especulativos de capitais de curto prazo são os impostos sobre transações financeiras de curto prazo, pois eles diminuem o retorno esperado dos ativos e reduzem o diferencial dos juros entre duas economias.

Segundo, dar condições aos países em desenvolvimento de reter a poupança doméstica escassa para o financiamento do investimento doméstico, restringindo a aquisição de ativos estrangeiros e limitando os não residentes de serem proprietários dos fatores de produção doméstico. Como o ambiente de incerteza econômica é diretamente proporcional a volatilidade e a fuga de capitais, e como este ambiente existe e está positivamente correlacionado a um histórico de crise e instabilidade políticas, ensejando assim instabilidade macroeconômica - e se admitindo que os poupadores na sua maioria são avessos ao risco - a necessidade desses poupadores de preferirem manter significativas partes de suas riquezas na forma de ativos externos, com um retorno certo, é natural. Em função deste fator é que se tem argumentado a necessidade da atuação do controle cambial para reduzir o retorno dos ativos externos com o intuito de possibilitar a retenção da poupança doméstica.

Terceiro, um fator extremamente considerado para a aplicação de controles cambiais está no seu poder de amortecer os impactos dos choques externos adversos sobre a autonomia e eficácia das políticas macroeconômicas, e a baixa capacidade de resistência frente aos fatores externos desestabilizadores. Neste caso, é necessário haver um aparato de controles com o objetivo de dar ao



governo instrumentos que lhe assegurem capacidade em ter autonomia para a intervenção e o gerenciamento da condução da política econômica interna.

Quarto, manter a capacidade de tributação das autoridades governamentais sobre as atividades financeiras, renda e riqueza dos residentes e não residentes, que porventura tenham ou venham a ter relações comerciais e financeiras com o país. Como, naturalmente, nas economias em desenvolvimento há uma parte do capital residente que se desloca para atividades financeiras e de portfólio externo, afim de evitar a taxaço ou que tenham o interesse de atuarem ilegalmente, a atuação dos controle nestas situaçoes limita a manutenço dos ativos externos pelo setor privado; e o objetivo do governo por detrás desta política é evitar a perda de reservas internacionais e possibilitar um possível ganho de informaçoes sobre o nível de ativos externos mantidos por residentes.

Contudo, o arcabouço teórico dos controles cambiais, na sua essência, trazem consigo a necessidade de se criar um sistema de defesa eficiente para as transaçoes comerciais e financeiras com a economia do resto do mundo, para que a economia doméstica aberta possa fazer frente aos desequilíbrios do balanço de pagamentos em um contexto de racionamento de divisas, sem que o seu

resultado possa levar as autoridades econômicas modificarem radicalmente os níveis das variáveis macroeconômicas.

#### 2.2.1. OS CONTROLES CAMBIAIS NO BRASIL DO PÓS - GUERRA

Em 1944 com a reunião de Bretton Woods tinha-se como objetivo o reordenamento do sistema monetário internacional, imediatamente ao pós-guerra. Nesta reunião ficaram acordados os seguintes pontos:

a) estabeleceu-se o dólar norte americano como a moeda central do sistema padrão-ouro divisas.

b) criou-se o Fundo Monetário Internacional (FMI) para financiar os déficits do balanço de pagamentos dos países membros, o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) para financiar o esforço de reconstrução dos países europeus, e o Acordo Geral de Tarifas e Comércio (GATT) com o objetivo de reduzir as barreiras e reorganizar o comércio internacional.

c) Adotou-se o sistema de taxas de câmbio fixas para os países membros, tendo a possibilidade de reajustá-las se houvessem desequilíbrios fundamentais do balanço de pagamentos mediante, prévia aprovação do FMI.

A nível externo, as perspectivas econômicas do Brasil estavam delineadas pelos princípios liberais de

Bretton Woods em virtude do país ter, inicialmente, adotado o sistema a paridade fixa de 18,82 Cr\$/U\$S.

Como um sistema de paridades fixas torna-se insustentável em função das divergências entre as taxas de inflação interna e externa, e no caso do Brasil eram muito superiores a americana, cerca de 20% a.a. entre 1940/45. O resultado foi a apreciação cambial e então começou-se a enfrentar escassez de divisas. Culminando com a obtenção dos sucessivos déficits da balança comercial, levando o Brasil a ter que recorrer aos controles cambiais.

O que se observou no período de novembro de 1946 a junho de 1947, durante o governo Dutra, foi uma curta tentativa da adoção da liberdade cambial, imediatamente após a II guerra mundial, com a abolição de todas as restrições que vigoravam desde a década de 30. Esta estratégia foi adotada para:

a)atender à demanda interna por matérias primas e bens de capital, reprimida durante a II Guerra Mundial; e,

b)utilizar-se da liberalização das importações de bens de consumo, como estratégia antiinflacionária, ao adotar um mercado livre de restrições administrativas e cambiais.

Com o aumento da concorrência das exportações brasileiras, motivado pelo retorno de antigos

participantes do mercado após o termino da segunda Guerra e da alta expressiva dos produtos importados em 1947 (aumento este próximo de 75% em relação ao ano anterior), que impulsionaram ainda mais a queda do saldo comercial.

O governo porém não tinha a intenção de desvalorizar a moeda nacional, optou por retornar com o mecanismo de controle cambial a partir de julho de 1947, com o emprego do sistemas de taxas de câmbio, que inicialmente começou com taxas dual e posteriormente passou ao sistema de taxas múltipla, promovendo a volta da intervenção oficial no mercado de câmbio.

No governo Dutra, a implantação do controle se deu com a instituição do regime de controle de câmbio pela centralização da conta de câmbio e do sistema de acréscimos de compras de produtos estrangeiros, onde somente os bancos autorizados a operar em câmbio estavam obrigados a vender 30% de suas compras de câmbio livre ao Banco do Brasil pela a taxa oficial de compra.

Foi implantado um regime de cooperação entre o governo e os importadores. Pois, quando os compromissos do governo eram atendidos o Banco do Brasil fornecia o câmbio excedente aos importadores, de acordo com uma escala de prioridades que favoreciam, principalmente, os produtos considerados essenciais.

Neste período adotava-se o estabelecimento dos preços artificiais para o câmbio, como uma forma de racionamento de divisas.

Embora o controle cambial tenha sido instituído sem maior rigor e não apresentasse grandes modificações ao sistema de liberdade cambial, na realidade esperava-se com isso, que uma diminuição das restrições do comércio exterior fossem passageiras, e de acordo com a recuperação dos mercados mundiais.

Onde os grandes objetivos desta prática eram reduzir:

- a) os déficits da balança comercial em moeda conversível; e,
- b) o superávit e as reservas em moedas inconvertíveis<sup>1</sup>.

Os fatos históricos que levaram o Brasil a adotar os controles cambiais no pós-guerra foram os seguintes:

- a) antes de 1947 o país tinha superávit comercial em moeda não-conversível e déficit em moeda conversível; De maneira que as reservas em moedas convertíveis estavam reduzidas, surgindo assim a necessidade de controles seletivos de importações;
- b) o fim da II guerra afetou a composição da balança comercial, com o retorno ao

---

<sup>1</sup> HUDDLE, D., Balanço de Pagamentos e Controle de Câmbio no Brasil: diretrizes, políticas e história, 1954 - 64, Revista Brasileira de Economia, 18(1), março de 1964. Pg. 5 a 14.

mercado internacional de antigos fornecedores;

c) o início da recuperação econômica das nações européias que estavam em litígio;

d) a dificuldade de se obter mercadorias da Europa e a preservação da capacidade de fornecimento dos Estados Unidos geravam desequilíbrio externo. E muitos parceiros comerciais que desejavam adquirir produtos brasileiros pouco tinham para oferecer em troca; e,

e) as baixas tarifas alfandegárias que eram cobradas para a saída de capitais.<sup>2</sup>

Em março de 1949, foi adotado o regime de orçamento de câmbio com licença prévia para as importações, na qual sua emissão estava condicionada ao critério de essencialidade do produto e a "lei dos similares".

Este fator limitador as importações atuou como uma reserva de mercado para proteger a indústria, tomando-se por base o fato de que as restrições das importações estavam determinadas na similaridade ou na equivalência do produto nacional, visto a necessidade que o produto importado não tivesse um produto sendo satisfatoriamente produzido no Brasil. Em junho de 1949 o sistema foi prorrogado por mais dois anos, contudo no ano de 1950 os controles foram relaxados.

---

<sup>2</sup>Ver VIANA, S. B., "Política Econômica Externa e Industrialização: 1946-1951". In: Abreu, M. P. (org.). A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989. Campus, RJ., 1992. pg. 108-114. Neste artigo maiores detalhes sobre as medidas adotadas pela política cambial no pós-guerra são extremamente elucidativas, principalmente no que diz respeito aos problemas com os

Com a posse do governo Vargas em 1951, o sistema de licenças prévias de importações foi mantido conjuntamente a uma taxa de câmbio fixa mais apreciada. Logo após esta fase, alguns fatores foram importantes para que houvesse um relaxamento para a liberalização das importações: primeiro, a guerra na Coréia gerou expectativas de um novo conflito a nível mundial que necessariamente provocaria uma escassez de produtos internacionais; segundo, a elevação nas exportações começava a refletir na melhora do saldo da balança comercial; e, terceiro, uma pressão interna sobre os preços persistia fortemente e deveria ser arrefecida através da concorrência dos produtos importados afim de ter um peso antiinflacionário mais forte.

Diante de um quadro, em 1952, de continua sobrevalorização cambial, redução das exportações de algodão em função da crise na indústria têxtil mundial (segundo produto na pauta de exportações brasileiras) e o esgotamento das reservas cambiais conversíveis levaram o governo a incentivar as exportações, inicialmente, através da Instrução n.º 48 da Sumoc, em janeiro de 1953, que classificou as cotações do mercado livre em três categorias: na primeira, os exportadores podiam vender

---

sucessivos déficits em moeda conversíveis e a conseqüente imposição de restrições cambiais diretas como forma de corrigi-los.

15% de sua receita no mercado livre; na segunda, 30%; e na terceira 50%.

Embora houvesse uma melhora nas condições externas do país, a persistência dos desequilíbrios no balanço de pagamentos se mantiveram.

Como consequência foi instituído o "mercado livre" através lei n.º 1807, de janeiro de 1953, que instituiria um sistema de câmbio que coordenava as disponibilidades cambiais e concessões de licenças direcionadas basicamente para a importação e tratamento do capital e lucros estrangeiros.

Na prática o sistema compunha-se de taxas múltiplas de câmbio, com algumas taxas flutuantes. Quanto as exportações haviam cinco taxas de câmbio efetivas:

- a) uma taxa oficial fixa;
- b) três taxas flutuantes com ágios de 15%, 30% e 50%; e
- c) uma taxa livre determinada pelo mercado para o curso das operações financeiras.

No caso das importações, haviam duas taxas:

- a) uma taxa oficial destinada os bens essenciais; serviços; remessas financeiras do governo e rendimentos sobre o capital estrangeiro; pagamentos de juros e amortizações de empréstimos; e



b) uma taxa de livre para o restante das importações e remessas ( $\frac{1}{3}$  do volume total de importações).

O sistema foi abolido em outubro do mesmo ano, mesmo com alguns êxitos na movimentação de exportações, redução de importações e a atração de capitais externos. Na realidade o insucesso do sistema se deu, por que na verdade o que existia era a insatisfação crescente com o sistema em virtude da corrupção e da não satisfação das cotas necessárias para importação.

Uma grande reforma cambial foi efetuada, no mesmo ano, pela Instrução n.º 70 e Lei n.º 2.145 que criaram um sistema de taxas múltiplas de câmbio através dos leilões de promessa de venda de câmbio para cada categoria. O sistema classificava as importações em cinco categorias, segundo o grau de essencialidade, adotando uma taxa de câmbio específica com ágio mínimo determinado pela inflação. Com a posse da promessa de câmbio, o importador levava ao Banco do Brasil no prazo de cinco dias, pagava o ágio, recebia o certificado de câmbio, que após serem checados os preços, dava o direito de retirar a licença para importação.

O resultado destas medidas foi a recuperação da balança comercial no último trimestre de 1953. Com a adoção dos controles obteve-se também como resultado o

crescimento de uma indústria extremamente dependente de insumos e de tecnologia importadas.

Admitindo-se que havia a necessidade de se criar condições para o florescimento de um parque industrial, através de um processo pelo qual o país busca proteger o nascimento de uma estrutura industrial básica; quando se busca viabilizar preços mais baixos para os bens essenciais ao desenvolvimento têm-se o argumento básico na busca do desenvolvimento. O que se consegue enxergar com as práticas dos controles cambiais adotadas neste período foi a possibilidade, e talvez a única naquele momento histórico, de se instituir um equilíbrio para as contas externas brasileiras que resultaria na criação de um ambiente propício para a solidificação do processo de industrialização.

Os argumentos a favor e contra a política de controles no mercado de câmbio, expostos por Campos (1994) para esta fase do desenvolvimento industrial do Brasil, estão nos motivos que buscam mais orientar a discussão para um ângulo que mostra o viés do sistema do que para as virtudes na adoção dos controles cambiais. Ele expôs que o aspecto "positivo era o estímulo à produção interna resultante da combinação de protecionismo tarifário com subvenção cambial implícita para as importações de equipamentos, matérias-primas e

combustível. O raciocínio era que a desvalorização cambial, antes de contida a inflação, redundaria apenas na queda dos preços de café e dos produtos primários exportados, cuja a demanda se supunha relativamente inelástica em termos de preços. O aspecto negativo (...) era criar-se um tipo de industrialização excessivamente dependente de insumos e combustíveis importados. Realisticamente, apontava o relatório que o fomento à industrialização substitutiva de importações (ISI), por via de taxas cambiais sobrevalorizadas e restrição de importações, sobrevivera sua vida útil".<sup>3</sup> Há também que se acrescentar à crítica quanto aos controles cambiais na discriminação imposta por eles com relação a compra e venda de divisas no mercado cambial.

O principal argumento de defesa para a utilização dos controles cambiais está no poder que eles tem de proporcionar preços mais baixos, nas fases iniciais ao desenvolvimento, principalmente, aos bens tidos como essenciais para gerar o progresso.

Outro ponto forte de argumentação para a defesa dos controles está na sua capacidade de evitar aumentos inesperados nos preços dos bens essenciais que são importados. E este argumento é apresentado até, como um fator atenuante de pressões inflacionárias, visto que

---

<sup>3</sup>Ver CAMPOS, R. O., *A Lâmpada na Popa: memórias*. RJ. Topbooks, 1994, p 171.

alterações no comércio internacional via choque de oferta, podem causar uma possível desvalorização cambial e se refletirem em inflação interna. A conclusão a que se chega é que a política cambial deste período se caracterizou por um alto grau de proteção ao mercado interno e que se preocupou em criar o suporte essencial para o início do processo de industrialização do país.

Para proporcionar um maior atrativo para os capitais estrangeiros, em janeiro de 1955, a Instrução n.º 113 da Sumoc, permitiu que os investidores estrangeiros, residentes no país, pudessem importar bens de capital sem cobertura cambial. Deixando de obriga-los a converter as divisas pela taxa do mercado livre. Resultando esta medida, numa maior entrada de capitais estrangeiros para a formação interna de capital das indústria leves e básicas.

Este sistema de taxas múltiplas de câmbio com leilões de câmbio foi alterado significativamente, pelo menos duas vezes: uma em 1955, na qual foi instituída mais de 12 taxas de câmbio, e outra em 1957, com a simplificação de 12 taxas de câmbio para duas: a geral e a especial.

Em 1961, o governo Jânio Quadros, através das Instruções 204 e 208 da SUMOC colocou fim na experiência de leilões de câmbio estabelecendo a desvalorização da

taxa de câmbio com a unicidade cambial, mas como compensação foi criado um depósito compulsório para compras estrangeiras. Porém com a Posse de João Goulart retornou-se ao regime de taxas múltiplas de câmbio.

Graficamente o sistema de controle cambial adotado no período de 1947 até 1967, consistiu na manutenção artificial de uma taxa de câmbio apreciada.

Reportando-se ao gráfico 2 observamos que no eixo vertical está representada a taxa de câmbio nominal -  $e$  - que é definida em unidades como a proporção da moeda nacional pela moeda estrangeira. No eixo horizontal -  $T$  - está representando o volume da quantidade de divisas transacionadas. As retas representadas no diagrama por  $S_0S_0$  e  $D_0D_0$  são respectivamente, as funções de oferta e demanda do mercado de câmbio.

Quando o mercado funcionava livremente, sem que houvesse a intervenção da autoridade monetária, era natural se esperar que o equilíbrio viesse a ocorrer em  $e_0$ ; onde o volume de moeda transacionada seria  $T_0$ . Com a entrada do controle cambial o objetivo seria buscar a taxa de câmbio  $e_1$ , que seria estabelecida artificialmente. Como resultado teríamos um excesso de demanda de divisas da ordem de  $T_2 T_1$ , a partir daí seria necessário administrar o racionamento. Neste caso,

buscou-se apreciar o câmbio para incentivar as importações e estimular as exportações de café e produtos primários. Foi esta a prática adotada a partir de meados da década de quarenta que por conseguinte introduziu o mecanismo de racionamento de divisas.

Em auxílio a tal prática, também era necessário que a autoridade monetária tomasse ações de política pelo lado da oferta através da legislação cambial como, por exemplo: obrigar o fechamento do câmbio para as exportações, com o objetivo de evitar o deslocamento da curva de oferta para a esquerda (resultado do subfaturamento das exportações), como resposta aos que buscavam fugir do controle e continuar operando no mercado paralelo que apresentava um prêmio positivo.

Os efeitos de um câmbio valorizado para incentivar as importações nesta fase da economia brasileira, quando se busca impor condições de que uma indústria substitutiva de importações possa se estabelecer, podem ser apresentados como as seguintes:

a)efeito subsídio- existe quando se valoriza a taxa de câmbio para tornar mais barata a importação de bens de capital, matérias primas e combustível;

b)efeito protecionista - existe quando se restringir a importação de bens mais competitivos que os produzidos para o mercado interno, tomando como parâmetro restritivo a capacidade de um certo bem



poder ser produzido internamente, mesmo que com qualidade inferior; e,

c) efeito lucratividade - este efeito surge como consequência do anterior e age estimulando a produção para absorção interna em confrontação a produção para exportação.

A partir de meados dos anos 60 a sistemática de controles cambiais foi aperfeiçoada. É neste período que é alterada a posição e a inclinação da demanda do mercado de câmbio como instrumento para fixar a taxa de câmbio, conforme gráfico 3. Este tipo de intervenção acontece a partir do momento em que a autoridade monetária autoriza a entrada de ofertantes e demandantes no mercado através de licenças de importação, e ainda se utiliza de mecanismos para forçar os ofertantes a trazerem moeda estrangeira para negociarem no mercado de câmbio.

Quando o governo estabelece quem pode comprar divisas, segundo regras pré-determinadas ou para que fins os agentes estão autorizados a adquirir câmbio, através do deslocamento da demanda para a esquerda surge a necessidade de altera-se a legislação cambial, afim de que a política cambial seja administrada com uma taxa de câmbio mais apreciada.

Nesta sistemática, além de se fixar o preço do câmbio e gerenciar um racionamento de acordo com o grau de escassez existentes, o governo podia vender moeda

estrangeira tomando conhecimento para que fins os agentes econômicos desejavam adquirir cambiais.

Um ponto de destaque para a funcionamento do controle desta forma, estava na maior estabilidade com respeito as normas e regras, chegando-se até a admitir flutuações da taxa de câmbio mesmo com o controle existindo e operando com uma taxa de câmbio mais apreciada.

Sem levar em consideração as distorções que são causadas no emprego dos controles cambiais, esta forma de controle é tida como superior do ponto de vista do ordenamento econômico, pois "a sistemática anterior provocava tensões muito fortes no mercado de câmbio, principalmente pelos extremos a que foi levada, e obrigou a adoção de mecanismos de taxas múltiplas de câmbio, que foram dominantes entre 1953 (lei 1.807, de 07/01/53) e 1961 (instrução 204 da SUMOC), e só definitivamente abandonadas em 1964".

Após 1964 e até 1973 os controles cambiais foram utilizados seguindo um critério que buscava dar apoio e incentivos às exportações, que era realmente uma importante inovação, visto que até antes de 1964 os maiores incentivos governamentais na sua maioria sempre se direcionavam as importações. "Teve-se a partir de então um processo de liberalização de importações com a



introdução de muitos incentivos a exportação em meio a contexto internacional favorável por causa da expressiva expansão comercial e da reorganização do sistema financeiro internacional”<sup>4</sup>.

Vários programas de estímulo as exportações foram implementados por uma série de medidas para o financiamento, desoneração tributária e concessão de subsídios para as indústrias que buscaram dar uma orientação a sua produção para a exportação. A partir de 1968, em meio aos programas de incentivos ao mercado externo, foi instituído o regime de minidesvalorizações cambiais, que manteve a sua características básicas até junho de 1994.<sup>5</sup> Desejava-se com este regime estabilizar a taxa de câmbio real, em virtude da taxa de inflação brasileira ser muito alta em relação a americana.

Primeiro, através do programa Fundo de Financiamentos à Exportação (FINEX) buscou-se financiar as exportações com uma linha de crédito especial para financiar capital de giro as empresas exportadoras. Este programa estava segmentado em dois blocos: havia o programa tradicional, onde as taxas de juros eram

---

<sup>4</sup> Ver OLIVEIRA, G. E ALLAIN, M. The recent brazilian trade liberalization in historical perspective. Texto para discussão - FGV/SP. n. 15. 1992. Pg. 6 a 15. Serão encontradas de forma sucinta as principais medidas em direção a uma maior liberalização comercial entre o período de 1964-73.

<sup>5</sup> Mesmo não se considerando o sistema de minidesvalorização como um meio de se racionar divisas através de controle cambiais, a sua sistemática trazia por detrás desejo de poder manter certa proteção a industria nacional com a tentativa de manter a taxa de câmbio real fixa.

subsidiadas e outro criado pela resolução 509 do CMN que buscava equalizar os juros.

Estes programas ajudaram a manter o mercado de câmbio controlado, sob um equilíbrio aceitável, em virtude de se estimular o aumento da oferta de divisas, que dependendo do produto a ser exportado, havia a necessidade de fechar o câmbio para a liberação das exportações. O FINEX tradicional foi extinto em função das dificuldades financeiras do governo.

Um segundo programa concedia um crédito-prêmio as exportações através da desoneração tributária e devolução de impostos em cerca de 30% com o objetivo de poder tornar a taxa de câmbio mais apreciada. Ele só era concedido com o fechamento do câmbio pelo exportador e tinha como preocupação central tornar o mercado paralelo menos atraente. Como medidas complementares existia a perda de direitos sobre financiamentos oficiais e desoneração tributária para os que desviassem divisas, sem o fechamento do câmbio.

Terceiro, haviam os Benefícios Fiscais a Programas Especiais de Exportação - BEFIEX, criado em 1972, e que foi o mais importante programa de incentivos para exportações nos anos setenta. Ele foi concebido como um programa para que as firmas obtivessem Cambias para importação a um custo mais baixo e em contrapartida,

seriam responsáveis em posteriormente orientarem a sua produção para exportações. O BEFIEX buscou incentivar a indústria exportadora e foi extinto por força de regulamentação do GATT.

Primordialmente o mercado de câmbio neste período trabalhava com uma taxa de câmbio apreciada para importações. Mas, por outro lado, Os incentivos fiscais buscavam impor uma desvalorização a taxa de câmbio para as exportações por meios indiretos. Ver-se que os programas atuavam basicamente através de uma sistemática de taxas de câmbio múltiplas, de acordo com a especificidade de cada caso.

As principais vantagens deste sistema eram os seguintes:

- a)estabilizar a renda real dos exportadores, pois a taxa de câmbio real tornava-se praticamente fixa, mesmo com uma taxa de inflação interna mais alta;
- b)manter o grau de proteção efetiva a indústria nacional em relação às importações, ao não permitir a tendência de valorização cambial à médio e longo; e,
- c)evitar os ciclos de liquidez e de reservas cambiais, e a especulação, provocados pelo antigo sistema de revisão cambial em degraus longos e inesperados.

Mas, como nem tudo era positivo, um ponto negativo deste mecanismo estava na introdução da indexação

cambial, que posteriormente viria ser um realimentador das pressões inflacionárias e foi minado pela própria aceleração da inflação, à medida que a curva ascendente de preços apresentava uma taxa de crescimento maior do que a curva de correções da taxa de câmbio nominal em toda década de 70 e 80.

## 2.2. DETERMINANDO A TAXA DE CÂMBIO

Quanto a regra de determinação da taxa de câmbio, há duas situações em que não há a necessidade do exercício da política cambial, que por definição são: a fixação pela autoridade monetária de um valor permanente para a taxa de câmbio ou a flutuação pura, onde a taxa de câmbio se ajusta de acordo com as preferências dos demandantes e ofertantes autorizados a operarem no mercado de câmbio.

Ao longo deste século foram predominantes alternativas intermediárias destas duas vertentes apresentadas, havendo uma grande diversificação das alternativas utilizadas a nível internacional.

O que se tem na experiência internacional, mostrou que as formas mais utilizadas de regime cambial foram as taxas fixas ajustáveis - onde há um alto grau de intervenção da autoridade monetária no mercado de câmbio, mas se permite correções cambiais; até a flutuação

administrada, na qual as nações operam com taxas flexíveis e freqüentemente tentam influenciar o valor da sua moeda realizando operações na compra e venda de divisas através de freqüentes leilões cambiais.

Na literatura teórica em geral, nem um dos dois extremos - a fixação permanente da taxa de câmbio ou a completa flexibilidade da taxa de câmbio - são consideradas ótimas na busca da estabilidade macroeconômica, do ponto vista do bem-estar social. Ao invés disso, defende-se a utilização de algum grau intermediário entre a flexibilidade e a fixação, como um sistema que provavelmente sucederá uma estabilização econômica em resposta a choques aleatórios de demanda que estão sempre presentes logo após um plano de estabilização, como reflexo do efeito conjunto da renda, riqueza e preço.

No Brasil, as experiências se processaram através das taxas fixas controladas pelo governo com um elevado grau de restrição cambial, que inicialmente, logo após a segunda guerra buscaram ajustar as contas externas. Embora se ressalte que deste período até aos últimos anos da década de 80 mantiveram-se estas características básicas tendo por motivação principal: poder manter o poder de competitividade internacional, ao tentar estabilizar as flutuações na taxa de câmbio real como



reflexo de volatilidade da taxa de câmbio nominal provocada por pressões inflacionárias.

No início da década de noventa, com os três primeiros meses do governo Collor passou-se por uma experiência frustrada de flutuação pura, que promoveu o retorno a correção diária da taxa de câmbio até a implantação do plano Real. Situação na qual se adotou novamente o sistema de taxa de câmbio flutuante, até o episódio da crise mexicana, quando a partir de então se utilizou o sistema de bandas cambiais.

Como o gerenciamento da taxa de câmbio esta intimamente ligado a resposta dada a específicos choques domésticos, a utilização da flexibilidade ou não da taxa de câmbio como resposta a estes choques, irá depender do seu local de origem: se no mercado monetário, se no mercado de bens ou no mercado externo.

A correção de um distúrbio no mercado monetário se dará com a taxa de câmbio fixa, dado que a oferta de moeda é endógena sob este regime, e assim os distúrbios monetários serão absorvidos com as mudanças nas reservas internacionais sem afetar o mercado de bens. Por outro lado, se há um distúrbio doméstico real, o ajuste dar-se-á pela correção da taxa de câmbio afim de estabilizar o produto pela elevação ou redução da demanda externa.

Em qualquer dos arranjos intermediários entre os regimes de câmbio fixo e flutuante, duas abordagens centrais estarão direcionando a atuação da política cambial:

- a) a abordagem do alvo real; e,
- b) a abordagem da âncora nominal.

De acordo com os dois enfoques, a política cambial utiliza-se da taxa de câmbio nominal ou real como variável instrumental, e as suas relevâncias estão diretamente ligada aos objetivos de política. Aqui é importante deixar claro a distinção conceitual entre as duas taxas:

a) a taxa de câmbio nominal dá o preço da moeda estrangeira em termos da moeda doméstica e busca-se com ela determinar a dinâmica da inflação a curto prazo em uma economia aberta; e,

b) a taxa de câmbio real é um preço relativo que mede o quociente entre os preços dos bens exportáveis (internacionais) e os preços dos bens não exportáveis (domésticos) a qual incentiva a alocação de recursos entre os dois setores. Onde seu objetivo principal é determinar o comportamento dos saldos em conta corrente no balanço de pagamentos mantendo a competitividade externa, sendo necessário que ele não se desvie muito da taxa de câmbio de equilíbrio.

O grande questionamento está no conceito quanto a taxa de câmbio de equilíbrio, por conta de se determinar como será o processo de correção dos desalinhamentos cambiais, pois há três conceitos de equilíbrio cambial que divergem quanto a sua base conceitual.

Primeiro, existe o conceito de taxa de equilíbrio de mercado que corresponde à taxa que iguala a oferta e demanda de divisas sem qualquer intervenção das autoridades monetárias. Este equilíbrio só ocorrerá num sistema de taxas de câmbio flutuantes.

Segundo, o conceito de taxa de equilíbrio fundamental que corresponde a aquela taxa capaz de gerar um saldo de transações correntes igual ao fluxo de capital e por conseguinte um balanço de pagamentos igual a zero; embora, num caso mais geral, movimentos autônomos da capital podem viabilizar a manutenção praticamente indefinida de déficits ou superávites em conta corrente. Esta definição é tida como referência à concepção de desequilíbrio fundamental, constantes dos estatutos do FMI.

Terceiro, o conceito de taxa de equilíbrio corrente que apresenta uma taxa que é capaz de igualar os rendimentos dos ativos internos e externos que apresentam características semelhantes em um ambiente de livre mobilidade para estes ativos.



Nos países desenvolvidos as políticas cambiais tem como objetivo o gerenciamento da taxa câmbio real com o intuito de poder manter a competitividade externa em um nível que seja consistente com o equilíbrio sustentável do balanço de pagamentos.

Quando se discute a aplicabilidade da taxa de câmbio como instrumento de política econômica na busca de amortecer distúrbios nominais ou reais, a determinação de seu nível consegue estabilizar ou refletir certas mudanças em fatores que a afetam, de forma direta ou indireta, conforme for o seu nível de equilíbrio e o equilíbrio destes fatores. Observando as mudanças no nível da taxa de câmbio real, elas devem ser reflexo de choques reais externos e internos, dependendo do ambiente econômico e político existente e da estrutura interna da economia.

Primeiro, elevação do diferencial entre as taxas de produtividade marginais dos setores de bens exportáveis e não exportáveis. Partindo do pressuposto que a produtividade do setor de bens exportáveis cresceu mais rapidamente do que o setor de não exportáveis, o seu reflexo se dará na elevação do salário real dos dois setores. O resultado será a elevação do preço dos bens não exportáveis. Como tanto, apreciando a taxa de câmbio.

Segundo, a depreciação da taxa real de câmbio como resultado da deterioração nos termos de troca. Com o declínio nos preços dos bens exportáveis surgirá um excedente de demanda para estes bens e um excedente de oferta para o setor de não exportáveis. Como resultado, haverá um deslocamento da produção para o setor de não exportáveis por conta da realocação de mão de obra do setor de exportáveis para o de não exportáveis.

Terceiro, as mudanças na política comercial, através de uma reforma tarifária que promoveria uma redução tarifária conjuntamente com a liberalização das importações, ter-se-ia um resultado similar a uma desvalorização da taxa de câmbio de equilíbrio, pois considera-se que o efeito final da retirada de restrições tarifárias ou quantitativas às importações, assim como os subsídios às exportações seria a redução do preço dos bens importados.

Quarto, as medidas fiscais de redução do déficit público com as mudanças na composição dos gastos e receita fiscal poderia haver alterações na taxa de câmbio. No caso, quando o governo decide aumentar o seus gastos em função dos bens exportáveis (bens de consumo e investimento) em contrapartida aos bens não exportáveis (serviços e bens públicos) haverá a queda no consumo dos

bens não exportáveis que implicará numa depreciação da taxa de câmbio.

Quinto, com um diferencial positivo entre as taxas de juros externas e internas o capital externo é atraído para o país que apresentar uma taxa de juros ajustada pela expectativa de desvalorização da taxa de câmbio mais um prêmio de risco monetário positivo. O resultado de uma entrada de capital externo é a tendência a apreciação de taxa de câmbio no curto prazo. Com o objetivo de não monetizar a economia, as autoridades monetárias atenuam a apreciação da taxa de câmbio intervindo no mercado de câmbio esterilizando alguns fluxos comprando divisas do setor privado e, conseqüentemente, aumentando a oferta de moeda e suas reservas internacionais.<sup>6</sup>

#### 2.2.1. A ABORDAGEM DO ALVO REAL

Com a abordagem do alvo real a preocupação é utilizar as correções na taxa de câmbio nominal, com o objetivo de poder se manter a competitividade externa como uma ferramenta de política, que ocasionalmente ou freqüentemente, busca alcançar alvos reais como indica o modelo de equilíbrio interno e externo com o ajustamento

---

<sup>6</sup>Ver AGHEVLI, B. B.; KHAN, M. S. & MONTIEL, P. J., "Exchange Rate policy in Developing Countries: some analytic issues". (IMF OCASSIONAL PAPER-78), mar., 1991. E também, Ostry, J. D. & Montiel, P. J., "Macroeconomic Implications of Real Exchange rate Targeting in Developing Countries". IMF Staff Paper, Vol. 38, n.º 4, Dec. 1991. Afim de obter um exame mais aprofundado

via demanda. Conforme for o caso, a necessidade de se corrigir um déficit em conta corrente será processada com uma desvalorização da taxa nominal de câmbio, que realizará a tarefa conjuntamente com políticas de redução da absorção.

Como a abordagem do alvo real a prevenção de tal deterioração da competitividade externa tem sido a adoção de ajustes na taxa nominal de forma contínua e automática, afim de manter a taxa de câmbio real no seu equilíbrio. Um exemplo conhecido é a sistemática do "crawling peg", onde a regra utilizada são as minidesvalorizações diárias, muitas vezes, da taxa de câmbio nominal a um valor igual a diferença entre a taxa de inflação interna e a taxa de inflação externa, visando manter um certo valor da taxa de câmbio real.

Um problema para se definir como será empregada a política de correção da taxa de câmbio está na dificuldade de determinar:

- a) o nível de equilíbrio da taxa de câmbio real;
- b) na duração dos choques internos e externos, se temporários ou não; e,
- c) a perda da âncora nominal para os preços domésticos, em vista de se buscar objetivos reais com um instrumento

---

dos efeitos dos choques externos na presença de regras para a determinação da taxa de câmbio real ler estes artigos.

nominal, podendo assim desestabilizar os preços internos com uma taxa de câmbio num nível muito depreciado ou com as implicações inflacionárias de choques reais.

Para que o sucesso seja obtido com a aplicabilidade da taxa de câmbio na correção de desequilíbrio externos, segundo a abordagem do alvo real, é necessário que hajam as seguintes hipóteses:

a) os salários nominais e os preços de produtos não exportáveis não devem se ajustar rapidamente. Num caso particular, uma redução do salário real em termos de bens exportáveis induzirá uma desvalorização nominal que não será revertida tão rapidamente por uma elevação do salário nominal;

b) Uma desvalorização real da taxa de câmbio deve ter efeitos significativos sobre a produção, a demanda e estimular as exportações; e,

c) o país deve estar sujeito aos choques reais: internos (o aumento do salário nominal e a expansão fiscal); e externos (a deterioração dos termos de troca, a redução da entrada de capital e a liberalização comercial).<sup>7</sup>

Nesta abordagem, a taxa de câmbio nominal é guiada pelas demais variáveis, pois alterações no ambiente econômico através de variáveis econômicas reais se refletem no equilíbrio do mercado de bens entre

---

<sup>7</sup>Ver Wicham. P., "The Choice of exchange rate regime in developing countries: a survey of the literature". *IMF Staff Papers*, 32(2). Pg. 249/50, 1985.



exportáveis e não exportáveis da economia doméstica. Assim, o que se leva em consideração para se restabelecer e equilíbrio entre os mercados são as alterações das relações entre os preços internos e externos, tendo como resultado aparente, buscar a mudança da competitividade dos bens produzidos domesticamente com o resto do mundo.

#### **2.2.2. A ABORDAGEM DA ÂNCORA NOMINAL**

Esta abordagem afirma que a taxa de câmbio de um país, com altas e prolongadas taxas de inflação, deve fixar a sua moeda com relação a moeda de um país de baixa inflação e que tenha credibilidade internacional, afim de que o resultado final seja a "importação" de inflação mais baixa como o início de um processo de estabilização.

A experiência histórica dos países que passaram por hiperinflações, "mostrou que a fonte básica de alimentação das hiperinflações era a monetização do déficit fiscal num ponto onde o recolhimento do imposto inflacionário não era ótimo, demonstrando que para bloquear o aumento exponencial dos preços tinha-se de impor uma restrição fiscal afim de trazer este recolhimento de imposto inflacionário para o ponto ótimo. Num contexto como este, uma âncora cambial seria o instrumento utilizado como a forma de impor restrições a

monetização dos déficits e ao recolhimento do imposto inflacionário, porque ela disciplinaria a relação entre a autoridade monetária e o tesouro".<sup>8</sup>

Segundo esta abordagem as condições necessárias para que o emprego de uma âncora cambial tenha êxito estão na adoção de três medidas conjuntas de política nas áreas monetária, cambial e salarial, a saber:

a) impor o devido disciplinamento a política monetária na criação de crédito e ao Banco Central para que não seja possível a compra de títulos do tesouro. Pois num regime de taxa de câmbio fixa, o resultado do descumprimento de tais procedimentos serão a queda do nível de reservas internacionais a qual, eventualmente, permitiria uma crise do balanço de pagamentos, e a posterior perda da âncora cambial, com a necessidade de uma desvalorização da taxa de câmbio nominal;

b) buscar ter a necessária credibilidade, por parte do mercado cambial, na manutenção da livre conversibilidade entre a moeda nacional e a moeda na qual se está ancorada. Afim de que o desempenho da taxa de câmbio não possa dar margem ao surgimento de bolhas especulativas; e,

c) a existência de uma rigidez salarial. Afim de que não possa haver indexação salarial, ou seja, que possíveis declínios do salário real em resposta a choques adversos que necessitem de desvalorização real, não venham a se refletir na elevação do salário nominal.

---

<sup>8</sup>Esta é a conclusão que chega Michel Bruno (1991) no terceiro tópico da seu artigo clássico sobre

As condições "a" e "c" são muito importantes para o sucesso da âncora cambial num processo de estabilização, pois devem ser consideradas com extrema importância como instrumentos na adoção de políticas antiinflacionárias mais do que a credibilidade na adoção da própria âncora.

Quando um país ajusta a sua política monetária afim de preservar a estabilidade cambial admite-se que a taxa de câmbio direciona as demais variáveis macroeconômicas nominais. Assim, ao se determinar um valor para taxa de câmbio nominal as outras variáveis nominais tendem a acompanhá-la se ajustando a este parâmetro, como por exemplo: preços, salários, oferta de moeda, juros etc. O que temos aqui como pressuposto é que a preocupação central da política cambial não é afetar a competitividade externa da economia, mas apenas estabilizar os preços internos.

Atualmente o caso mais extremo de emprego de uma ancoragem cambial está na Argentina, com a lei de incorvesibilidade monetária, onde o peso tem uma forte vinculação ao dólar. Uma grande dificuldade de se levar a extremos a utilização de uma ancoragem unilateral da taxa de câmbio está na consequência de se ter dificuldades com a esterilização do volume de fluxos internacionais instáveis de curto prazo, pois eles sujeitam a economia à



alternância entre períodos de expansão e contração inesperadas, e indesejadas das reservas internacionais. Como consequência, a apreciação da moeda nacional no mercado internacional de moedas, em virtude da valorização internacional da moeda ao qual se ancorou a moeda nacional.

Este é o resultado mais direto e perigoso de uma ancoragem que seja promovida a uma moeda que flutua no mercado internacional, a qual a política econômica interna é conjugada por diferentes ordens de prioridades. Assim o que se tem é uma subordinação da moeda nacional ao comportamento da moeda de referência, levando a mudanças bruscas no nível de competitividade internacional além de trazer consigo a necessidade de se monitorar o nível da atividade interna afim de poder reduzir a absorção interna nos momentos em que os possíveis desequilíbrio do balanço de pagamentos possam sinalizar a necessidade de se ter que depreciação a taxa de câmbio. Este é o grande temor, tendo em vista que uma posterior flutuação da taxa de câmbio pode trazer consigo a elevação interna do preços como reflexos de uma correção de uma desvalorização da taxa de câmbio, onde esta inflação será maior impactada quanto maior for o nível da desvalorização a ser efetuado.

### **2.3. A CONVERSIBILIDADE DA MOEDA DOMÉSTICA**

O significado da conversibilidade da moeda tem mudado com o passar do tempo no sistema monetário internacional. O conceito de conversibilidade hoje está ligado ao livre acesso por residentes e não residentes ao mercado de câmbio, embora nem sempre tenha sido este o conceito, tendo em vista que antes dos anos 30 a conversibilidade de uma moeda era garantida pelas autoridades monetárias, como a possibilidade de troca de ouro por moeda a uma taxa de câmbio fixa. Este conceito tradicional de conversibilidade foi aos poucos sendo substituído.

No pós guerra, com os acordos internacionais que emergiram de Bretton Woods, foi requerido aos membros do FMI a restauração gradual da conversibilidade da conta corrente, embora pudessem ser mantidas as restrições na conversibilidade das transações de capital, foi neste momento que a preocupação maior estava voltada a retomada da conversibilidade externa dos países ao nível de antes da guerra, pois no período entre a guerra existiu uma fase de restrições bastante fortes no comércio internacional.

A partir do final dos anos 80 e início dos 90 a definição de conversibilidade esta associado a ausência

de controles, ou impostos e subsídios na conta de capital do balanço de pagamentos, e isto se dá por que os controles administrativos e legais são cada vez mais, menos eficientes em virtude da crescente internacionalização das economias, das inovações financeiras e da abertura dos mercados financeiros das nações industrializadas. O outro ângulo pelo qual pode ser visto a conversibilidade é dada pela utilização eficiente dos recursos ao induzir a economia doméstica a se expor a competição internacional com a abertura comercial.

O conceito de conversibilidade é segmentado em duas conotações diferentes:

- a) a conversibilidade interna; e,
- b) a conversibilidade externa (subdividida entre a conversibilidade da conta corrente e a conta de capital).

### **2.3.1 A CONVERSIBILIDADE INTERNA**

Internamente a conversibilidade existe quando há a liberdade por parte dos residentes para adquirir moeda estrangeira ou ativos em moeda estrangeiras, geralmente para fazer frente a pagamentos relacionados ao fluxo de bens, serviços e ativos financeiros.

As razões que motivam o estabelecimento da conversibilidade interna estão em:

a) induzir aos residentes a vender ou depositar seus saldos em moeda estrangeira, canalizando-os para contas correntes do sistema financeiro;

b) integrar o mercado paralelo a economia formal com a redução dos custos de transação legalizando transações que eram previamente proibidas no mercado oficial; e,

c) encorajar uma maior uniformidade entre as taxas de câmbio do mercado oficial e paralelo.

Para propiciar um ambiente econômico, afim de se poder estabelecer a conversibilidade interna, são necessárias precondições que dêem segurança, credibilidade e confiança, e para tal, a inserção destas precondições devem ser sinalizadas por uma política de estabilização cambial que, entre outros objetivos, pode buscar propiciar condições necessárias para:

a) a existência de uma taxa de câmbio apropriada e consistente com o equilíbrio do balanço de pagamentos;

b) uma adequada liquidez internacional para fazer frente as possíveis necessidades de ajustes na política cambial e no grau da conversibilidade, para que possa reprimir possíveis pressões especulativas e ondas de substituição da moeda; e,

c) uma política macroeconômica consistente que mantenha a estabilidade dos preços e um retorno financeiro competitivo, com a manutenção de saldos domésticos. Esta política é necessária para fazer com que seja atrativo manter saldos domésticos e desencorajar a substituição da moeda.

A conversibilidade interna é um primeiro passo na direção de se ter um maior grau de integração entre o sistema financeiro doméstico e os sistemas financeiros de países mais desenvolvidos.

No caso do Brasil, estas foram as tomadas de posição a partir de 1988 quando a criação do segmento de taxas flutuantes em contrapartida ao mercado paralelo no Brasil, pois na verdade o que o Banco central buscou promover e estimular foi a conversibilidade interna.

### **2.3.2 A CONVERSIBILIDADE EXTERNA**

Externamente a conversibilidade existe quando há a autorização para a compra ou para utilizar a moeda estrangeira com o objetivo de realizar pagamentos ao exterior, no qual as operações se dão através de regulações quando estas possam gerar riscos a estabilidade macroeconômica.

Outro ponto a ser destacado é a conotação dada a conversibilidade externa com respeito as transações correntes e de capital, pois há regras distintas para as



transações de mercadorias e para as operações com ativos financeiros. A característica distintiva das transações correntes é que elas não implicam que o participante adquira ou abra mão de direitos sobre os residentes de outro país, e tais transações são processadas na conta de capital<sup>9</sup>.

#### **2.3.2.1. A CONVERSIBILIDADE DA CONTA CORRENTE**

No que diz respeito a busca de se dar uma maior conversibilidade para as transações comerciais e de serviços, deve-se antes que seja tomada a decisão de implementar a conversibilidade da conta corrente, propiciar o devido suporte para que sejam criadas precondições básicas, através da utilização de políticas macroeconômicas de estabilização e de ajustes monetário e fiscal, que não tenham divergências das precondições para a introdução da conversibilidade interna e que são as seguintes:

a) uma taxa de câmbio real que não apresente tendências a apreciação ou depreciação, mas esteja consistente com o equilíbrio fundamental do balanço de pagamentos;

b) um nível adequado de reservas internacionais para que possa haver liquidez externa para possíveis crises

---

<sup>9</sup>Ver WILLIANSOM, J. 1989, p

cambiais ou desajustes nas contas externas;

c) sólidas políticas macroeconômicas, e neste caso estão colocadas a necessidade de uma estabilidade de preços, equilíbrio externo, um programa de reformas estruturais e políticas monetária e fiscal que gerem um ambiente de estabilidade macroeconômica, assumindo um controle efetivo do déficit fiscal e a eliminação de algum "overhang" monetário (através de uma reforma monetária, liberalização de preços e privatizações).

Com a decisão das autoridades monetárias de introduzirem a conversibilidade externa, a primeira atitude a ser tomada será a eliminação de todas as restrições nas transações da conta corrente e da conta de capital para minimizar os riscos de possível desestabilização da economia em função das expectativas da saída incontrolável de divisas e choques negativos de oferta. Em virtude de tais preocupações, surge também a necessidade do gerenciamento de um período de transição para dar sustentação para a introdução da conversibilidade da conta corrente, afim de que não surjam ou possam ser controladas expectativas de desequilíbrios de curto prazo no balanço de pagamentos, taxas de câmbio e nível de atividade..

No período de transição, as seguintes medidas de políticas serão necessárias:

a) conservar-se alguns mecanismos de controle para poder manter a curto prazo o equilíbrio da conta corrente, pois residentes avessos ao risco teriam fortes incentivos a enviar capital ao exterior com a expectativa de que possa ocorrer instabilidade macroeconômica, como reflexo da redução do nível de reservas e mudanças bruscas no valor da taxa de câmbio;

b) estabilizar a taxa de câmbio para proporcionar uma possível âncora cambial;

c) limitar o impacto negativo das importações sobre a produção e o emprego no curto prazo;

Os maiores benefícios colhidos com a implantação da conversibilidade da conta corrente estão no aumento da competição interna; na diminuição das restrições comerciais e as melhorias pelo lado da oferta.

#### **2.3.2.2. A CONVERSIBILIDADE DA CONTA DE CAPITAL**

Simplificadamente, a conversibilidade da conta de capital pode ser definida como permitir a qualquer pessoa, de qualquer nacionalidade a possibilidade de movimentar capitais livremente, para dentro e para fora do país, qualquer que seja o montante e o momento.

Quanto a decisão para a implementação da conversibilidade para as transações financeiras ligadas a empréstimos externos, investimentos estrangeiros em bens



e financiamentos de organizações internacionais ou países, ela está condicionada ao resultado líquido entre os benefícios e custos existentes por conta de altos riscos que envolve a sua introdução sem que haja a preocupação com as condições básicas e necessárias.

À princípio o maior benefício que se apresenta está na possibilidade de uma maior entrada de capitais externos direcionados para o investimento em setores que empregam recursos tecnológicos com um alto retorno esperado e uma diversificação de seus portfólios na presença de vários tipos de incerteza.

Pelo lado do custo, o maior risco está na saída incontrolável de capital por conta da eliminação de todas as restrições e controles sobre o capital. Como reflexo desta perspectiva, surge então a necessidade de se permitir o controle sobre a saída de capital, com por exemplo, um imposto. Se não houver num primeiro momento a presença de algum tipo de controle, os residentes que são avessos ao risco serão incentivados a enviar capital para o exterior, mesmo que exista um ambiente de estabilidade macroeconômica e um programa de reformas estruturais em andamento. Outro risco presente é a possibilidade de que exista, por conta de não haver restrições a saída de capital, uma volatilidade no movimento de capitais no curto prazo que eleve a instabilidade macroeconômica;

Podendo, no caso, intensificar-se um situação pouco desejável, em virtude de não se ter dado o devido andamento ao programa de reformas.

As experiências de muitos países subdesenvolvidos que buscaram a conversibilidade externa não foram muito satisfatórias e trouxeram restrições a atividade interna. Estas experiências mostraram que não somente a preocupação das políticas macroeconômicas em estabilizar a economia e criarem as condições básicas para darem suporte a um processo de transição em direção a completa e ampla conversibilidade externa foram suficientes para tal;<sup>10</sup> mas que além disso, era necessário que o equilíbrio interno antes da implantação da conversibilidade externa fosse próximo ao equilíbrio interno após a sua complementação, o que não se constatou na realidade, em vista do retrocesso nos processos de liberalização cambial. Como consequência direta disto, os países escolhem estabelecer a conversibilidade da conta de capital depois de promovida a conversibilidade da conta corrente.<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup>Os países da América Latina que servem como exemplo são a Argentina, Chile e Uruguai, que tentaram implementar a conversibilidade da conta de capital sem antes ser completada a conversibilidade da conta corrente; e tiveram sérios problemas de natureza estrutural nas suas economias no início da década de oitenta.

<sup>11</sup>Muitos autores sugerem que a abertura da conta de capital resulte em uma ampla saída de capital de curto prazo, e também expõem que os efeitos sobre a taxa de câmbio real são os principais fatores para a queda dos processos de liberalização. Ver Edwards, S. "The order of liberalization...". 1984.

#### **2.4. PROPRIEDADES DOS DIFERENTES REGIMES CAMBIAIS.**

Definindo então o regime cambial a partir do grau de conversibilidade da moeda doméstica e pelo método a ser seguido para de determinação da taxa de cambio, surge a combinação de quatro sistemas de taxas de câmbio, a saber:

a) regimes com taxa de câmbio fixa com ou sem conversibilidade (com ou sem controle cambial); e,

b) regimes com taxas de câmbio flutuantes com conversibilidade (flutuação pura) ou sem conversibilidade (flutuação suja).

##### **2.4.1 O REGIME DE TAXAS FIXAS**

Neste regime, o Banco Central assume o compromisso de comprar todo o excesso de demanda ou suprir todo o excesso de oferta de moeda estrangeira que estiver existindo no mercado cambial, buscando com isso, permanentemente, obter o equilíbrio do mercado de câmbio tomando por pressuposto que, intrinsecamente, o seu objetivo principal nesta tomada de atitude é defender a paridade fixa entre a moeda nacional e a moeda estrangeira. Como é necessário que a manutenção deste quadro não possa ser transitório, as políticas monetária e fiscal devem ser direcionadas para que os déficits do balanço de pagamentos ser tornem transitórios.

No sistema de Bretton Woods a necessidade da manutenção de reservas internacionais em determinada proporção à quantidade de moeda emitida pelo país tornou-se uma condição necessária para dar suporte a existência deste regime. Baseados nesta posição, os Bancos Centrais dos países inseridos no contexto de Bretton Woods deviam manter um volume razoável de reservas internacionais, afim de fazer frente as possíveis pressões de mudanças no preço da moeda internacional provocadas por desequilíbrios do mercado de câmbio. Quando houvesse uma situação de quaisquer excedentes de demanda por divisas teria que existir como contrapartida um excedente de oferta de divisas pelo mercado, como nem sempre isto ocorria, a necessidade da autoridade monetária vender reservas internacionais para que se acomodassem estas pressões de demanda tinham de existir, impulsionando assim o mercado em direção ao equilíbrio.

Expondo esta ressalva, o primeiro resultado do regime de câmbio fixo é a perda da autonomia da política monetária, em vista de existir a imposição de restrições para o Banco central na possibilidade de emitir moeda, principalmente, quando não há controles cambiais muito fortes sobre as operações comerciais e financeiras.

Há dois pré-requisitos básicos para que o regime de taxa de câmbio fixo possa ser factível e não gere

pressões sobre balanço de pagamentos e absorção interna. Primeiro, é necessário que o diferencial entre as taxas de inflação seja muito pequena, pois se este diferencial não é reduzido, o resultado da persistência do diferencial será a apreciação da taxa de câmbio acarretando o desequilíbrio nos saldos conta de transações correntes, e por conseguinte, a dificuldade da manutenção de uma paridade fixa, a curto prazo, da taxa de câmbio que não seja através de um influxo de capitais externos, de empréstimos internacionais ou de altas taxas de juros internas. Segundo, há a necessidade de um alto grau de credibilidade por parte dos agentes que operam mercado de câmbio de que a autoridade monetária dará sustentabilidade a uma taxa de câmbio fixa. Este é um requisito que deve ter um peso bastante significativo na política cambial para a manutenção de um câmbio fixo, afim de não poder criar expectativas futuras de crises cambiais e de desequilíbrios do balanço de pagamentos e do mercado de câmbio, através da atividade especulativa.

Com o colapso do sistema de Bretton Woods tornou-se difícil manter o regime de taxa de câmbio fixo, levando o sistema a ser extremamente frágil e suscetível a crises de balanços de pagamentos, pois "Como se sabe, a adoção do regime de câmbio flutuante pelas principais economias do mundo desde o início do anos setenta decorreu, em



grande medida, da crescente dificuldade de sustentar taxas de fixas de câmbio em um contexto de ampliação da volatilidade e magnitude dos movimentos internacionais de capital".<sup>12</sup>

Quando surgiu a necessidade dos ajustes de desequilíbrios no balanço de pagamentos terem de ser processados num contexto de inflexibilidade cambial, a política de ajuste deveria ser processada via mudanças no nível de atividade com a redução da absorção interna, sendo que tal ajuste teria uma intensidade e duração maior dependendo de um maior ou menor grau do déficit, da escassez dos fluxos de divisas e do aparato de empréstimos externos para que o resultado esperado pudesse ocorrer.

No regime de taxas fixas de câmbio o fato de um país por definição não poder corrigir a taxa de câmbio como a maneira de corrigir distorções no mercado de câmbio, impõe a forma de como deve ser conduzida a política econômica para corrigir possíveis situações de superaquecimento da demanda, crises cambiais e pressões por aumento salarial no setor de exportáveis.

Em situações como estas apresentadas, as ferramentas de política econômica deverão ser empregadas para a

---

<sup>12</sup>Ver Batista Jr P. N. "Crise Monetária, Reforma fiscal e Dolarização da Economia". Texto para Discussão nº 24 - EAESP/ FGV.1993. pg. 28.

redução da absorção interna e a elevação das taxas de juros, gerando consequentemente recessão, desemprego e redução do salário real. Por outro lado, com o regime de taxas flutuantes o mercado se encarregaria de corrigir o desequilíbrio corrigindo apenas a da taxa de câmbio, trazendo então o equilíbrio para o balanço de pagamentos, sem reflexos recessivos no lado real da economia, levando-se em consideração não existirem fluxos especulativos de curto prazo.

Esta disparidade para o custo de ajustamento aliada as divergências entre os interesse internos das políticas econômicas dos países que adotam a taxa de câmbio fixa, também se refletem na redução da credibilidade da manutenção por um longo período de uma paridade cambial fixa. Em vista de ser muito complicado e difícil para um país que não tenha uma participação forte nas decisões de mercado na economia internacional, poder dar sustentação a uma taxa de câmbio fixa sem que não seja necessário correções cambiais periódicas, pois como argumentou um contemporâneo de um regime no qual a paridade fixa era levada a extremos "a incorvesibilidade é uma tentação constante para o abuso, e este fato é por si mesmo suficiente para causar desconfiança empresarial e desencorajar contratos e empreendimentos de longo prazo.

O papel-moeda inconvertível tem-se revelado quase sempre uma maldição para o país que o adota".<sup>13</sup>

#### 2.4.2. O REGIME DE TAXAS FLUTUANTES

Neste regime a taxa de câmbio é livremente determinada na economia por interações entre os agentes do mercado de câmbio, sem a intervenção do Banco Central, que reagem de forma semelhante a outros mercados, com o seu preço variando dia a dia.<sup>14</sup>

Assumindo primeiramente, que o pleno equilíbrio do balanço de pagamentos só existe quando o saldo da conta de transações corrente é igual ao saldo da conta de capital. O argumento básico de defesa para a utilização de um regime de taxas de câmbio flutuantes está na auto correção de desequilíbrios do balanço de pagamentos que é proporcionada pelo o mercado através de alterações na taxa de câmbio, sendo que este grau de correção irão depender da tendência apresentada e do nível de déficit ou superávit no balanço de pagamentos.

Tomando as seguintes situações de desequilíbrio do balanço de pagamentos abaixo, a título de ilustração podemos ver que, quando o balanço de pagamentos de uma

---

<sup>13</sup> Ver Fisher, I. The Purchasing Power of Money, 1 edition, 1911. Augustus M. Kelley, Farifield, 1985, Pg. 131.



nação apresenta um superávit esta exportando-se mais do que importando, e admitindo-se que este desequilíbrio seja temporário, irá surgir um excesso de oferta de moeda estrangeira no mercado de câmbio. Tendo em vista que os agentes ofertantes vão desejar vender uma parte destas divisas excedentes no mercado e este, com as ações independentes entre os agentes, irão corrigir este excedente com um preço de compra mais baixo. Neste processo de compra e venda de divisas, o mercado começa a determinar, automaticamente, uma nova taxa de câmbio mais valorizada. Com isso os produtos importados se tornarão mais baratos em detrimento dos produtos domésticos, gerando uma elevação das importações e uma queda nas exportações, e conseqüentemente a redução do superávit do balanço de pagamentos. Inversamente, quando houver um déficit, o mercado tende para o equilíbrio buscando como resultado final a desvalorização da taxa de câmbio afim de reduzir o déficit.

Os dois principais fatores a serem destacados na defesa para o emprego da flexibilidade da taxa de câmbio estão na autonomia da política monetária e na correção dos desequilíbrios do balanço de pagamentos via da taxa de câmbio - sem a necessidade de intervenção do Banco

---

<sup>14</sup>Uma defesa clássica das taxas de câmbio flutuantes esta em Friedman, M. "the Case for Flexible Exchange Rates". *Essays in Positive Economics*. Chicago, University of Chicago Press, pp. 157-203. 1953.

Central e redução da absorção interna - explicitando estes pontos mais detidamente, temos o que vem a seguir:

a) o país teria uma maior liberdade em escolher a sua política monetária, sem se preocupar com o impacto que ela teria sobre o balanço de pagamentos. Em virtude de que, qualquer incompatibilidade entre a política monetária e o balanço de pagamentos seriam absorvidas pela taxa de câmbio com a sua correção, ao invés de provocar perdas ou ganhos de reservas internacionais que realimentariam a taxa de expansão monetária;

b) qualquer correção no balanço de pagamentos se daria no mercado de câmbio pela variação da taxa de câmbio nominal e não pela redução da absorção interna que trariam o mesmo resultado líquido final. Mas, que por parte da política recessiva de redução da absorção apresentaria um custo maior de ajustamento com distorções, em vista dos preços e salários serem pouco flexíveis para baixo e plenamente flexíveis para cima; e,

c) a necessidade da manutenção de um volume significativo de reservas internacionais, para dar suporte a autoridade monetária puderem promover intervenções no mercado de câmbio afim de possibilitar ajustes no balanço de pagamentos é muito pouco necessária.

Conclusivamente podemos observar que quaisquer movimentos que venham a produzir tensões ou crises cambiais, tendencialmente, serão corrigidos automática e continuamente com alterações na taxa de câmbio sem a contrapartida de intervenções da autoridade monetária e,

portanto, observar-se com isso que a taxa de câmbio é um preço extremamente sensível, com plena flexibilidade.

Neste ponto, há que se reconhecer que o custo de um ajustamento de desequilíbrio do balanço de pagamentos é muito mais traumático num regime que tem por pressuposto a sustentação de uma paridade cambial fixa, em comparação ao regime de taxas de câmbio flutuantes.

Segundo a ótica dos que eram contrários ao regime de taxas flexíveis, o primeiro argumento sustentado por eles como crítica ao sistema estava o fator desestabilizador da especulação sobre o mercado cambial. Aqui a questão de desacordo está no nível de instabilidade provocado pelas correções da taxa de câmbio através do mercado, provocada pela pressões especulativas.

Em contraposição, a argumentação friedmaniana expôs que a atividade de especulação seria naturalmente estabilizadora; pois, um especulador ganha dinheiro comprando alguma coisa com preço baixo para posteriormente vendê-la por um o preço mais alto, provocando então a elevação dos preços na baixa e reduzindo-os no pico, estabilizando-os ao invés de desestabilizar. E assim, Friedman em seus os argumentos demonstrava que a suposição dos críticos levava a conclusão que a atuação dos especuladores ao desestabilizar o mercado iria levá-los a perder dinheiro.

Logo após o colapso do sistema de Bretton Woods em 1973 muitos países passaram a ter seus mercados cambiais operando sob o regime de taxas flutuantes. O que se observou, na verdade, contrariamente a posição de Friedman, foi um comportamento instável das taxas de câmbio sob o regime de flutuação pura, visualizando claramente que os mercados cambiais tinham imperfeições e eram ineficientes para gerar taxas de câmbio de equilíbrio. Como resultado o que se obteve foram movimentos inexplicáveis da taxa de câmbio nos anos setenta e oitenta, e uma maior volatilidade entre as taxas dos principais países desenvolvidos nos anos que se seguiram. No caso, a taxa de câmbio de equilíbrio não se alterava em virtude das diferenças de produtividade entre os setores de bens exportáveis e não exportáveis e alterações nos termos de troca, mas sim em função dos fluxos de capitais especulativos.<sup>15</sup>

Neste período a persistente volatilidade do câmbio, a médio e curto prazos, foi identificada como o maior custo do sistema de taxas flutuantes, pois, tal volatilidade provocava alterações na alocação de recursos entre os setores de exportáveis e não exportáveis.

---

<sup>15</sup>No artigo de Obstfeld, M., "Floating Exchange rates..." (1985). Há uma boa exposição a respeito do período pós Bretton Woods com o sistema de taxas de câmbio flutuantes, onde ele corrobora o temor dos críticos com relação as possíveis situações de instabilidade da taxa de câmbio em virtude da especulação. O seu estudo se preocupou em ver também quais foram as consequências nos Estados Unidos, Alemanha e Japão com a adoção do câmbio flutuante e como reagirão as suas economias.



Provocando um preço relativo de importação mais baixo que o de exportação, que por sua vez diminuía a demanda por bens exportáveis e esta de manufaturas.

O resultado final observado deste período foi a apreciação da taxa de câmbio não ter sido provocada por seus fatores determinantes, ajudando a constatar com as evidências de uma série de tempo, de que a taxa de câmbio nominal não respondia conforme a PPP. Empiricamente, viu-se que os bens industriais exportáveis tinham um peso bastante alto nos índices de preços do atacado entre os países e que eles eram estáveis; não sendo, então, responsáveis pela volatilidade das taxas de câmbio. Mostrando assim, que a versão absoluta e relativa da PPP deviam ser rejeitadas como um meio de se explicar as mudanças entre as taxas de câmbio dos países<sup>16</sup>.

Outro fator constatado, contrariamente a evidência inicial, era a necessidade dos países manterem elevados níveis de reservas internacionais para dar suporte as intervenções no mercado de câmbio, afim de refrear as flutuações de curto prazo da taxa de câmbio e a redução no grau de autonomia da política monetária eram necessária. Neste caso, a flutuação pura da taxa de câmbio deixava de existir e dava lugar a uma flutuação administrada pelo Banco Central.

A autonomia da política monetária é reduzida num sistema de taxas flutuantes que sofre intervenções por parte da autoridade monetária, porque a oferta de moeda torna-se exógena e a taxa de câmbio endógena, e apenas gera-se inflação com esta prática.<sup>17</sup> Ver-se que neste regime, se o Banco Central aumentar a oferta de moeda ela se traduzirá num aumento da demanda por moeda estrangeira, em virtude do efeito riqueza, e se não houver intervenção do governo no mercado de câmbio a taxa de câmbio tende a se desvalorizar. Considerando-se que a economia é aberta, o resultado desta desvalorização da taxa de Câmbio será o aumento dos preços internos até o nível em que a oferta real de moeda permaneça inalterada. Conclusivamente com este procedimento o Banco Central consegue na verdade é alterar a taxa de câmbio através de inflação.

#### **2.4.3. O REGIME DE "BANDAS CAMBIAIS" <sup>18</sup>**

Nos últimos anos muitos países que passaram por planos de estabilização afim de freiar as suas altas

---

<sup>16</sup>Ver Obstfeld e Zini Jr.

<sup>17</sup>Com esta prática de intervenção no mercado de câmbio, por parte da autoridade monetária, em um sistema de taxas flutuantes puras, provavelmente, retirará a conversibilidade da moeda formando um novo sistema de taxa de câmbio com um regime de câmbio administrado; ou como é mais conhecido um regime de flutuação suja.

taxas de inflação com a utilização de uma âncora cambial, tiveram um fator complicador no que diz respeito ao gerenciamento da taxa de câmbio pós queda das taxas de inflação.

Um fato comprovado no período que se sucederam à implantação dos processo de estabilização, com a utilização da taxa de câmbio, residia na apreciação real do câmbio. Isto se deveu ao fato que ainda persista um diferencial positivo entre as taxas de inflação do país que tem a moeda-âncora e o país que a utilizava, nos meses posteriores a estabilização.

O diferencial entre as taxas de inflação ocorre por que: a taxa de inflação interna tem ainda reflexos de uma inflação residual nos primeiros meses pós estabilização, e pelo níveis das taxas de inflação nos meses posteriores mantém o diferencial maior que a inflação externa, sendo esta muito pequena.

Houveram, segundo a experiência histórica, duas fases distintas nestes processos de estabilização, que tinham objetivos diferentes de política econômica no curto prazo, mas estavam interligadas com os alvos de médio e longo prazos: a estabilização dos preços.

---

<sup>18</sup>Ver Helpman, E.; Leiderman, L.; Bufman, G. "New Exchange Rate Bands". *Economic Policy*. Pg. 259-306. Oct.1994; e Krugman, P. "Target Zones and Exchange rate dynamics". *Quartely Journal of Economics* (106), Pg. 669-682, 1991.



A primeira fase, na qual era introduzida a âncora cambial, a preocupação central estava em refrear os preços internos que tinham um componente de indexação cambial muito forte, sem levar-se em consideração a perda da competitividade externa.

Na segunda fase, a qual era relaxada a fixação da taxa câmbio, buscava-se tentar recompor a competitividade externa sem o comprometimento do processo de estabilização, que já estava em curso.

Na passagem da primeira para a segunda fase do processo de estabilização todos os países no momento de promover correções na taxa de câmbio passaram por um problema e uma dúvida que estavam em como gerenciar o problema da apreciação real do câmbio sem que se perdesse a âncora cambial; e em consequência, qual era momento mais apropriado para a transição de um regime de câmbio fixo para um regime com flexibilidade cambial afim de que, nesta atitude, não houvesse sinalização ao mercado de um possível relaxamento da política antiinflacionária em detrimento da restauração da competitividade externa.

O que posteriormente se viu, no decurso da segunda fase, foi o deslocamento gradual de um regime de câmbio com âncora nominal para uma situação de flexibilidade da taxa de câmbio. Este processo deu-se diretamente, no combate a apreciação cambial e a perda de competitividade

externa, através de uma política fiscal e monetária restritiva que restaura-se o equilíbrio comercial, como característica marcante dos processos de estabilização monetária.

No processo de escolha para a melhor saída em direção a flexibilidade cambial. Muitos países optaram por adotar o regime de bandas de flutuação cambial, que na verdade tinha a capacidade de introduzir flexibilidade a taxa de câmbio nominal sem se perder o controle sobre ela, e com isso trazer um maior grau de liberdade a política monetária.

Este maior grau de liberdade trariam resultados diferentes dos esperados para a passagem de uma política cambial com taxa de câmbio fixa para uma de taxa de câmbio semi - flutuante ou flutuante, onde a obtenção de sucesso dependeria do tamanho do déficit na contas externas, do diferencial entre as taxas de juros interna e externa e do tamanho das reservas internacionais.

Tomando, por exemplo, o caso de um país que deseja combater uma recessão através da redução das taxas de juros, a possibilidade de uma expansão temporária da oferta de moeda sem haver uma expectativa de desajuste cambial, poderia ser processado ao desvalorizar a moeda até o nível mais alto da banda, em vista do mercado de câmbio ter a expectativa de que *a posteriori* haverá um

retorno a paridade que compensará a queda da taxa de juros o que preservaria a condição de arbitragem dos juros -  $[i^* = i - E(de)/dt]$ .

Nesta circunstância o regime cambial é denominado de Bandas nominais (reais) quando a taxa de câmbio nominal (real) pode somente oscilar dentro de uma faixa estabelecida pela autoridade monetária.

O modelo básico na literatura de bandas de câmbio diz que a taxa de câmbio é determinado pelos fundamentos macroeconômicos: oferta de moeda e taxa de juros, adicionado a um termo que seus valores não podem ser plenamente controladas ou determinadas pela autoridade monetária mais que variam em função das expectativas, ou seja, variáveis estocásticas ou randômicas.

A equação básica do modelo de bandas cambiais é a seguinte:

$$e(t) = m(t) + v(t) + \alpha E[de]/ds \quad (1a)$$

de tal forma que a sua representação final pode ser expressa pela equação que segue:

$$e(t) = f(t) + \alpha E[de]/ds \quad (1a')$$

onde:

$f(t)$  - é composto pela oferta de moeda;  
Nível Geral de Preços; Renda Real e Taxa  
de juros nominal

$E[de]/ds$  - Expectativa de desvalorização do câmbio.

Como existem neste modelo dois componentes que são os fundamentos e um termo especulativo. No caso dos fundamentos eles se subdividem em dois tipos: livres e de intervenção.

Em geral, os fundamentos são interpretados segundo o modelo monetarista estocástico. As equações deste modelo são as seguintes:

$$m(t) - p(t) = Ky(t) - ai(t) - v(t) \quad (2a)$$

mercado monetário doméstico

$$m^*(t) - p^*(t) = K^*y^*(t) - ai^*(t) - v^*(t) \quad (2b)$$

mercado monetário internacional

$$e(t) = p(t) - p^*(t) + r(t) + q(t) \quad (2c)$$

paridade do poder de compra

$$E(de) = [i(t) - i^*(t)] dt \quad (2d)$$

arbitragem internacional do juro

$$dv = \eta dt + \delta dz \quad (2e)$$

choque aleatório Browniano

O modelo assume pleno emprego, plena mobilidade de capitais (os títulos domésticos e estrangeiros são substitutos perfeitos), preços flexíveis e investidores avessos ao risco, onde:  $m(t)$ ,  $p(t)$ ,  $y(t)$ ,  $i(t)$  são respectivamente os logaritmos da oferta doméstica de moeda, índice de preços domésticos, renda real e taxa de

jueros nominal.  $K$  e  $\alpha$  são parâmetros positivos.  $v(t)$  é uma variável que representa um choque aleatório na demanda ou na oferta que independe da taxa de câmbio.  $r(t)$  e  $q(t)$ , são respectivamente o prêmio de risco e um choque exógeno no câmbio real. Por fim, o asterisco indica as correspondentes variáveis para o resto do mundo.

Os fundamentos livres, representados por  $v$ , estão sujeitos a choques aleatórios e seguem um movimento Browniano com "drift"  $\mu$  e variância instantânea  $\sigma^2$ , na qual  $\eta$  é uma constante com mudanças previsível de  $f(t)$ ,  $\delta$  é uma constante positiva e  $dz$  é um processo de Wiener.

Após alguns algebrismos matemáticos, baseados nas equações do modelo acima especificado, podemos chegar a determinação das variáveis que compõem os fundamentos:

$$e = [m(t) - m^*(t)] + [k^* y^*(t) - ky(t)] + [v - v^*] + \alpha [E(de)/dt] \quad (3)$$

Recorrendo a equação (1a') conseguiremos ver que na equação (3) apresentam-se as variáveis que compõem os fundamentos de intervenção e livre do modelo:

$$F(t) = [m(t) - m^*(t)] + [k^* y^*(t) - ky] + (v - v^*) \quad (4)$$

Como se pode ver os fundamentos estão subdivididos em livres  $[(v-v^*)]$  e de intervenção  $[m(t) - m^*(t)] + [k^* y^*(t) - ky(t)]$ .



Graficamente o modelo pode ser plotado de tal maneira que a variável taxa de câmbio  $e(t)$  seja função dos fundamentos  $f(t)$ .

O gráfico 4 formulado mostra que a taxa de câmbio tangencia as linhas pontilhadas  $e_{\min}$  e  $e_{\max}$ , que são os limites mínimo e máximo de oscilação do câmbio, ou seja, são o teto e o piso da banda cambial.

Dois pontos devem ser destacados quanto ao modelo de bandas cambiais e o comportamento das taxas de câmbio:

a) o conhecimento de que o Banco central pretende intervir na defesa das bandas cambiais poderia estabilizar a taxa de câmbio dentro das bandas, ainda que nenhuma atividade de intervenção esteja em progresso; e,

b) o modelo prediz que um prêmio futuro na taxa de câmbio será negativo quando a taxa de câmbio é alta e positivo quando ela é baixa

Como há três regimes básicos de câmbio: fixo, flutuante e de bandas cambiais, podemos ver o comportamento de cada um deles, neste modelo, fazendo algumas considerações.

Analisando os três regimes cambiais possíveis através do gráfico 4, podemos ver como se comporta a taxa de câmbio em meio as alterações de política econômica.

Sob o regime de taxas de câmbio flutuantes o Banco Central não intervêm no mercado de câmbio, a oferta de

Sob o regime de taxas de câmbio flutuantes o Banco Central não intervêm no mercado de câmbio, a oferta de moeda é fixa. Adicionalmente podemos supor que haja ausência de qualquer tendência de mudança em  $v$ . Portanto é natural supor que sob este regime a expectativa de desvalorização seja zero, e assim o câmbio se comportará de acordo com os fundamentos, ou seja,  $e = m + v$ . Graficamente isto seria representado pela linha **(FF)**.

Sob o regime de taxas de câmbio fixas o Banco Central intervêm toda vez que o mercado busca comprar ou vender moeda acima ou abaixo do nível cambial predeterminado, a variável  $v$  representa este movimento. Neste caso a oferta de moeda é alterada comportando-se opostamente ao movimento de  $v$ . Novamente se admitirmos que não haja expectativa de desvalorização do câmbio, a taxa de câmbio estaria sendo determinada em um ponto qualquer da reta **FF**.

No regime de bandas cambiais a defesa da paridade da moeda também existe só que de forma diferenciada ao regime de taxas de câmbio fixas. A defesa do câmbio é ativada todo o momento em que a taxa de câmbio estiver muito próxima de atingir o limite máximo ou mínimo determinado da banda cambial. Quando, por exemplo, a taxa de câmbio começa a caminhar em direção do valor máximo permitido,  $e_{max}$ , ou seja uma desvalorização. Com o



objetivo de defender a paridade máxima surge a necessidade de vender reservas internacionais em troca de moeda doméstica ou comprar títulos, afim de aumentar a liquidez do mercado em moeda estrangeira.

Como consequência direta teremos a redução da liquidez interna, provocando a elevação da taxa de juros, que por sua vez provocará um aumento da entrada de capital, se esta taxa de juros for maior que a taxa de juros do mercado interbancário internacional. O resultado final será um aumento da quantidade da oferta de divisas para compensar o aumento da demanda.

O inverso também ocorrerá se houver uma tendência de apreciação de câmbio, e esta apreciação provocada pelo mercado. Neste caso o Banco Central compra divisas afim de provocar uma redução da taxa de juros. Como conclusão final, neste regime o instrumento mais potente para intervenção no mercado de câmbio sob um regime de bandas cambiais é a taxa de juros.

Com a adoção do regime de "bandas cambiais" algumas decisões devem ser tomadas *a priori* para que, posteriormente a sua aplicação, não possam vir a surgir crises especulativas por expectativas quanto a sustentação do alvos monetários, visto ser necessário que esteja claro para o mercado quais serão as ações tomadas pela autoridade monetária, no que diz respeito:

a) as regras que serão seguidas para alterações na taxa central;

b) o grau e a forma de suas intervenções;

c) quais serão os limites superior e inferior da banda; e,

d) a frequência pelas quais ocorrerão as correções intramarginais.<sup>19</sup>

Primeiro, a regra de correção para a determinação da taxa central que será adotada deve estar baseada na utilização de uma taxa fixa ou no sistema de minidesvalorizações. Nos países que tem apresentado uma taxa de inflação acima das taxas dos países que são referência de estabilidade de preços, se a composição da sua pauta de importação tem uma participação muito significativa de produtos originários destes países na balança comercial, não é aconselhável ter uma taxa central fixa com a adoção do regime de bandas cambiais. O mais comum e recomendado, é adotar uma regra de realinhamento da taxa central que não possibilite a valorização da taxa de câmbio e com ela o grau de incerteza quanto a sustentabilidade de uma taxa de inflação baixa e de pouca volatilidade das taxas de juros interna. Conjuntamente a isto, ao se adotar uma regra de correção através de minidesvalorizações qual será o

---

<sup>19</sup>Para a obtenção de mais considerações teóricas a respeito do sistema de Bandas cambiais e a análise das experiências do Chile, Israel e México, ver Helpman, E.; Leiderman, L.; Bufman, G. "New Exchange Rate Bands". (1994).

objetivo da regra: focar alvos reais (por exemplo, fixar a taxa de câmbio real) ou nominais (por exemplo, manter o alvo inicial de taxa de inflação).

Segundo, a forma de intervenção se dará com o uso das reservas internacionais ou através da taxas de juros. Quando as intervenções se processam via venda (compra) de reservas eleva-se (reduz-se) a taxa de juros, pois ao reduzir (aumentar) a liquidez de moeda em circulação o efeito final será refletido na taxa de juros. Por outro lado se a intervenção for efetuada via leilões de títulos haverá também reflexos nas taxas de juros elevando-as nos leilões de compra e reduzindo-as nos leilões de venda. O que se pode ver é que de uma forma ou de outra, qualquer meio de intervenção no mercado de câmbio terminará com o seu reflexo final sobre a taxa de juros.

Terceiro, qual será a dimensão da "banda cambial", ou seja, que dimensão teria a banda para a flutuação da taxa de câmbio. A quantificação desta dimensão deve avaliar a possibilidade da administração de eventuais choques externos e erros de previsão quanto a sua duração e intensidade, sem que haja comprometimento dos limites de flexibilidade da taxa de câmbio, tendo em vista que a necessidade de possíveis correções da taxa central não devem ser superiores ao valor percentual máximo estabelecido previamente como teto.

Quarto, deve ser determinada com que frequência e tamanho irão se processar as intervenções intramarginais. Os indicadores que podem sinalizar o momento de intervenções devem ser escolhidos pelo Banco Central de acordo com a discricionariedade da política econômica quanto as metas a serem atingidas, como por exemplo: tendências de déficits da balança comercial (como consequência da apreciação cambial); redução da absorção interna e queda na lucratividade do setor de bens exportáveis.

A experiência de países como Israel (1989) e Chile (1992) mostrou que o resultado direto de haver a transparência na condução da política cambial ao adotar o regime de bandas cambiais conjuntamente com a busca do equilíbrio das contas externas tem reflexos estabilizadores sobre os mercado financeiro, as expectativas inflacionárias e no processo de transmissão das desvalorizações aos preços internos.

### 3.A REGULAMENTAÇÃO E A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CÂMBIO

#### 3.1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo serão apresentadas as principais regulamentações que nortearam as transações cambiais, comerciais e financeiras no país. Com ênfase nas últimas modificações, principalmente a partir de 1989, no câmbio oficial através dos segmentos de câmbio livre e flutuante, desde os seus surgimentos.

O objetivo central desta parte do estudo tem por anseio descrever conjuntamente baseado nas normas jurídicas e de política econômica, as principais características do regime cambial brasileiro entre a criação do segmento de câmbio flutuante no final de 1988, até a introdução do sistema de bandas cambiais no início de 1995, comentando as suas variantes e limitações, e os controles administrativos expedidos pelo Banco Central. Como no nível jurídico, o regime cambial é observado a partir de um conjunto de leis, normas e práticas que regulamentam as transações comerciais e financeiras com divisas, a nossa preocupação não será comentar as normatizações estabelecidas pelo Banco Central, mas apresentá-las expondo a sua necessidade e o seu resultado na condução da política cambial.



Partindo do princípio que há um conjunto de atribuições legais que dão suporte institucional para a atuação do Banco Central. Como entidade controladora e fiscalizadora do sistema financeiro nacional, ele deve promover sua estabilidade, solidez, bem como buscar aperfeiçoar os instrumentos de política monetária e cambial que o auxiliam a controlar o funcionamento do mercado.

No artigo 237 da constituição brasileira expõe-se que é competência do Ministério da Fazenda "a fiscalização e o controle sobre o comércio exterior, essenciais à defesa dos interesses fazendários nacionais".

Como órgão subordinado hierarquicamente ao Ministério da Fazenda, compete ao Banco Central atuar no mercado cambial: "formulando, executando, acompanhando a política cambial e as relações financeiras do país com o exterior".<sup>1</sup>

Inicialmente, será exposta uma análise de como é a relação do Banco Central com o mercado cambial brasileiro, através da política cambial. Buscando-se observar como se deu o monitoramento do Banco Central juntos as instituições que atuam no mercado e a resposta do mercado as normatizações aplicada pelo Banco Central,

principalmente, entre o aparecimento da CC5, em 1968, passando pelo surgimento do segmento de taxas flutuantes, em 1988, e de taxas livres, em 1990. Terminando com as principais mudanças legais e normativas adotadas entre 1990 e 1995 no mercado cambial brasileiro.

### 3.2. A RELAÇÃO DO BANCO CENTRAL COM O MERCADO DE CÂMBIO

No que diz respeito a sua atuação específica na área cambial, a execução de medidas necessárias para o pleno funcionamento deste mercado leva o Banco Central a atuar na busca dos seguintes objetivos:

a) permanentemente acompanhar os agentes do mercado através de estudos e análises dos seus comportamentos, observando as tendências nos segmentos livre e flutuante;

b) monitorar as operações de câmbio dentro do país, afim de coibir as transações irregulares que possam vir a ocorrer, e dar orientação quanto a atuação dos agentes no mercado;

c) aperfeiçoar as normas, resoluções e circulares do mercado de câmbio, revisando-as sempre, afim de modernizar as regulamentações já existentes para que se melhorem as práticas já adotadas nas instituições atuantes no mercado e dê eficácia a política cambial; e por fim,

d) conduzir os processos administrativos

---

<sup>1</sup> Banco Central do Brasil: estrutura e funções, Brasília, 1994; p.13.



instaurados contra pessoas físicas e jurídicas que pratiquem irregularidades nas operações cambiais.<sup>2</sup>

Observa-se então que a organização do Banco Central tem por objetivo dar um razoável grau de controle sobre as operações do mercado de câmbio e fluxos cambiais relativos ao comércio exterior e financeiro, afim de propiciar uma maior facilidade para a administração e gerenciamento destas operações.

Assim, sob as diretrizes do Conselho Monetário Nacional o Banco Central expede normativos como resoluções, circulares e outros documentos, que são consolidados em manuais - no caso do mercado cambial tem-se a Consolidação das Normas Cambiais (CNC) e o Manual de Normas e Instruções - afim de promover através da intermediação de instituições financeiras e assemelhadas as operações de câmbio.

Sob estas diretrizes e normas, estão as seguintes instituições que atuam no mercado de câmbio:

- a) os bancos múltiplos com carteira comercial e de investimento;
- b) os bancos comerciais;
- c) os bancos de investimento;
- d) as sociedades corretoras de títulos e

---

<sup>2</sup> Banco central do Brasil: e. f. , 1994. Pg. 35.

valores mobiliários; e,

e) as sociedades corretoras de câmbio.

Estas instituições na ocorrência de falta que atente contra leis e regulamentos cambiais, penais, fiscais, normas administrativas, a ética, aos usos e costumes comerciais, e a sociedade; além de responder civilmente por perdas e danos, se for necessário, serão passíveis de pena de advertência, suspensão ou cancelamento de registro, aplicáveis pelo Banco Central, segundo a gravidade da falta.

O grande objetivo da atividade de regulamentação, segundo a versão oficial, é dar proteção ao interesse público e condições para que o funcionamento do setor, ao qual se procura regulamentar, possa se desenvolver conjuntamente com os demais setores da economia.

Consequentemente, é de se esperar que a atividade de regulamentação não somente oficial, mas também os objetivos de política econômica do governo, onde as mudanças nos objetivos de curto e médio prazos de política cambial e monetária, são fatores importantes para alterarem as políticas macroeconômicas, como: taxa de câmbio, taxas de juros e oferta de moeda.

O período que antecedeu o surgimento do segmento de taxas flutuantes servirá como pano de fundo para entender

como se pensou em associar operações do câmbio paralelo ao câmbio flutuante, e então criar um segmento cambial onde as operações ilegais seriam estimuladas a funcionar sob o olhar e controle oficial.

Como o Brasil tem um histórico de crises cambiais desde o início da década de 80, principalmente por causa da crise da dívida, buscou-se adotar uma política econômica objetivando restringir as importações, para se obter um ajustamento externo através de superávites da balança comercial, com a redução da absorção de poupança externa e aumento da poupança interna, em direção do reequilíbrio do balanço de pagamentos.

Em vista disto a aplicação da política econômica entre os anos de 1980 a 1983, combinou as seguintes medidas:

a) estabeleceu-se uma suspensão temporária nas licenças de importação que eram emitidas pela Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil (CACEX);

b) aumentou-se o controle do comércio externo, por parte do Banco Central;

c) foram estabelecidas cotas anuais de importação pela CACEX baseadas num critério que seguiam os objetivos da política externa do país, onde as empresas importadoras tinham que negociar as suas cotas diretamente com a CACEX;

d) restabeleceram-se, parcialmente e por tempo limitado, os subsídios fiscais à

exportação de manufaturados; e,

e) estabeleceram como período de financiamento as importações de uma ampla variedade de produtos o prazo de 180 dias a até 8 anos para sua amortização.

Estava claro que numa política de ajuste externo, reprimir as importações segundo um critério protecionista de acordo com o tipo de produto e o volume a ser transacionado era inevitável, em função da pequena margem de atuação da política cambial quanto a obtenção de empréstimos externos.

Como contrapartida, estimularam-se as exportações dando-lhes incentivos para que pudessem crescer significativamente. Em auxílio a esta medida utilizou-se também de um instrumento de política tarifária: o imposto sobre operações financeiras (IOF), elevando-se a sua taxa de 15% para 25% sobre as operações de câmbio e, adicionalmente, retornando-se a prática de conceder o crédito-prêmio sobre as exportações, baseada numa escala regressiva a cada ano, passando de 15% em 1981 a 3% em 1983, sendo estendida até 1985 como política de desoneração tributária e devolução de impostos.

A partir de então os superávites comerciais foram o resultado de restrições na absorção interna do país. Com as restrições ao câmbio e uma política econômica contracionista, o mercado oficial operou uma parte da

década de 80 sobre estrita vigilância da autoridade monetária, afim de se limitar a movimentação de compra e venda, e saída de divisas, para poder honrar os serviços da dívida.

Com todas as restrições impostas pela política econômica, o resultado atingido foi a evolução da balança comercial de um "déficit de U\$S 2,8 bilhões, registrados em 1980, para um superávit recorde de US\$ 19,2 bilhões em 1988, correspondendo a 6,9% do Produto Interno Bruto".<sup>3</sup>

Mesmo com o resultado apresentado pela balança comercial, o nível das reservas internacionais não se alterou muito e a necessidade de se manter um saldo mínimo de reservas suficiente era necessário.

Como em 1988 a conta de serviços apresentou um déficit de US\$ 14,4 bilhões, significando um aumento de 19,1% em relação ao ano de 1987; e em anos anteriores as remessa de juros contribuíram de modo significativo na balança de serviços, com a elevação da Libor de 6 meses agravou-se ainda mais a situação de escassez de crédito externo, e a rubrica passou a representar US\$ 9,8 bilhões, cerca de 68,4% das despesas totais da balança de serviços.

A consequência direta, de um nível de reservas internacionais insuficientes para dar condições ao



governo de cumprir o pagamento dos serviços da dívida, foi a suspensão do pagamento dos juros devidos aos bancos comerciais estrangeiros em 1989, buscando-se então a centralização das operações cambiais e aumentando-se ainda mais as restrições a saída de divisas.

Tomando-se, então por base o ambiente em que foi determinada a centralização cambial, estes eventos dificultaram outros tipos de medidas:

- a) um quadro de indefinição política;
- b) o esvaziamento do poder central;;
- c) uma nova constituição em execução; e,
- d) a impossibilidade de se cumprir os acordos com o FMI.

A consequência mais direta foram a redução da credibilidade internacional do país, dado que a crescente vulnerabilidade externa fez cair os investimentos diretos e créditos oficiais estrangeiros, além de acentuar a saída de capitais.

Neste momento o governo afim de não piorar o quadro interno e tentar posteriormente reverter esta situação adversa, o Banco Central tornou o câmbio monopólio, com duas medidas básicas:

---

<sup>3</sup> Ver Banco Central do Brasil. Relatório, 1988. Pg. 95



a) dados os graves desequilíbrios do balanço de pagamentos podia-se assumir de fato o monopólio das operações cambiais, com a estratégia de racionar o uso das divisas em situações de escassez; e,

b) o monopólio da retenção de moeda estrangeira seria irreversível, na medida em que, as instituições autorizadas a operar em câmbio só podiam manter posições compradas em moeda estrangeira, dentro de certos limites determinados pelo próprio Banco Central, que eram muito estreitos.

Com a centralização cambial os residentes e o Sistema Financeiro Nacional foram obrigados a submeterem todas as suas transações em moeda estrangeira ao controle do Banco Central, principalmente no caso das importações e de todos os pagamentos ao exterior (em especial, as remessas de lucros e dividendos das empresas matrizes e juros aos credores privados). Ou seja, além de administrar as transações externa do país, passariam a existir limites e exigências burocráticas mais rígidas na aquisição e na remessa de moeda estrangeira, por parte dos residentes, quando assim o desejassem, numa clara atitude de quebra de contrato. Qualquer pagamento internacional só poderia ser efetuado mediante análise de prioridades por parte do Banco Central.<sup>4</sup>

Os bancos que mantinham operações com o exterior

---

<sup>4</sup> A centralização cambial foi instituída pela resolução 1564, em janeiro de 1989. Esta resolução estabelecia formas e condições para as transferências ao exterior das liquidações nas operações de câmbio de venda, que neste momento operavam no segmento

podiam continuar suas operações através de suas filiais ou das instituições financeiras associadas no exterior, embora que antes de qualquer operação de pagamento externo havia a necessidade da programação de desembolsos por parte do Banco Central afim de serem concluídas, podendo ser recolhidas as sobras de divisas mantidas pelos bancos após o fechamento da posição de câmbio do dia.

Esses controles sobre as operações de câmbio ao facilitar o enfrentamento da crise cambial no final da década de oitenta com o racionamento de divisas, contribuiu por outro lado, negativamente, com a perda de credibilidade externa e com o novo impulso dado para o crescimento do mercado paralelo, como uma resposta ao racionamento da oferta de divisas.

O resultado direto foi o aumento das operações cambiais no mercado paralelo, que levou a um aumento do preço da moeda estrangeira no paralelo sobre o seu valor no mercado oficial afim de satisfazer uma demanda reprimida. Pois, como em qualquer mercado, onde surge o racionamento na oferta sem a contrapartida na retração da demanda, a tendência natural é o crescimento de um mercado não oficial e paralelo, que no caso brasileiro começava a pagar um prêmio sobre a cotação oficial acima

---

de taxas administradas. Contudo a centralização cambial só foi implementada em junho

dos valores até então observados historicamente.

Sinteticamente se pode observar que ao longo dos anos, o mercado paralelo do dólar, funcionou como um espelho das expectativas da sociedade frente as políticas cambiais adotadas. Antecipando muitas vezes, as mudanças na economia do país e refletindo as dificuldades políticas do momento, na qual as fases de turbulência na política e na economia, refletiam diretamente no aumento do ágio sobre o câmbio comercial. Deve-se ainda ressaltar que a legislação expunha ser a comercialização com divisas uma atividade ilegal embora a posse de divisas não a fosse.

Expostos estes fatores, as divisas no mercado paralelo tinham, principalmente, como origem as seguintes operações:

a) o subfaturamento de exportações (as práticas poderiam ser as seguintes: a declaração por parte dos exportadores ao governo que suas exportações eram processadas por um preço mais baixo do que eram cobrados ao importador; ou exportavam produtos de qualidade inferior a oficialmente declarada ou efetivamente embarcada; ou ainda, exportavam o produto sem prévia licença do Governo e não o submetiam ao exame da Receita Federal);

b) o superfaturamento de importações (por exemplo, existiam as seguintes práticas : o produto a ser importado era declarado

por um preço mais alto que o efetivamente negociado, adquirindo assim mais moeda no mercado oficial do que o necessário; ou era importado um produto de qualidade inferior a efetivamente declarada);

c) as exportações clandestinas (ouro, soja, café etc.); e,

d) os recebimentos de serviços.

Por outro lado, a demanda deste mercado tinha origem nas seguintes operações:

a) importações clandestinas (contrabando de bens de consumo duráveis e não duráveis);

b) repatriação de capitais não registradas no Banco Central;

c) pagamentos de serviços em geral, como: turismo, remuneração de fatores, transferências unilaterais etc. Quando não estavam permitidas no mercado oficial em virtude de regulamentações ou de controles administrativos;

d) investimento de portfólio no exterior por residentes, fora do controle do Banco Central; e,

e) a demanda por dólar e ouro, como um ativo, a título de proteção contra o processo inflacionário, investimento ou de especulação, em função da instabilidade econômica.

Como a idéia do monopólio do Banco Central sobre as operações cambiais foi perdendo fundamentação, principalmente a partir de 1990, pois as operações de

câmbio iam sendo descentralizadas à medida que o quadro de escassez de divisas se reduzia, algumas mudanças significativas foram implementadas.

A retenção de ativos monetários e financeiros externos foram aos poucos flexibilizadas, havendo uma extensão desses privilégios às instituições financeiras autorizadas a operar em câmbio e, com certas limitações, aos outros agentes econômicos. Complementariamente tentando restaurar o crédito externo, após 1990 e até o plano real, a política cambial e monetária buscou manter as taxas de juros nominal igual à taxa esperada de inflação do mês seguinte acrescida da taxa de juros real, num nível que pudesse estimular: o influxo de capitais externos, a demanda por títulos públicos e uma taxa de câmbio mais realista.

A reestruturação das obrigações externas do país deveria a seu modo contribuir, neste período, para:

- a) superar os desequilíbrios financeiros do setor público; e,
- b) consolidar a estabilidade do câmbio.

O objetivo principal desta prática era manter a liquidez do títulos públicos mediante um retorno maior que o apresentado pelos ativos financeiros estrangeiros, isto sendo conseguido via o nível de diferencial coberto



entre as taxas de juros americana e brasileira.

Como o mercado de câmbio foi redimensionado, o resultado desta política foi a manutenção de uma taxa de câmbio mais valorizada para o segmento comercial do que para o segmento flutuante, pois a política de manutenção de uma taxa real mais desvalorizada estava somente ligada as transações comerciais e de serviços.

Pode-se então agora ressaltar quem são os agentes participantes pelo lado da oferta no mercado oficial de câmbio brasileiro, e produzem divisas:

- a) os turistas estrangeiros;
- b) os exportadores de bens e serviços;
- c) os receptores de investimentos externos;
- d) os tomadores de empréstimos e financiamentos do exterior; e,
- e) os receptores de transferências do exterior.

Na outra ponta estão os agentes demandantes que recebem as divisas, que são:

- a) os turistas brasileiros;
- b) os investidores brasileiros no exterior;
- c) os importadores de bens e serviços;
- d) as empresas que repatriam investimentos externos ou pagam lucros e dividendos



sobre eles;

e) aqueles que amortizam ou pagam juros sobre empréstimos e financiamentos captados no exterior; e,

f) instituições ou pessoas físicas que remetem transferências ao exterior.

Hoje, este mercado está segmentado em dois blocos oficiais e que estão sendo modelados discricionariamente, definidos assim:

a) um segmento de taxas flutuantes, e

b) um segmento de taxas livres.

Este processo de transformação pelo qual vem passando o mercado cambial brasileiro começou de forma definida a partir do surgimento do segmento de câmbio flutuante como uma proposta ousada para dar mais liberdade ao mercado de comprar e vender moeda estrangeira. E posteriormente, continuou com a edição da resolução 1.690 em março de 1990, que criou o segmento do mercado de câmbio com taxas livres, extinguindo o câmbio administrado na qual a política de minidesvalorizações diárias existia, onde passariam as ser efetuadas as operações comerciais.

Em vista do Brasil sempre ter adotado restrições saída de divisas, é importante ter um breve histórico de como se comportou o mercado cambial desde os primeiros

processos de abertura ao capital externo.

### 3.3. DA NORMATIZAÇÃO DOS FLUXOS CAMBIAIS NOS ANOS 50 AO SEGMENTO DE TAXAS FLUTUANTES NOS ANOS 90: CONFLITOS E COMPLEMENTARIDADES

Com intuito de poder trazer maior compreensão de como foram processadas as operações de captação de recursos, e de compra e venda de divisas, bem como entender quais foram os alicerces da política cambial entre os anos sessenta e final dos oitenta. É importante ter a noção das regulações e normas ditadas pelo Banco Central sobre os fluxos cambiais no Brasil, desde a década de cinquenta com os sistemas de leilões de câmbio até a segmentação do mercado, com a existência subjacente de taxa múltiplas de câmbio.

No início dos anos 50, uma grande reforma cambial foi efetuada em janeiro 1953, quando se editou a lei 1.807. Neste período o Brasil estava atravessando uma crise cambial aliada a uma política de estabilização interna, e seu histórico cambial não o favorecia.

Sendo necessário aumentar os estímulos a entrada de capital, pois o país já tinha recorrido a empréstimos externos oficiais com o objetivo evitar as pressões inflacionárias que uma possível desvalorização cambial

traria, sem muito sucesso. Com a edição da lei 1.807 criou-se o mercado livre de câmbio e foram transferidas para este mercado o movimento de capitais. Como a situação cambial não havia melhorado, mas se agravado pelo colapso do preço do café e contração das exportações, além de conjuntamente haverem altos compromissos externos a serem cumpridos entre 1954 e 55. Com o intuito de reverter este quadro, desvalorizou-se o câmbio através da instrução 99 da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc) em agosto de 1953, sem que se tenha obtido um bom resultado, pois as exportações não se recuperaram o necessário para gerar superávits comerciais.

Veio então a Instrução 113, de 27 de janeiro de 1954, que autorizava a emissão de licença de importação sem cobertura cambial, permitindo aos investidores estrangeiros residentes no país importarem bens de capital sem as divisas correspondentes, ou seja, eles não estavam obrigados de converter divisas pela taxa de mercado livre e efetuarem posterior recompra das licenças de importação nos leilões de câmbio por um valor mais alto, que trazia a perda de divisas com o confisco cambial. Este mecanismo possibilitou dar folga ao balanço de pagamentos, com os seu reflexo mais a médio e longo prazos, pois iria gerar um fluxo esperado de divisas em

continuação aos planos de investimentos. A partir de 1955 o movimento de capitais cresceu, recuperando-se do saldo negativo de U\$S 3 milhões atingido em 1954.

Como o governo Juscelino Kubistech direcionou sua política interna para um cenário de maior abertura da economia brasileira, promoveu-se em meio a política econômica do plano de metas um maior incentivo a entrada de capital externo; Baseando-se no critério de maior facilidade ao investidor externo que estivesse direcionando a expansão dos investimentos internos em associação ao capital privado nacional.

Este comportamento foi observado neste período através da política cambial, que funcionou como o principal instrumento a disposição do governo federal capaz de elevar a taxa de investimento da economia e reduzir o déficit do balanço de pagamentos. Nesta sistemática a utilização de medidas de política comerciais em conjunto com medidas de política cambial formaram a estratégia de política econômica do governo.

Meses após uma reforma cambial que reduziu de cinco para duas taxas de câmbio e que criou as taxas de câmbio geral e especial por sistema de leilões, fundamentou-se a entrada e saída de capitais estrangeiros através do decreto 42.820, de 16 de dezembro de 1957.

Este por sua vez, tornou-se uma das principais peças

jurídicas a fundamentar a mobilidade do capital externo no Brasil. O resultado desta maior liberalidade para a entrada de capitais foi uma aceleração do processo de substituição de bens de capital ao invés dos bens de consumo, em função desta ter sido a estratégia adotada neste estágio de industrialização da época.

Recorrendo-se ao seu artigo 17, encontra-se a fundamentação legal para as transferências internacionais de moeda nacional que deu suporte para regulamentações posteriores e promoveu a modernização industrial na época:

"é livre o ingresso e a saída de papel-moeda nacional e estrangeira, bem como ações e de quaisquer outros títulos representativo de valores".

Embora o decreto determina-se que o fluxo de divisas era livre, o mecanismo de cobertura cambial continuava a existir, como forma de permitir saída de divisas para as remessas de lucros, juros e dividendos, como contrapartida para as operações, adicionada a necessidade de que a saída fosse em espécie e pelo próprio agente, sem intermediação por instituições financeiras.

As medidas de estímulos ao capital externo surtiram o efeito desejado, pois se conseguiu poupança externa. O resultado destas medidas em conjunto se refletiu nas



entradas autônomas de capital entre 1950 e 1955, que estavam por volta de U\$S 78 milhões por ano em média, e saltaram no quinquênio posterior para valores próximos de U\$S 396 milhões, um crescimento de 407%.

Saldo final da política cambial do período, foi positivamente a aceleração do processo de substituição de bens de capital e o estímulo a produção interna; mas, negativamente uma herança de aceleração inflacionária, a manutenção da taxa do mercado livre apreciada artificialmente e a deterioração do balanço de pagamentos.

Em meio a uma conjuntura política conturbada no início da década de sessenta, associada com o agravamento do balanço de pagamentos e a necessidade de se elevar a formação bruta de capital fixo sem agravar a situação cambial, o governo tomou uma série de medidas para reverter o quadro.

A primeira foi a edição da Instrução 204 da Sumoc, que determinou quais as importações de bens e equipamentos que seriam consideradas essenciais e passariam a ser liquidadas pela taxa de câmbio do mercado livre. Tinha-se por objetivo desvalorizar a taxa de câmbio e promover a unicidade cambial.

Dentre outras medidas para elevar o nível de investimento na economia e reduzir o déficit do balanço



de pagamentos, a edição da lei 4.131, de 03 de outubro de 1962, buscou disciplinar a aplicação de capital estrangeiro em investimentos, reinvestimentos e operações financeiras no Brasil, além da sua posterior remessa na forma de lucros, dividendos e outros rendimentos.

No amparo desta lei, os empréstimos deveriam ser captados diretamente do credor internacional em nome de uma instituição não financeira, por intermédio de uma instituição financeira que estaria sujeita a fiscalização da autoridade monetária, que àquela época era a Sumoc.

Em seu art. 1º, a lei 4.130 deixava claro que a entrada de capital externo no país somente seria considerada investimento estrangeiro se os recursos financeiros ou monetários fossem direcionados para a aplicação, em atividade econômica no País, sob a forma de capital de risco, bem como pelo ingresso de bens, máquinas e equipamentos sem dispêndio inicial de divisas, e concomitantemente quando pertencesse a pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior. Como o problema de escassez de divisas não foi reduzido, a lei 4.130 expunha que a entrada de máquinas e equipamentos seria permitida, considerando-se que previamente existisse a entrada de capital oriundo de empréstimos externos.

Quando se instalou o movimento militar em abril de

1964, através do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), buscou-se estimular o ingresso de capitais estrangeiros para evitar o estrangulamento periódico da capacidade de importar.

Tentou-se então consolidar o processo de investimento, afim de restaurar o crédito ao setor privado, mediante as seguintes políticas:

a) para o comércio exterior adotaram-se taxas cambiais favoráveis, estímulos fiscais e cambiais além de financiamentos adequados;

b) no regime cambial eliminaram-se progressivamente os subsídios, as taxas preferencias (exceto para o café) e os depósitos compulsórios, disciplinando a expansão do endividamento e reescalando os compromissos. Mantendo o monopólio de compras de cambiais da exportação de café, além de uma programação rigorosa do orçamento cambial; e por fim,

c) aos capitais estrangeiros reduziram-se as restrições legais para a entrada e a saída, existentes após 1961.

Todas estas medidas almejando em conjunto dar incentivo as exportações e buscando trazer o reequilíbrio das contas externas.

Para que houvesse mais facilidades aos fluxos de capitais externos tanto na entrada quanto na saída, através do decreto 55.762, de 17 de fevereiro de 1965, conhecida como a lei de remessas de lucros, deu-se

embasamento legal a manutenção de contas correntes por não residentes em moeda nacional, que em seu artigo 57 autorizava as pessoas jurídicas não residentes - no caso, instituições financeiras domiciliadas ou sediadas no exterior, independentemente de sua origem - a possibilidade de terem contas correntes de livre movimentação externa aqui no país. Eis o que dizia o decreto:

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

O resultado prático da lei foi um grande afluxo de capitais externos, em sua grande maioria contratados por empresas públicas brasileiras. A regulamentação destas contas correntes veio com a carta circular nº 5 em 27 de fevereiro de 1969 com a edição da Carta - Circular 5.

Seu objetivo era permitir a abertura de contas correntes para que pessoas física ou jurídica, não residentes, pudessem movimentar nos bancos brasileiros contas em moedas estrangeiras. Estas contas iriam

facilitar a entrada e posteriores remessas de moeda estrangeira na forma de lucros e dividendos para empresas no exterior que tinham negócios com empresas brasileiras e filiais instaladas aqui no Brasil.

No entanto, a CC5 manteve em essência a característica básica do decreto 55.762, ao permitir que os não residentes somente usassem moeda nacional para comprar moeda estrangeira e remetê-las ao exterior, se essa moeda nacional fosse o resultado de uma venda anterior de moeda estrangeira. A única diferença entre a CC5 e o decreto foi o acréscimo da possibilidade de se remeter divisas ao exterior por meio da intermediação financeira.

A manutenção para a vinculação da saída de capital em relação a um anterior ingresso de divisas, era o resultado da persistência das restrições externas que ainda existiam, e da necessidade de se estimular a entrada de investimentos privados destinados a criar ou aumentar o imobilizado das empresas estrangeiras sediadas no país. O intuito final era ter um saldo positivo na movimentação de capital.

Esta legislação permaneceu quase inalterada por mais de duas décadas em grande parte, como resultado: primeiro, da alta liquidez internacional na primeira metade da década de setenta; segundo, pelo agravamento

do processo de crescimento dos preços; terceiro, pelo agravamento do déficit do balanço de pagamentos; quarto, pelas sucessivas crises cambiais; e quinto, pelos vários anos de estagnação econômica, que em resumo não ensejavam segurança e rentabilidade aos investimentos estrangeiros no país, além de aumentarem o risco para o capital.

Como a normatização da CC5, não sofreu alteração em toda a década de setenta e parte da década de oitenta. Quando o segmento de taxas flutuantes foi regulamentado surgiu o choque entre as legislações da CC5 e da resolução 1.552, que restringiam a liberdade de movimentação da moeda estrangeira entre o segmento de taxas flutuantes e o mercado paralelo.

O choque estava na permissão dada pelo segmento de taxas flutuantes para a livre movimentação de moeda estrangeira nas contas de instituições financeiras não-residentes, enquanto que a CC5 ainda restringia essa movimentação.

Ao deixar-se margem para novas interpretações, as operações de transferências financeiras entre residentes e não-residentes tornou-se confusa. Por conta da lei determinar a necessidade de haver autorização prévia para o envio de moeda ao exterior, à vista do decreto 55.762 ter dado autorização genérica e não ter previsto os casos em que eram possíveis ou não a autorização.



Como na jurisprudência, as decisões judiciais são adotadas ao serem submetidos a julgamento os casos concretos ou questões semelhantes, e assim vão se formando decisões uniformes e reiteradas sobre determinado assunto, surgiu então a possibilidade de autorização, porque o decreto previa ao dizer "independentemente de qualquer autorização" tal espaço na lei.

O resultado foi o conflito estabelecido entre as legislações do segmento de taxas flutuantes e do decreto, inviabilizando as instituições credenciadas de enviarem moeda nacional ao exterior, dada a condição de ser em espécie e através de um portador as instituições estrangeiras. Visto que o maior impeditivo era volume de capital que estava sendo transacionado no sistema financeiro internacional 40 anos depois da entrada em vigor do decreto.

Necessitando de modificações e sem ferir a legislação existente, regulamentou-se a possibilidade da abertura de contas correntes, que seriam registradas no plano contábil já existente no Banco Central e nos bancos privados, conta esta denominada: "Depósitos de Domiciliados no Exterior ou Contas DDE".

A partir de então haveriam dois meios para a movimentação financeira por um não residentes: um sob a



legislação da CC5 e outro sob a legislação do segmento de taxas flutuantes.

Nesta conta DDE seriam agrupadas pelos bancos as contas individuais de cada residente ou não residentes pessoa física ou jurídica. Consequentemente, as instituições estrangeiras poderiam ter as suas contas correntes também agrupadas a DDE.

Como forma de corrigir esta incompatibilidade, em 20 de fevereiro de 1992, o Banco Central através da Carta Circular 2.259 adicionou a DDE uma sub conta denominada de: "contas livres - de instituições financeiras - mercado de câmbio de taxas flutuantes". Nesta sub conta as movimentações não sofriam regulação da CC5 e tinham plena liberdade para ocorrerem.

As sub contas que sofreriam a regulamentação da CC5 seriam especificamente registradas em "contas livres - provenientes de vendas de câmbio" e "contas livres - de outras origens", onde estariam as operações de livre movimentação de depósitos em moeda nacional por seus respectivos titulares e que o seu saldo fosse objeto de transferência para o exterior ou aquisição de moeda estrangeira

Esta prática tornaria mais simples a identificação das origens e aplicações, além dos beneficiários dos recursos depositados nas instituições, tendo em vista a

necessidade de serem efetuados o registro dos valores dos depósitos à vista, somente em moeda nacional, oriundos ou não de operações de câmbio, tanto de pessoas físicas como de pessoas jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior.

Nestas contas a regra que determinavam a forma quanto as suas movimentações eram as seguintes:

a) se o não-residente for uma pessoa física ou jurídica, que não seja uma instituição financeira, o seu saldo de conta corrente em moeda nacional poderá ser utilizado para compra moeda estrangeira afim de remetê-las ao exterior, se esses saldos forem originários de uma venda de moeda estrangeira anterior a um banco brasileiro;

b) se o não residente for uma instituição financeira, o saldo em moeda nacional de sua conta corrente pode ser utilizado para comprar moeda estrangeira e remetê-las ao exterior sem qualquer restrição; e,

c) o funcionamento destas contas dar-se-iam pela contabilização do crédito através do depósito de recursos em espécie e do débito através do saque ou transferência interbancária;

As transferências de moeda nacional entre contas de não residentes, no mesmo banco ou entre bancos distintos estão fora desta caracterização.

Ficou estabelecido também que as transferências internacionais de recursos podiam ser cursadas livremente

e independentemente de valor, qualquer que seja a movimentação de moeda nacional entre as contas correntes de um residente e um não residente, desde que registradas no SISBACEN, observando os seguintes procedimentos:

a) as transferências devem ser entre ou por intermédio de bancos nacionais ou estrangeiros;

b) um não residente deve comprar no banco um cheque administrativo não endossável para as transferências em moeda nacional, nos valores igual, superior ou equivalente a U\$S 10 dólares, onde sejam expostos a crédito de qual a instituição não residente será depositado a transferência de recursos e o seu beneficiário;

c) as transferências internacionais em moeda nacional, bem como as movimentações de contas-correntes em moeda nacional, tituladas por não-residentes, por valores inferiores equivalentes a U\$S 10 dólares, podem ser efetuadas por intermédio de cheques comuns e demais instrumentos utilizados no mercado financeiro, dispensado do registro no SISBACEN;

d) a finalidade da transferência; e,

e) os dados documentais do agente que está transferindo recursos para o exterior.

Outra peça de regulamentação para a entrada capital foi a resolução 63, de 21 de agosto de 1967. Esta resolução estabeleceu mais uma maneira para a entrada de capital estrangeiro, que seria através de empréstimos entre não residentes e residentes, pois facultou as

empresas nacionais e estrangeiras a possibilidade de se obter empréstimos de curto prazo no exterior.

Foi a partir desta resolução que as grandes empresas do setor estatal envolvidas em novos projetos, recorreram de forma crescente a este canal de empréstimos externos. Aproveitando a expansão da liquidez internacional no final dos anos 60 e início dos anos 70.

Após esta resolução, regulamentaram-se os empréstimos diretos das instituições financeiras do exterior a uma instituição financeira estabelecida no Brasil que, por sua vez, repassaria ao tomador final do empréstimo os recursos quer para financiamento de capital fixo, quer de capital de movimento, obrigando-se o mutuário assumir a respectiva liquidação do empréstimo mediante:

- a) cláusula de correção cambial;
- b) os custos de captação da instituição financeira;
- c) o imposto de renda sobre a remessa de juros para o exterior;
- d) o IOF; e,
- e) comissão de repasse.

A principal distinção entre a resolução 63 e a lei 4.131 estava na forma de atuação da intermediação financeira.

Com a resolução 63 o banco tomaria emprestado recursos no exterior em seu próprio nome, enquanto que com a lei 4.131 estes mesmo recursos seriam tomados em nome de terceiros, empresas privadas ou públicas.

A resolução 63 facultou a possibilidade de contratação direta de empréstimos externos, com o prazo mínimo de três meses. Onde os bancos autorizados para captar os empréstimos externos destinados a repasses para as empresas eram os seguintes:

- a) bancos de investimentos e desenvolvimento privado;
- b) Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); e,
- c) bancos comerciais autorizados a operar em câmbio.

Inicialmente estes repasses estavam destinados basicamente para os investimentos privados, embora posteriormente o leque de beneficiados fosse estendido para as empresas de economia mista e públicas, que se dedicavam a atividades industriais e comerciais, diretamente vinculadas a fabricação, ao processamento ou a circulação de bens e a prestação de serviços.

A partir desta resolução, a aplicação do capital estrangeiro e a captação de recursos estrangeiros foram disciplinadas da seguinte maneira:

a) empréstimos - são capitais caracterizados pela natureza de transitoriedade e restituibilidade;

b) investimentos - estão direcionados para o incremento de capital de natureza fixa com risco sistêmico ou não; e,

c) financiamentos - estão relacionados à compra ou venda de mercadorias; bens de consumo ou de capital; vinculados à produção ou não; a médio e longo prazos, e direcionados para a exportação ou importação.

Houve um grande afluxo de capitais externos, em sua grande maioria contratados por empresas públicas brasileiras. Essa mudança esteve associada às operações de crédito externo tanto na forma direta quanto indireta, ao amparo da lei 4.131 e resolução 63.

Como resultante deste afluxo de capital, a composição do endividamento externo se modificou, bem como após 1967 a dívida externa brasileira cresceu a taxa anual de 19,3% até 1973. A participação das empresas públicas na participação dos empréstimos privados na dívida pública externa, em 1967, era 26.9% e passou para 64.1%, em 1973.

Nos anos ,entre 1974 e 1979, a economia brasileira conseguia crescer a uma taxa média de 7,8% ao ano, mas as custas de um aumento próximo de 300% do endividamento externo.



No período que compreende a edição resolução 63 até o surgimento da segmento de taxas flutuantes, a política cambial pode ser caracterizada ,resumidamente, em quatro grandes fases:

a)O início das Minidesvalorizações e o "Milagre Econômico" (1968/73);

b)A Crise do Petróleo e a Maxidesvalorização (1974/79);

c)Os anos de Crise Externa (1980/85); e,

d)A era dos Planos Econômicos (1986/1989).

Neste período o objetivo básico da política cambial estava em obter a estabilidade a taxa de câmbio real para atender a estratégia comercial de aumentar e diversificar as exportações e importações do país, tentando conciliar o incentivo à captação de recursos externos com uma política antiinflacionária de 1968 até 1979.

De 1980 a 1985, buscou-se honrar os serviços da dívida externa com a geração de superávits comerciais, mantendo a taxa de câmbio compatível com as variações entre a inflação norte americana e interna. E após 1986 a taxa de câmbio foi utilizado como âncora cambial, período em que se valorizou apreciavelmente pelo seu repetido emprego nos planos heterodoxos.

### 3.4. O SURGIMENTO DO SEGMENTO DE TAXAS FLUTUANTES: UMA PROPOSTA INICIAL DE LIBERALIZAÇÃO CAMBIAL

Este segmento do mercado de câmbio foi criado pela resolução 1552, de 22 de dezembro de 1988 e começou a operar regulamentado pela circular 1402, de 29 de dezembro de 1988.<sup>5</sup>

Sendo criado em resposta ao crescimento do mercado paralelo do dólar, e associado à necessidade do governo ter de elevar a entrada legal de divisas, inicialmente este segmento ficou conhecido como "dólar turismo" e o seu grande objetivo era fazer com que operações, antes realizadas no "mercado paralelo", passassem a ser realizadas sob o controle fiscal do Banco Central. Inicialmente apenas as transações com moeda estrangeira para fins de turismo era efetuadas neste segmento, contudo, somente mais tarde este mercado passaria a abranger outras operações.

Desde a sua criação, as operações efetuadas no segmento de taxas flutuantes são registradas a cada dia nas delegacias regionais do Banco Central, e os operadores autorizados - bancos, empresas de turismo e hotéis credenciados.

Estas instituições financeiras e não financeiras,

não podem concomitantemente estar operando com o acúmulo de ativos em moeda estrangeira, no caso comprado; ou operando com acúmulo de passivos, e neste caso operar vendido. Quando não há o conjugamento das duas operações tem-se, o que se chama de operações descasadas; e, havendo o equilíbrio entre a compra e venda considera-se que há operações niveladas.

Com o seu surgimento conseguiu-se atingir os objetivos desejados, pois da manutenção ilegal da moeda estrangeira a possibilidade de movimentação legal da moeda mantida por pessoas físicas e jurídicas, deixou de ser crime. O resultado em poucos anos foram o surgimento do superávit das rubricas do balanço de pagamentos, que antes eram deficitárias, e passaram a apresentar superávites sucessivos.

Também um outro fator ligado a criação do segmento de taxas flutuantes dizia respeito as mudanças no ambiente internacional e estava centrada na "percepção das mudanças estruturais da economia e do comércio exterior brasileiro, e das novas formas de articulação internacional que se engendravam e inspiravam o projeto de mercado de câmbio de taxas flutuantes.(...) ele na verdade (...) ampliava a conversibilidade da moeda nacional, enquanto se aguardava um ambiente mais propício

---

<sup>5</sup> Banco Central do Brasil, relatório, Brasília, 1989, Pg. 89.

para a sua instalação plena no Brasil".<sup>6</sup>

No momento da criação do segmento de taxas de câmbio flutuante as suas características básicas eram as seguintes:

a) a taxa de câmbio iria flutuar sem a intervenção do Banco Central;

b) todas as operações seriam realizadas neste segmento por instituições autorizadas e credenciadas (corretoras e distribuidoras de valores, as agências de viagens, hotéis e bancos comerciais e de investimento). No caso, as instituições credenciadas só estavam autorizadas a atuar neste segmento do mercado, enquanto que as credenciadas poderiam atuar tanto neste segmento como no segmento de câmbio administrado; e as operações efetuadas neste novo segmento seriam registradas no Sistema de Informações Banco Central - SISBACEN;<sup>7</sup>

c) o capital ou o patrimônio líquido mínimo necessários para o credenciamento eram: 10.000,00 OTN's para hotéis e agências de viagens; 30.000,00 OTN's para as corretoras e distribuidoras e os bancos não precisavam comprovar capital mínimo;<sup>8</sup>

d) haveriam também limites quantitativos para as seguintes operações: US\$ 4.000,00 para viagens internacionais e US\$ 8.000,00 para a utilização de cartões de Crédito internacional pessoal; e,

e) era permitido aos agentes que tivessem

<sup>6</sup> Ver Freitas (1995), Pg. 97.

<sup>7</sup> O SISBACEN é uma rede de informações - normativos, dados estatísticos, contábeis, e outras informações relevantes - funcionando diariamente, e sendo acessado por usuários cadastrados em todo o país, via teleprocessamento em terminais de computadores.

<sup>8</sup> O valor aproximado em dólares como capital ou patrimônio líquido mínimo para o credenciamento a época eram de: US\$ 63 mil para hotéis e agências de viagens e US\$ 190 mil para corretoras e distribuidoras.

comprado moeda estrangeira no mercado paralelo puderem vendê-las nas instituições autorizadas a operar no mercado sem a necessidade de identificação.

Criava-se então um precedente muito importante, ou seja, um canal de comunicação entre o mercado paralelo e o segmento de taxas flutuantes com a possibilidade da não identificação do vendedor de divisas.

Esta comunicação dotou o mercado cambial de uma concorrência entre o mercado paralelo e o segmento de taxas flutuantes na compra dos saldos de moeda estrangeira não alocadas ao segmento de taxas administradas e trouxe a possibilidade de flutuação da taxa de câmbio ao invés da alteração do nível de reservas internacionais do governo.

A não identificação do vendedor de divisas para "câmbio turismo" foi um aspecto inovador, embora tenham que ser ressaltados dois pontos cruciais para efeito de regulamentação: a natureza da operação cambial e a origem das divisas.

Estas facilidades para o ingresso de recursos do mercado paralelo para o segmento de taxas flutuantes deixou espaços que poderiam naturalmente ser ocupados por atividades ilegais de recebimento de divisas, com origem duvidosa, embora continua-se a existir a ação fiscal

sobre tais operações.

Como a operação de venda de moeda estrangeira não precisava de identificação por parte do vendedor às instituições, para as operações de compra uma documentação mínima era necessária para efetivá-las. Estes procedimentos tinham o intuito de poder justificar a necessidade da venda de moeda estrangeira para declarar a finalidade da operação.

Ainda em 20 de abril de 1989, a resolução 1600 introduziu novos itens a resolução 1552 estendendo ao mercado de taxas flutuantes as seguintes transações:

- a) transferências unilaterais;
- b) fianças as contratadas no exterior por importadores de produtos brasileiros; e,
- c) operações de compensação cambial.

Com a ampliação do leque de transações e pagamentos autorizados ao exterior, alteraram-se os saldos tanto nas rubricas da conta de transações correntes quanto as rubricas na conta de capital.

A partir de então teve-se a ampliação dos limites de transações no segmento de taxas flutuantes e a liberação de muitas transações, que antes ilegais, passaram a ser cursadas no novo segmento. No balanço de transações correntes as contas que mais sofreram alterações foram as



de serviços, a priori, a rubrica viagens internacionais e a transferências unilaterais. Na conta de capital foram facilitados os investimentos brasileiros no exterior com a repatriação da receita de lucros e dividendos.

As consequências das inovações trazidas pelo segmento de taxas flutuantes foram bastante profundas. Era necessário criar uma livre mobilidade para o fluxo de divisas entre o mercado "paralelo" e o segmento de câmbio flutuante, pois só dessa forma seria atrativo trazer as operações antes cursadas na ilegalidade para um mercado sob a fiscalização do governo, dado que era impossível fazê-las segundo a regulamentação do segmento de taxas administradas.

Como uma grande parcela da oferta de divisas encontrava-se depositada em contas no exterior e estas divisas somente reingressariam para o país se houvesse a possibilidade de saírem do país a qualquer momento sem a necessidade de autorização prévia por parte do governo, devia ser regulamentada uma legislação que torna-se viável a livre mobilidade dos fluxos entre os mercados.

A forma encontrada para impulsionar que as divisas do mercado paralelo circulassem no novo segmento cambial, estava centrada no mecanismo de preços.

Nesta condição esperava-se que o mercado trataria de aproximar a receita marginal do custo marginal para a

transação com moeda estrangeira, resultando em um prêmio cambial igual entre os dois mercados.

A taxa de câmbio a qual seriam negociadas as operações neste novo segmento necessariamente deveria estar em um nível próximo ao da taxa de câmbio do mercado paralelo. Esta era uma condição necessária, para que o sentido e a atração do segmento de taxas flutuantes não fossem prejudicados.

A criação de um novo segmento para compra e venda de divisas sem ao menos dar-lhe a possibilidade de que o preço da moeda neste mercado fosse igual ao preço da moeda no mercado paralelo, torná-lo-ia inviável e pouco atrativo, pois somente dessa maneira seria possível ter um novo segmento do mercado de câmbio funcionando com as divisas originárias do mercado paralelo sob a fiscalização governo.

Com a possibilidade da arbitragem entre os mercados, foram equalizados os preços. O mecanismo de ajuste deixou que as oscilações entre oferta e demanda determinassem o preço de equilíbrio, já que houve um excedente de oferta de divisas no novo segmento e o seu preço caiu, a tendência natural foi a migração deste excedente de divisas para o mercado paralelo, que pagava um prêmio maior na compra e venda.

O resultado final foi a queda no preço do mercado

paralelo com o excedente de oferta, sem que houvesse a contrapartida da demanda, obtendo-se a equivalência de preços entre os mercados como resultado da maior mobilidade de capital como mostram os gráficos 5 e 6.

Completada esta etapa, o governo deveria estar preocupado em aperfeiçoar as normas e regulamentações, para que a movimentação de recursos entre residentes e não residentes fossem ainda mais atrativas e não aparentasse risco quanto a devassa fiscal injustificadas; questionamentos quanto a procedência dos recursos; mudanças bruscas de legislação e alterações no comportamento do valor da moeda, como resultado natural da falta de confiança no governo.

Em busca do objetivo de favorecer a repatriação de capitais pelo segmento de taxas flutuantes, foi permitido as instituições credenciadas pelo Banco Central atuarem comprando e vendendo moeda estrangeira com as instituições financeiras do exterior, através da entrega e recebimento da moeda nacional em troca.

### 3.5. O SEGMENTO DE TAXAS LIVRES - EM BUSCA DE MAIS LIBERDADE PARA O CÂMBIO

Alguns meses após a criação do segmento de taxas flutuantes, como proposta do Plano Collor I para o processo de estabilização em conjunto com o processo de abertura, buscou-se retirar do Banco Central a responsabilidade de defender uma certa paridade cambial no segmento de taxa administradas, ao criar-se com a edição da resolução 1.690 do Conselho Monetário Nacional (CMN), em 18 de março de 1990, o segmento do mercado de câmbio com taxas livres.<sup>9</sup>

Com esta resolução, o mercado de câmbio administrado, que até então existia, foi redefinido.

A partir de então não haveria intervenção do Banco Central nas operações de câmbio, a forma de relacionamento entre as instituições autorizadas a operar em câmbio e o Banco Central estavam completamente modificadas. Agora, o Banco Central deixava de garantir as posições vendidas das instituições financeiras, e assim através das compras primárias ou transações interbancárias, elas deveriam se utilizar para fechar a sua posição cambial.

---

<sup>9</sup> O CMN é o órgão deliberativo do Sistema Financeiro Internacional (SFI). A ele compete "estabelecer as diretrizes gerais das políticas monetárias, cambial e

O Banco Central modificou o seu critério de atuação no mercado de taxas livres, tentando dar a política cambial compatibilidade as metas monetárias, pois ao invés de tentar desvalorizar a moeda com base na inflação interna, preferiu deixar flutuar a taxa de câmbio, optando por fixar o nível de reservas internacionais que fosse compatível com as metas de base monetária. O Banco Central apenas direcionou a sua intervenção no mercado de câmbio apenas para garantir as metas monetárias, cabendo ao mercado o ajuste cambial. Estava em curso um sistema puro de taxas de câmbio flutuante.

A criação do mercado de câmbio livre foi a principal medida no que diz respeito a estratégia de liberalização comercial implantada pelo governo em 1990. Buscou-se com a sua criação, eliminar as barreiras administrativas as importações e manter apenas as tarifas aduaneiras como mecanismo de proteção ao setor interno.<sup>10</sup>

Este outro segmento do mercado de câmbio ficou sendo conhecido como: "câmbio-comercial"; e entre os ofertantes e demandantes, deste segmento, deveriam estar as instituições de intermediação financeira autorizadas a operar em câmbio, que eram o elo de ligação entre dos dois agentes do mercado.

---

creditícia; regular as condições de constituição, funcionamento e fiscalização das instituições financeiras". (Banco Central do Brasil: e. f., 1994)

<sup>10</sup> Banco Central do Brasil, relatório, 1990. P 17.

Inicialmente a resolução deixou clara que haveria uma nova postura quanto ao relacionamento entre o Banco Central e o mercado de câmbio, e as relações interbancárias. Em seguida, estabeleceram-se os níveis para as posições cambiais dos estabelecimentos bancários, fixando o limite máximo de posição vendida em U\$S 5 milhões.

Ainda haveria o mercado interbancário, onde os bancos para acertarem sua posição de câmbio podiam comprar e vender entre si moedas. Numa situação de desequilíbrio das carteiras de câmbio de alguns bancos, o mercado interbancário funcionava como um instrumento regulador da liquidez cambial, além de fonte de captação de moeda nacional. Ficando estabelecido pelo Banco Central que numa situação de escassez de moeda estrangeira o dólar futuro poderia ser utilizado para equilibrar a carteira de câmbio dos bancos em posição vendida desfavorável.

As penalidades para os bancos que apresentassem um excesso de posição vendida ao final do movimento diário de câmbio, seria o recolhimento ao Banco Central, por débito na conta de "reservas bancárias", de uma quantia equivalente ao custo de assistência financeira com base na menor taxa para empréstimos cobrada pelo Banco Central, que incidiria sobre o excesso. Esta regra não se



aplicaria para o excesso de posição vendida apurado no encerramento do movimento diário inferior a U\$S 10.000,00 (dez mil dólares dos estados unidos). A atuação do Banco Central quanto ao controle das posições cambiais dos bancos era extremamente importante, pois é através dela que se controlam as reservas internacionais do país.

Finalmente, o que se pode compreender é que a atuação do Banco Central visou buscar uma posição cambial nivelada dos bancos, em virtude de não ter sido permitido nenhum banco manter-se em posição vendida acima do limite da estabelecidos, mas permitiu-se uma posição comprada ao ilimitada.

Ainda no segundo artigo, o Banco Central determinava que "Os estabelecimentos bancários autorizados a operar em câmbio deveriam apurar sua posição de câmbio no encerramento do seu movimento diário de compras e vendas, consideradas globalmente todas as moedas e o conjunto de suas dependências no país". Observando que haveria liberdade para que as próprias instituições financeiras definissem suas posições de câmbio comprada, muito embora em seu art. 10º, a resolução ter deixado um espaço para um eventual necessidade de se poder alterar os limites de posição comprada das instituições financeiras.

Um mês depois este critério de posição comprada foi revisto pela circular 1684, que estabeleceu ser dever da

instituição financeira "constituir depósito em moeda estrangeira junto ao banco central, de sua posição de câmbio comprada excedente de U\$S 1.000.000,00 (um milhão de dólares dos estados unidos), eventualmente ocorrida no encerramento do seu movimento diário, consideradas globalmente todas as moedas e o conjunto de suas dependências no país.

Como o Banco Central, que é o executor da política cambial e tem a função no mercado interbancário de buscar a estabilidade da taxa de câmbio, estas normas deveriam facilitar o controle do Banco Central quanto ao nível desejado da taxa de câmbio, em função do objetivo de evitar uma eventual valorização ou desvalorização, tendo como parâmetro manter a coerência com a política monetária.

Porém, o objetivo não foi alcançado fazendo com que o governo rever-se a sua política cambial e o nível da taxa de câmbio, pois o resultado do plano foi uma valorização cambial do cruzeiro em relação ao dólar, devido a ação em conjunto destes fatores:

a) ao excesso de divisas existentes no mercado;

b) a redução da liquidez do país, por exemplo, M4 como porcentagem do PIB caiu de 30% para 9%; e,

c) a reaceleração da inflação interna.

Um ponto importante a ser colocado é que em seu no art. 5º, a resolução deixava claro que as regras para o funcionamento do mercado de câmbio livre não se aplicavam as operações subordinadas ao segmento flutuante.

O segmento flutuante continuaria a ter uma regulamentação específica, de maneira que a criação do segmento de câmbio livre não o desestabilizou; pois, somente no segmento de taxas flutuantes turistas, com passaporte e passagem marcada podiam comprar dólares, ou seja, inicialmente não se processariam operações comerciais, mas somente operações ligadas ao setor de serviços.

### **3.6. O APERFEIÇOAMENTO DAS NORMAS E AS MUDANÇAS NA RELAÇÃO ENTRE O BANCO CENTRAL E O MERCADO CAMBIAL**

Como foi discorrido no tópico anterior, desde 1989 com o surgimento do segmento de taxas de câmbio flutuantes, e mais acentuadamente em 1990, com a criação do segmento de taxas livres, a tendência para um processo mais amplo de abertura da economia e de liberalização das transações cambiais foi um alvo da política cambial brasileira independentemente do governo que estava no poder.

### 3.6.1. 1990 - AS PRIMEIRAS FLEXIBILIZAÇÕES PARA A SAÍDA DE CAPITAIS

Meses antes da posse do governo Collor, e logo após o surgimento do segmento de taxas flutuantes o mercado de câmbio sofreu mudanças importantes quanto a arbitragem da taxa de câmbio entre os segmentos de taxas flutuantes e o câmbio comercial, através da circular n.º 1.578, em 12 de fevereiro de 1990.

No mesmo dia o Banco Central determinava, através da carta circular n.º 2.051, a possibilidade também das operações de arbitragem da posição de ouro contra a posição de dólar do segmento de taxas flutuantes, somente através do aval do Banco Central como intermediador da transação, que por sua vez poderia aceitar ou não a conclusão da operação.

Por esta sistemática, na arbitragem de compra o Banco Central recebia ouro e entregava dólares, na arbitragem de venda dava-se o contrário, e somente as instituições financeiras que preenchiam, simultaneamente, condições de operar regularmente no mercado de câmbio de taxas flutuantes e no mercado de ouro, poderiam realizar a arbitragem.

O Banco Central buscava assim atuar no mercado, buscando equiparar o preço do dólar no segmento de taxas flutuantes com o mercado de taxas administradas, e influenciar a taxa de câmbio do mercado paralelo.

De certo que o objetivo foi alcançado, pois se evitou o distanciamento entre as cotações do câmbio paralelo e comercial, e se teve condições de avaliar, se mais operações cambiais poderiam ser transferidas para o segmento de taxas flutuantes, acelerando ou não as mudanças na determinação da taxa de câmbio.

As observações do comportamento do ágio do dólar mostram a tendência de queda, e mais detidamente se viu desde janeiro de 1990 até a implantação da sistemática de arbitragem, a redução do ágio do dólar paralelo em relação ao oficial em 50%, conforme gráfico 6.

Este mecanismo funcionou a contento, tanto que a partir de outubro de 1990 o ágio do dólar não mais passou do patamar de 10%, em média, permanecendo neste nível até o fim desta sistemática de arbitragem.

As regras que até então eram definidas para o mercado cambial, sinalizavam claramente na direção de que o Banco Central preparava um ambiente para a implementação de medidas direcionadas a promoção de uma gradual unificação e posterior liberalização, no mercado de câmbio brasileiro.

A outra preocupação do Banco Central neste período, esteve associada a tentativa de tentar buscar a liberalização das relações cambiais com o mercado financeiro internacional, revogando aos poucos a essência da centralização cambial. Pois, à medida que iam se regularizando os pagamentos externos, novos critérios eram estabelecidos para remessas de capital e, posteriormente, outros critérios definiam as regras para investimentos brasileiro no exterior.

Depois da adoção de restrições cambiais, com a crise da dívida e o seu aprofundamento em 1989, às mudanças implementadas a partir de janeiro de 1990 começaram a abrandar as restrições para as remessas de divisas ao exterior.

Como uma das primeiras medidas nesta direção, a circular 1.564, em 10 de janeiro, definiu prazos para os depósitos dos recursos que seriam enviados ao exterior no Banco Central, como pré condição para sua posterior liberação, devendo maturar:

a) 120 dias no Banco Central os recursos oriundos de lucros, dividendos e bonificações; e,

b) 180 dias os recursos destinados aos retornos de capital.<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup>Com a centralização cambial estas operações estavam restritas, afim de deter o esvaziamento da carteira de haveres externos do Banco Central.



A normalização destes pagamentos foi sendo realizada à medida que o seu reestabelecimento viabilizava uma retomada ao acesso de fluxos de crédito voluntários de médio prazo.

Quanto aos recursos destinados a investimentos no exterior pelas empresas estatais federais, havia antes de janeiro, a necessidade da compensação cambial com ouro, através do qual a empresa primeiro comprava ouro no mercado doméstico em igual valor aos recursos destinados ao exterior, e posteriormente, entregava-o no banco central que liberaria o equivalente em dólares.

Esta regra de remessas para o exterior de capitais foi revogada com a edição da resolução 1.785, não havendo mais a necessidade de compensação cambial. Também neste mesmo mês, a circular 1.570 incluía no mercado de câmbio de taxas flutuantes, as exportações efetuadas com compensação cambial em ouro: de jóias, gemas, artefatos de ouro e pedras preciosas.

Percebia-se com estas medidas que a política de flexibilizar a saída de capitais era irreversível, à medida que seguiam claramente a estratégia de liberalização e eliminação de controles administrativos, embora houvesse a preocupação do governo em liberar aos poucos operações, antes controladas.

### 3.6.3. 1990 - O GOVERNO COLLOR E AS PRIMEIRAS CAPTAÇÕES DE RECURSOS SECURITIZADOS

Em março, o Banco Central começou a indicar que buscaria relaxar ainda mais a centralização do câmbio e começou a regularizar as relações do país com o exterior. Inicialmente, obrigou as instituições depositarem os recursos para a liquidação de juros e principal no Banco Central, devidos a governos ou entidades governamentais estrangeiras, nos moldes dos créditos renegociados no âmbito do "clube de paris".

Em 10 de maio, a circular 1.725, determinou que as remessas de capital, a partir de 12 de setembro, seriam efetuadas em 12 (doze) parcelas mensais e iguais. Em 4 de julho, através da circular 1.768, o Banco Central revogou a sua decisão anterior, estabelecendo que até o mês de dezembro as remessas de capital depositadas no Banco Central seriam integralmente liberadas.

Em 26 dezembro, a resolução 1781, autorizava as empresas financeiras do setor privado e público, o pagamento de juros e amortização de suas dívidas de médio e longo prazos. Sendo regulamentado um dia após, pela circular 1.871, a forma de liberação deste recursos.

Ao longo de todo o ano, os prazos para a autorização da remessa de capital foram se modificando radicalmente,

e eram reflexo de dois fatores: em primeiro lugar, as restrições cambiais ainda não permitiam a manutenção do cronograma de remessas de capitais; e em segundo, a melhoria da liquidez no mercado financeiro internacional começava a dar acesso ao crédito voluntário para alguns países latino americanos, forçando o país a ter que liberar mais acentuadamente as remessas para o exterior de recursos como pré condição para a entrada de capitais.

Terminado o ano de 1990, mesmo com o processo de abertura econômica, o saldo do período foi: um déficit em contas correntes de 0,85% do PIB, associado a uma déficit no Balanço de Pagamentos, juros altos e reservas internacionais praticamente estáveis.

Logicamente que o Banco Central entedia como a melhor forma de estimular a entrada de capitais esta a facilidade quanto a sua saída, e assim tentar financiar o seu déficit no balanço de pagamentos, pois barreiras, impedimentos ou retrocessos nas regras de remessas de capitais, mesmo que temporárias, desestimulam a entrada de capital.

Diante do quadro estabelecido pelo insucesso do plano, de queda da atividade econômica, valorização cambial e a volta da inflação, havia a necessidade de serem adotadas medidas mais agressivas no estímulo a entrada de capitais externos, sem comprometer a situação

cambial do país, e ter que restringir novamente a saída de capital.

Optando por facilitar a captação de recursos, buscou-se rever o modelo institucional, proporcionando maior liberdade e facilidades aos capitais e novas alternativas aos investidores estrangeiros.

O resultado desta abertura, foi um aumento no ingresso de capitais de risco a uma taxa de crescimento maior que a da saída sentida a partir do final de 1990. De tal forma que o saldo líquido de capitais destinados a investimentos representou em 1991 um aumento de 62.11%, com relação a 1990. Por causa que até 1990 a captação externa nas rubricas bônus e empréstimos em moeda apresentaram um saldo negativo, em vista do mercado financeiro internacional ter continuado fechado para o país, sem a possibilidade de qualquer nova captação, a médio e longo prazos.

A característica marcante no ingresso de capitais externos a partir de 1990, foram as captações de recursos securitizados.<sup>12</sup> Os fluxos de recursos com endividamento securitizado passaram a responder por uma parcela ponderável dos capitais externos, substituindo os

---

<sup>12</sup> A captação por endividamento securitizado se dar pela emissão de um título no mercado internacional que está lastrado com vendas futuras ao exterior.

créditos bancários e outras formas de financiamentos.<sup>13</sup> De tal forma, que o impulso na direção do lançamento de títulos no mercado internacional por um número crescente de instituições brasileiras obteve êxito em virtude do diferencial de juros positivo que os títulos pagavam, com relação aos títulos americanos.

No âmbito do segmento de taxas de câmbio flutuante, continuavam-se as mudanças na sua regulamentação quanto as operações para as pessoas físicas e jurídicas, sendo alterado e ampliado os pontos principais dispostos na resolução n. 1.552.

Nesta direção a circular 1.936 de 15 de abril, incluiu novas operações ao segmento e facultou as pessoas físicas e jurídicas não exportadoras, o uso do cartão de crédito internacional. No seu artigo primeiro eram expostos os casos para a ampliação de limites para gastos no exterior:

a) as operações relativas a viagens internacionais, por pessoas físicas, mediante uso de cartão de crédito internacional emitido no país;

b) estendeu-se as pessoas jurídicas não exportadoras a faculdade de uso de cartão de crédito empresarial internacional; e,

c) foram dispensados na aquisição de câmbio por viajante: a apresentação do

---

<sup>13</sup> Esta captação de recursos não deve ser confundida com os investimentos de curto prazo, pois o primeiro é menos volátil, tem prazo mais longo de permanência e é menos inconstante, embora menos volumoso que o segunda alternativa.

bilhete de passagem internacional e a anotação no passaporte.

Como as viagens internacionais antes do segmento flutuante eram um servidas em moeda estrangeira pelo mercado paralelo, estas modificações retiraram, principalmente, um demandante do mercado paralelo, e a partir deste ano a rubrica viagens internacionais, da conta de serviços, passou a apresentar sucessivos saldos negativos. Reforçando o saldo sempre negativo da conta de serviços do balanço de transações correntes.

No restante do ano de 1990 o governo buscou corrigir os erros do confisco dos cruzados novos, além de buscar alternativas de política econômica para o combate a inflação que voltara a partir do segundo semestre com mais fôlego, e estimular a abertura comercial com um programa de desburocratização.

### **3.6.3. 1991 - AS APLICAÇÃO DOS CAPITAIS ESTRANGEIROS NAS BOLSAS BRASILEIRAS E OS LEILÕES CAMBIAIS**

Em prosseguimento a abertura durante o ano de 1991 algumas mudanças importantes foram postas em prática, como a alteração do anexo IV, que tornou-se a principal peça de regulamentação para a aplicação dos capitais estrangeiros nas bolsas brasileiras.



A resolução 1.832, de 31 de maio 1991, encarregou-se de dar forma a entrada de saída aplicações de capitais estrangeiros em bolsa através do Anexo IV. Esta resolução permitiu que aplicadores institucionais estrangeiros, tais como: fundos de pensão, carteiras próprias de instituições financeiras, companhias seguradoras, fundos mútuos de investimento constituídos no exterior e outras entidades de investimento coletivo; pudessem ter em suas carteiras ações negociadas na bolsa de valores, principalmente na BOVESPA.

Foi permitindo o acesso ao mercado de ações sob prévia autorização da CVM, e estavam isentos de tributação do Imposto de renda no resgate os seguintes capitais:

a) os rendimentos pagos ou creditados as carteiras pelos emitentes dos títulos; e,

b) os ganhos de capital.

Além de liberar o prazo de repatriação do capital, sem estipular prazo mínimo de permanência no país, haveria a tributação do imposto de renda em 15% sobre o retorno dos rendimentos referidos no item "a", somente prevalecendo menor alíquota, se o titular da carteira

estiver sediado em país com o qual o Brasil mantenha acordo destinado a evitar dupla tributação.<sup>14</sup>

Foi definido também que o Banco Central deteria o controle do ingresso dos recursos estrangeiros e de futuras remessas para o exterior de rendimentos, ganhos de capital e de retorno do investimento, havendo portanto uma liberdade vigiada, tanto para a entrada como para a saída.

O mercado de ações também atraiu capitais externos em virtude de dois fatos correlacionados que complementavam a atratividade das ações brasileiras: o seu baixo preço, provocado pelas altas taxas de juros, e uma perspectiva positiva das privatizações de empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas.

Tendo em vista que o mercado monetário apresentava taxas de juros impróprias para aumentar a capacidade produtiva das empresas, o mercado de capitais foi o caminho encontrado por muita empresas estatais e privadas para financiamento de sua capacidade produtiva.

O maior reflexo desta regulação dos capitais em bolsa de valores foi sentido logo após a sua aplicação, quando houve um aumento da emissão primária de ações, mesmo sob rígido controle no mês de junho, e que mesmo

---

<sup>14</sup> Art. 25 da resolução 1.832, de 31 de maio de 1991.

caindo nos meses subsequentes mantiveram-se emissões acima da média dos meses anteriores ao amparo do anexo 4.

O estímulo a entrada não foi maior por que havia a expectativa no mercado da desvalorização do cruzeiro em relação ao dólar, por conta da valorização real em 11,34% observada até agosto de 1991, e esta mudança passava pela alteração na política cambial empregada até aquele momento que ensejava mudança mais profunda da política cambial.

Neste mesmo mês, o Banco Central criou um mecanismo no qual ele passaria a comprar e vender moeda diretamente no mercado flutuante: os leilões informais de compra e venda de câmbio, através de instituições *dealers*.

A criação dos leilões mudou radicalmente a política de definição da taxa de câmbio até então empregada, pois não mais seria adotada uma meta de taxa de câmbio, mas a priori, as metas de reservas cambiais deveriam estar compatíveis com as metas monetárias e não gerar pressões expansionista ou contracionista na Base monetária. A política cambial mudava mais uma vez o regime cambial brasileiro.

Com a redução significativa do ágio, a atratividade das práticas irregulares e fraudulentas no mercado cambial foi reduzida, e se pode, simultaneamente,

aumentar a liberalização cambial pelo lado da determinação da taxa de câmbio.

A intenção em criar os leilões de câmbio buscava mudar o regime cambial de flutuação suja, que perdurava desde agosto de 1990, para a fixação da taxa de câmbio real. Pela atuação coordenada do Banco Central foi instituída e regularizada a intervenção no mercado de câmbio com leilões periódicos, através dos *dealers*.

Com os leilões de câmbio, o governo adotou uma atitude mais intervencionista no mercado, buscando alvos reais para a taxa de câmbio, na intenção de restaurar a competitividade das exportações brasileiras e elevar o nível de emprego no setor de *tradables*.

Como havia a interligação entre os segmentos livre e flutuante, e deste com o paralelo, o Banco Central passou a atuar no mercado comprando periodicamente, objetivando ter taxas de câmbio mais próximas nos três mercados. Uma pré condição para a unificação cambial e obter uma taxa de câmbio para as transações comerciais e financeiras.

Com base na circular 1.999, de agosto de 1991, as regras básicas para o cadastramento e as funções dos *dealers* foram determinadas, conjuntamente as regras de funcionamento dos leilões "*go arounds*".

As características básicas para o funcionamento do mecanismo de leilões eram as seguintes:

a) o banco central realizaria leilões informais exclusivamente com dealers; e,

b) o número máximo de "dealers" seriam 15, sendo trocados a cada seis meses 3 "dealers" com menor volume de operações somadas nos mercados primário (clientes) e interbancário, nos últimos seis meses.

Pelo lado das instituições dealers, a missão principal era proporcionar liquidez: a todo o mercado interbancário e clientes finais das operações. Quanto a sua participação nos leilões de câmbio, eram obrigatórias todas às vezes que estes ocorriam: independente da quantidade (o número de vezes de leilões durante um período de tempo) e da qualidade do que era transacionado (sendo o leilão de compra ou venda de divisas, que na sua maior parte são dólares americanos). O requisito básico para o cadastramento para participação nos leilões era a disponibilidade de capital e linhas de crédito suficientes para sua participação nas operações cambiais.

Como há um relacionamento entre as políticas cambial e monetária. A atuação do Banco Central no mercado de câmbio com os leilões de compra ou de venda de divisas, alterava a conta de reservas bancárias com o débito ou o crédito da instituição que participava do leilão. O resultado desta política econômica clássica é a expansão

da base monetária com o crédito na conta de reservas ou a contração da base com o débito na mesma conta.

Embora muito utilizada, esta prática sempre tem um custo mais alto, pois com a troca de divisas por moeda nacional sempre é necessário esterilizar o impacto de aumento de liquidez como o aumento da dívida mobiliária que paga juros mais altos do que a aplicação das reservas internacionais. Embora seja ressaltado que o impacto sobre a base monetária com a entrada de divisas foi pequena em todo o ano de 1991, somente se alterando a partir de dezembro. O grande fator de expansão da base monetária era interno: a liberação dos cruzados novos bloqueados que se iniciaram em agosto. No front externo a prevista desvalorização da moeda ocorreu em outubro, com 14,44%.

Como haviam as expectativas da aceleração inflacionária e de um novo choque heterodoxo, após agosto de 1991 houve uma corrida contra o dólar. Com a intenção de mudar as expectativas o governo reverteu radicalmente a sua política econômica, com o aumento das intervenções no mercado cambial na defesa das cotações do dólar no paralelo, sem muito sucesso.

Com a redução das suas reservas, o governo se afastou do mercado de ouro, através do qual intervinha no mercado paralelo, por que boa parte das divisas saiam



pelo flutuante, fazendo-o acelerar as desvalorizações cambiais. Somente a partir do final de 1991 foi que o nível das reservas aumentaram significativamente, quando também foram elevadas as taxas de juros reais, e o seu comportamento esteve positivamente correlacionado neste período.

Este fato comprova que o baixo crescimento das reservas em 1991 foi resultado única e exclusivamente, da elevação das taxas de juros reais, mesmo depois dos incentivos dados aos capitais externos.

#### **3.6.4. 1992 - A CRISE DO *IMPEACHMENT* E O AUMENTO DAS INTERVENÇÕES DO GOVERNO NO MERCADO CAMBIAL**

Depois de ajustar a taxa de câmbio e elevar o nível de reservas, o governo manteve em todo o ano de 1992 a abertura da economia em conjunto com a adoção de medidas desregulamentadoras dos fluxos de capitais dos investidores estrangeiros.

Em janeiro de 1992 revogou-se a proibição de remessas de royalties de uma subsidiária para sua matriz no exterior, que estavam regidos pela Lei 8.383/91,

Sequencialmente, através da resolução 1.902 o Banco Central autorizou a realização de operações de *hedge* com taxas de juros, que objetivaram reduzir os riscos

financeiros de insolvência das empresas brasileiras endividadas com recursos externos.

Em fevereiro com o objetivo de estimular a captação de recursos externos, o Banco Central autorizou o registro de operações de crédito externo via recursos captados mediante lançamentos de títulos no mercado internacional, nas modalidades de "floating rate notes", "fixed rate notes", "floating rate certificates of deposit", "fixed rate certificates of deposit" e bônus, tanto de empresas públicas quanto privadas, que se tornaram os maiores impulsionadores do influxo de capitais externos no início do anos 90.

Em consonância a estratégia de flexibilizar as regras para envio de recursos e promover os investimentos brasileiros no exterior, outras normas foram editadas pelo Banco Central com este fim, e as principais foram: o comunicado 2.759 e as circulares 2.169, 2.199, 2.179 e 2.249.

O comunicado 2.759 em março, estabeleceu a descentralização dos serviços de autorização e registro de empréstimos externos por meio de "commercial papers", acrescentando além do departamento de capitais estrangeiros (Firce) como controlador das autorizações para a emissão destes títulos, agora as delegacias

estaduais do Banco Central também estaria encarregadas desta operação.

A circular 2.169 em 29 de abril, isentou a obrigatoriedade do depósito de valores referentes aos pagamentos de empréstimos externos devidos aos governos ou entidades estrangeiras, por empresas no setor privado; e, pela Petrobrás e Vale do Rio Doce e suas subsidiárias, no setor público.

A circular 2.199 de 8 de julho, estabeleceu como condição para a emissão de debêntures conversíveis em ações, a autorização prévia do Banco Central. Estes títulos conferiam aos debenturistas a possibilidade de transformar seu crédito em ações da empresa emissora. A pré condição básica para a emissão residia na necessidade que as ações representativas do capital negociadas em bolsa pudessem ser o lastro da emissão. Isto critério favoreceu a captação de recursos externos por empresas brasileiras, pois o capital externo deixava de ser credor para ser investidor, e haviam três tipos de debêntures:

a) o bônus conversível que dava a opção ao investidor de trocar os títulos por ações da própria empresa emissora da debênture;

b) o bônus cambiável que dava o direito ao investidor de trocar títulos por ações de outras empresas, que a emissora da debênture mantinha em sua carteira; e,

c) o bônus com warrants que dava o direito ao investidor de comprar as ações da empresa emissora, por um determinado preço pré definido.

Todas estas modalidades de debêntures transformaram o empréstimo em investimento, e a compra da ação somente ocorreria se o seu preço de mercado fosse maior que o de sua conversão. Abriu-se assim uma porta para as empresas obterem empréstimos de longo prazo em condições melhores que a de mercado, estimulando a entrada de capital com a garantia do empréstimo lastreada em ações com direito a voto.

Com a circular 2.179 de 21 de agosto, regulamentou-se a emissão de *depository receipts* (DR) por empresas privadas. As DR's eram títulos lançadas no exterior como: ADR (*American Depository Receipts*) ou GDR (*Global Depository Receipts*) com lastro em ações de outros países, através de papéis emitidos e negociados no mercado exterior e tinham o objetivo de alavancar o mercado de ações.

Ficou então estabelecido que o Firce promoveria as regulamentações necessárias para dar condições de registro de capitais estrangeiros aplicados no país através deste programa.

A partir de novembro foi permitido também as empresas não financeiras realizarem investimentos no

mercado de capitais dos países membros do Mercosul, e em instituições financeiras no exterior através do segmento de taxas flutuantes, conforme circular 2.249.

Com o desenvolvimento das operações de *hedge* para flutuações das taxas de juros, além dos mercados futuros, de opções e de swap de taxa de juros, o Banco Central também criou em abril, com a circular 2.170 outros mecanismos de médio e longo prazos mais apropriados para proteger o fluxo de caixa das empresas ao longo do tempo, eram os: "*irs*", "*cap*", "*floor*" e "*collar*" de taxas de juros.

As operações *irs* (swap de taxa de juros) eram destinadas para as empresas que poderiam trocar, por um período de tempo determinado, os pagamentos de juros baseados em taxas referenciais de naturezas diferentes - fixas para variáveis ou vice-versa.

As operações *cap* (opção de compra de taxa de juros) eram destinadas as empresas que desejavam se defender de um aumento das taxas de juros sempre que ela excedesse um nível máximo predefinido.

No caso da operação *floor* (opção de venda de taxa de juros) a operação se dava de forma contrária a anterior, onde se efetuariam pagamentos a outra parte sempre que a taxa de juros da dívida estivesse abaixo de um nível mínimo predefinido.

A operação "collar" de taxa de juros era a combinação das modalidades cap e floor ao mesmo tempo.

A possibilidade das empresas brasileiras puderem efetuar o Hedge sobre a taxa de juros, funcionou como um seguro financeiro, pois ajudaram na administração do risco financeiro nos fluxos de caixa das empresas, trazendo mais segurança para as operações de endividamento externo, além de estimular as captações de recursos via empréstimos e financiamentos.

As captações sujeitas a estes mecanismos eram contabilizadas na conta de capital na rubrica empréstimos em moeda, principalmente, onde cursavam as operações: bônus e notes, commercial papers, resolução 63, securitização etc. E, somente poderiam utilizar-se deste mecanismos de proteção contra risco de variações de taxas de juros no mercado internacional, as empresas cujo os pagamentos e recebimentos eram decorrentes de:

a) empréstimos e financiamentos registrados no banco central;

b) empréstimos e/ou financiamentos de longo prazo para as exportação brasileira, independentemente da fonte ou da origem dos recursos; e,

c) dívidas de curto prazo, de natureza comercial ou financeira, não sujeitas a registro no banco central.



Neste espaço de tempo o que se observou na economia brasileira foi a elevação da captação de recursos externos, com um acréscimo em quase 100%, saltando de US\$ 17 milhões em 1992 para mais de US\$ 32,5 milhões em 1993. Este quadro de aumento no influxo de capital foi fruto das maiores facilidades para a captação de recursos externos e da melhoria do quadro institucional, em meio a um aumento dos créditos privados externos.

Devem também ser observados dois fatos importantes, o destino do capital e o tipo de política monetária que o Banco Central implementou neste período: primeiro, a entrada de capitais financiaram basicamente o setor privado no Brasil, pois as principais fontes de financiamentos ao setor público apresentaram saída liquidas de capitais, ao contrário do que houve na década de 70; e segundo, o aumento da entrada de capital em conjunto ao surgimento de um superávit em contas correntes de 0,15% do PIB, mostraram que o governo não permitiu a valorização cambial como política antiinflacionária, mas se preocupou em acumular reservas internacionais ao invés de perder a competitividade externa, contrariamente ao resto da América latina.<sup>15</sup>

No ano de 1992 várias mudanças nos procedimentos das operações de compra e venda de câmbio foram efetuadas.

Basicamente o processo de abertura tentava dar continuidade na busca de uma maior liberdade para a determinação da taxa de câmbio, além estimular continuamente a entrada de capitais. Estes por sua vez promoveram o aumento das reservas internacionais de US\$ 9,4 bilhões no final de 1992, para US\$ 23,8 bilhões de em 1993.

O sistema de Leilão eletrônico de câmbio foi estabelecido em setembro, como forma de facilitar a atuação do Banco Central na compra e venda de divisas, e a determinação da taxa de câmbio tornou-se mais sofisticada. Com a crise política do *impeachment* em abril, culminada em setembro, alguns fatos se associaram a necessidade de não deixar valorizar a moeda, e que o excesso de divisas não pressionasse a base monetária com o aumento das reservas internacionais: adotou-se desvalorizações progressivas em conjunto com o aumento das taxas de juros.

As operações de compra e venda de moeda estrangeira pelo Banco Central, continuaram por meio de leilões de câmbio nos mercados de taxas livres e de taxas flutuantes, só que através de sistema informatizado denominado "leilão eletrônico de câmbio", conduzido pelo

---

<sup>15</sup> Ver os comentários de CALVO and Others, 1993 e MEYER, A., 1995 sobre a natureza do ingresso de capitais na América Latina e Brasil.

departamento de operações das reservas internacionais (DEPIN) via Sisbacen.

O número de *dealers* aumentou para noventa, todos eles sendo selecionados entre as aproximadamente 150 instituições que operavam no mercado câmbio, onde o critério de escolha de cada *dealers* seguiu as regra anterior para sua escolha: movimentação global com os clientes e com o mercado interbancário da instituição.

Em função do Banco Central atuar comprando divisas no segmento livre e vendendo no flutuante, para tentar conter o ágio no paralelo; o leilão eletrônico manteve em essência a sistemática anterior de leilões de câmbio, mas se abriu a possibilidade de aumentar o número de *dealers* e poder ter uma taxa de câmbio mais próxima do valor de mercado, estabelecendo associadamente um sistema de leilão cambial com mais segurança e transparência.

Ao se processarem os leilões de compra e venda de moeda estrangeira o comunicado 2.991 de setembro de 1992, esclareceu os princípios básicos para o registro e operacionalização dos leilões de câmbio, onde as normas para a atuação de cada *dealer* nestes leilões eram as seguintes:

a) primeiro, o Banco Central através do departamento de operações das reservas internacionais (DEPIN), que está subordinado ao diretor da área externa,

envia mensagem pelo Sisbacen comunicando que em dois minutos se realizará um leilão informal (*go around*);

b) logo após isso, eram informados aos *dealers* a natureza do leilão: se compra ou venda; a moeda a ser utilizada; o lote mínimo a ser negociado; a quantidade das propostas, que são sigilosas; e, o prazo para apresentação das mesmas;

c) então se processava o leilão e eram coletados os valores apresentados;

d) expirado o prazo, a mesa de câmbio do DEPIN divulgava no máximo em meia hora o resultado do leilão aos usuários do Sisbacen; e,

e) os valores em moeda nacional correspondentes a liquidação das operações eram creditados ou debitados na conta "reservas bancárias" das instituições contratantes, observadas as normas em vigor.

Uma vez aceitas as propostas pelo Banco Central, os contratos de câmbio pertinentes estavam gerados automaticamente pelo Sisbacen na data da contratação. Na medida que um *dealer* não apresentava proposta a sua participação era compulsoriamente considerada pelo lote mínimo, no caso, com a pior taxa do leilão (a maior taxa nos leilões de compra ou a menor nos de venda).

Esta modificação trouxe na verdade mais agilidade e um maior poder do banco central em traçar a taxa de câmbio mais apropriada para as necessidades de intervenção no mercado.

Em relação aos dois segmentos, no que diz respeito ao seu funcionamento, sempre houve um minucioso controle contábil e comercial por parte do Banco Central; se por um lado, o controle contábil estava preocupado em monitorar os agentes bancários autorizados a operar no sistema tanto quanto as formas das operações como as remessas permitidas; de outro, existia o controle comercial que buscava verificar se os prazos das operações cambiais estavam sendo respeitados e se não haviam fraudes nos preços praticados, como por exemplo, o subfaturamento nas exportações e superfaturamento nas importações.

Em outubro as formas de transferências de recursos em moeda nacional via segmento de taxas flutuantes através da conta DDE, foram definidos pelas circulares 2.242 e 2.243, onde somente através de bancos as transferências podiam ser efetuadas e limites acima de US\$ 10 mil necessitariam de registro no Banco Central do vendedor das divisas para ser concretizada a operação.

Algumas considerações podem ser feitas quanto ao comportamento da entrada de capitais e as mudanças na política econômica, ora através pela política cambial com as normas e taxa de câmbio, ora pela política monetária com os juros. No que tange a entrada de capitais, as reservas internacionais que são o principal indicador do



comportamento de entrada e saída. Quando o Banco Central induzido pela entrada de capital, intervém ativamente no mercado de câmbio um aumento na conta de capital é perfeitamente igual a um aumento na conta de reservas.

Em 1992 a associação dos estímulos a entrada de capitais, o aumento da liquidez internacional e uma taxa de câmbio mais realista adotada pelo governo, foram responsáveis em alguns períodos pela elevação das reservas, e em outros o aumento do rendimento propiciado pela elevação das taxas de juros reais, foram cruciais. Afora não possamos descartar as mudanças institucionais como um fator que explicou muitas vezes o comportamento de entrada do capital.

Da posse do governo Collor até a edição do plano Collor II, as taxas de juros reais tinham uma inclinação negativa, que no início do plano apresentava taxas ligeiramente positivas, e logo após abril, tornou-se negativa até fevereiro de 1991, quando a implementação do plano Collor II elevou as taxas de juros. Neste período as reservas subiram um pouco em relação ao período anterior e se mativeram praticamente constantes até março de 1991, quando as reservas mudaram de patamar e cresceram em média US\$ 2 milhões.

Perto de final de 1991, as taxas de juros sofreram uma nova elevação com a posse do ministro Marcílio



Marques Moreira, que adotou uma política monetária rígida, afim de neutralizar a liberação dos ativos bloqueados.

Da abertura da CPI de PC Farias ao *Impeachment* as taxas de juros reais se elevaram bruscamente e as reservas se mativeram estáveis, e em alguns momentos chegou a cair; visto que no auge da crise política entre agosto e setembro de 1992, as taxas de juros chegaram a 40,15% ao ano e as reservas que caíram de US\$ 8,5 milhões em julho para US\$ 6,5 milhões em setembro.

Com a posse de Itamar Franco outubro de 1992 as taxas de juros reais foram baixando de 44% em outubro de 1992 para próximo de 10% em agosto de 1993, por que a economia atravessava um período de fragilidade. Neste mesmo período o comportamento das reservas foi contrário a teoria e se elevaram significativamente passando de um patamar US\$ 6,5 milhões para US\$ 18 milhões.

A conclusão é que neste período os diferenciais de taxas de juros, associados a uma atmosfera mais favorável à América Latina, foram os determinantes dos fluxos importantes de capitais financeiros importantes de capitais financeiros para o Brasil.

O problema inquestionável do fluxo de capitais estava em, de um lado, buscar sustentar a taxa de câmbio real e não procurar esterilizar a expansão de liquidez

resultante da entrada líquida de capitais, que faria a taxa de juros baixar, reduzindo o custo de oportunidade do consumo. E de outro lado, ao buscar esterilizar, o país trocava dívida externa mais barata por dívida interna mais cara, e em tais situações era necessário um esforço fiscal para poder financiar a acumulação de reservas internacionais pelo Banco Central.

O caminho da elevação da dívida interna foi adotado após a desvalorização de outubro de 1992, e se observou que o governo não abriu mão de sustentar a taxa de câmbio real para não criar incertezas sobre as transações correntes, ao contrária da política existente entre o final de 1989 até o primeiro semestre de 1991.

A resposta da política econômica adotada foi a mudança do comportamento das transações correntes que em meio ao aumento de liquidez, passou de um déficit de 0,85% do PIB em 1990 para um superávit de 1,65% do PIB em 1992.

A outra alternativa seria a redução das taxas de juros doméstica e deixar o câmbio de apreciar, mais esta atitude apresentaria um questionamentos fundamental: como fazer comparações internacionais entre as taxas de juros, e obter o nível de juros que esteja relacionado a um certo nível de reservas internacionais.

A teoria mostra que juros altos estão correlacionados com o aumento do influxo de capitais, e se o governo esterilizar esta entrada as reservas aumentaram no mesmo montante. Mas, o que se observa em 1992 é que nem sempre esta regra foi constatada, e em alguns momentos as divergências a teoria foram divergentes da teoria.

A resposta mais plausível a este comportamento divergente em alguns momentos entre juros e reservas, está no comportamento do investidor internacional baseasse na conjuntura interna do país e na percepção das expectativas que o país gerava, ao invés do nível de taxas de juros pura e simplesmente.

Em outras palavras, a taxa de juros pode ser alta do ponto de vista de política monetária, mas para um investidor internacional numa situação de expectativas mais exarcebadas, o estímulo de uma elevação da taxa de juros pode ser baixa, e assim o governo precisar elevar mais as taxas de juros afim de se obter o mesmo efeito para estimular a entrada de capitais externos, do que em outras situações com expectativas mais moderadas.

Isto pode explicar por que as taxas de juros baixaram e os fluxos de capitais permaneceram elevados entre outubro de 1992 e o primeiro semestre de 1993.

A opção de não permitir a apreciação do câmbio, consistiu em não ter que entrar no mercado no momento em que as oscilações da taxa de câmbio real associadas aos movimentos desordenados de entrada e saída fossem nocivos as exportações e a produção doméstica competitiva com as importações. O que sinalizaria para os investidores internacionais que o câmbio não se apreciaria até o momento em que a reversão do movimentos de capital gerassem a expectativa de desvalorização real do câmbio superior as taxas de juros domésticas, que eram altas neste período.

Assim o comportamento das expectativas do capital externo às mudanças institucionais, podem explicar o comportamento contrário a teoria para elevar o influxo de capital, ocorrido no Brasil em parte de 1992 em no ano de 1993.

#### **3.6.5. 1993 - A PREOCUPAÇÃO EM RESTRINGIR O CAPITAL ESTRANGEIRO**

A política de abertura dos mercados cambiais foi mantida em 1993, mas havia ainda a preocupação do governo em restringir e selecionar o capital externo, em função da pressão inflacionária.

No primeiro semestre não houveram mudanças significativas com a ineficiência dos seis primeiros meses do governo Itamar e sua postura nacionalista. Mas em maio, continuou-se a introduzir novas operações no segmento de taxas flutuantes, e a circular 2.316, eliminou os limites para a aquisição de moeda estrangeira nas viagens aos países do Mercosul, e as vendas de câmbio podiam ser realizadas, para cada viajante, até o limite máximo de US\$ 4 mil, para fins de natureza educacional, científica ou cultural, e tratamento de saúde.

Em julho, como forma de limitar a venda de dólares a descoberto, as circulares 2.343 e 2.344, reduziram pela metade a posição vendida pelos bancos que operavam no segmento de câmbio livre e flutuante que elevou a venda de dólares destinados a compra de cruzeiros, e diminuir as pressões monetárias, pois o mercado estava fazendo arbitragem entre cruzeiros e dólar em virtude das vantagens propiciadas pelas altas taxas de juros.

Estas mudanças se deram em relação a circular 2.149 de abril de 1992, e a principal modificação esteve ligada a redefinição dos limites de posição vendida de acordo com o patrimônio líquido ajustado<sup>16</sup>:

---

<sup>16</sup> Patrimônio líquido Ajustado - é o conceito contábil que compõe o capital investido na empresa; o lucro e a parte do lucro que são retiradas. Estes elementos exprimem qual é o valor apurado das obrigações, bens e direitos que constituem o patrimônio, representados por valores e são objeto de apreciação econômica, considerado juntamente com a pessoa natural jurídica que tem sobre ele poderes de administração e disponibilidade.

TABELA 1

## MERCADO DE CÂMBIO DE TAXAS FLUTUANTES E LIVRE

Patrimônio Líquido Ajustado (em US\$ milhões)	Posição Cambial (em US\$ milhões)	
<b>Circular</b>	<b>2.149</b>	<b>2.343</b>
Até 10	0,625	0,300
Acima de 10 e até 25	1,250	0,625
Acima de 25 e até 50	2,500	1,250
Acima de 50 e até 100	3,750	1,875
Acima de 100	5,000	2,500

Fonte: Banco Central (formulado pelo autor)

Na tabela comparativa, mostra-se que a redução de uma circular para outra foi de 50% nos limites das posições vendidas. Quanto a posição comprada, o limite máximo de posse do banco sem a necessidade de depósito do excesso no Banco Central, foi aumentado em cinco vezes de US\$ 2 milhões para US\$ 10 milhões.

Tentava-se então refrear o ingresso de capital para se permitir apenas aos bancos manterem nos mercados de taxas flutuantes e livre as linhas de crédito de curto prazo para financiamento de operações comerciais e financeiras primárias, ao invés de estarem em posição vendida "carregada" para aplicações em cruzeiros.

Desde o início de 1993, a entrada de capitais foi se avolumando, e de forma substancial aumentou as reservas internacionais. Os principais canais que impulsionavam as



reservas eram os capitais aplicados ao amparo dos anexos I e IV da resolução 1289/87.

Como o Banco Central defendia a paridade cambial afim de ter superávits em conta corrente, e o saldo de capitais externos crescia mês a mês desde o final de 1991; assim, de um lado as reservas aumentavam positivamente a chance do governo amortecer uma provável dificuldade cambial a curto e médio prazo, mas de outro, a pressão sobre os juros internos crescia pela esterilização das reservas, que por sua vez ampliava o diferencial dos juros, e produzia mais entrada de capital e acúmulo de reservas. Na prática havia um círculo vicioso entre juros e reservas, que se auto alimentavam.

Como esta prática tem um limite viável, que se dá pelo estoque de ativos internos que o Banco Central pode vender em conjunto a disposição do mercado privado em demandar estes ativos. O banco Central optou por desestimular a entrada com a elevação de alíquotas de impostos e barreiras as aplicações de capitais estrangeiros no país, sem reduzir os juros para não pressionar os preços internos.

As principais barreiras ao ingresso de capitais foram destinados, principalmente, para fundos de renda fixa, que foram redimensionados a partir do segundo semestre, pelas resoluções 2.013, 2.028 e 2.034.

As mudanças ocorreram basicamente na limitação a entrada dos recursos estrangeiros que estavam motivados pelos diferenciais de taxas de juros de curto prazo. Basicamente, eles estavam concentrados, nos fundos de renda fixa, como NTN cambiais e fundos de *commodities*, e depois nas debêntures conversíveis em ações.

Com a resolução 2.013, em agosto, foram proibidas as aplicações em títulos de renda fixa. Deixando de ser aceitas as aplicações de recursos externos, que ingressariam pelo anexo I e IV, destinadas as NTN cambiais e Fundos de *commodities*.

A resolução 2.028, em novembro, encarregou-se de inviabilizar a ida dos recurso que migraram dos títulos de renda fixa para as debêntures, ao instituir Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro com IOF de 5% para o momento da aplicação.

À medida visava aumentar a permanência desses capitais por mais tempo no país, pois seria necessário um período maior na aplicação para atingir o mesmo rendimento, anterior a existência da alíquota de imposto.

Outro canal de aplicação de recurso externos que também sofreu restrições, e se tornou inviável fazer arbitragem, foi o mercado de derivativos através do box de opções.

Com a resolução 2.038, em dezembro, estas operações foram proibidas, pois através delas os investidores estrangeiros atuavam no mercado de opções com a possibilidade de transformar uma operação de opções em uma operação de renda fixa, o que permitia obter rendimentos pré determinados.

Na área de captação externa o Banco Central, através das cartas circulares 2.732 e 2.373, em junho, ampliou o prazo de mínimo de amortização de *commercial papers* e de outras modalidades de títulos das empresas nacionais.

Para as situações em que a empresa obtinha crédito pelo lançamento de *commercial papers*, e desejava reduzir o imposto de renda sobre as remessas de juros, comissões e despesas, o prazo mínimo de amortização aumentou em 6 meses para 3 anos.

No caso de sua utilização para dedução no imposto de renda sobre as remessas de juros, comissões e despesas, o prazo mínimo de permanência para se beneficiar desta dedução foi ampliado em 3 anos, e passou de 5 para 8 anos, no mínimo.

O objetivo central era desconcentrar os vencimentos dos papéis definidos anteriormente, e reduzir o impacto sobre o saldo financeiro do segmento flutuante, que já havia apresentado um déficit de US\$ 1 bilhão no primeiro semestre.

Tomando por perspectiva deixar o próprio mercado, condicionar e acomodar à liquidez no segmento de taxas flutuantes. O Banco Central editou a circular 2.350 em agosto, autorizando as instituições financeiras credenciadas para operarem, simultaneamente, sem a intermediação do próprio Banco Central nos mercados de câmbio de taxas flutuantes e de ouro, efetuado operações de compra e de venda de ouro, com os seguintes agentes:

- a) outras instituições financeiras do país;
- b) clientes no país;
- c) instituições financeiras no exterior;  
e,
- d) com o próprio Banco Central.

Esta nova possibilidade de arbitragem ouro - dólar, principalmente, no segmento de taxas flutuantes, diferia da outra que existiu até setembro de 1992, em função das operações com a contrapartida em moeda estrangeira, neste novo modelo poderem ter sido efetuadas sem a intermediação do Banco Central.

As cotações do ouro teriam que acompanhar o seu preço internacional, levando em consideração as condições do mercado externo, sem a necessidade de alterar: as reservas brasileiras; a taxa de câmbio no segmento flutuante e irradiar seus reflexos sobre o outro

segmento, e por fim não reduzir o saldo financeiro cambial.

Neste sistema de arbitragem, a própria instituição deveria fazer a operação de compra de ouro, através da sua carteira de câmbio, alterando sua posição de cambial, para compra de ouro, e reduzir-se ainda mais a presença do Banco Central no segmento de taxas flutuantes.

Com este maior grau de flexibilização nas operações com o mercado externo, surtiu-se o efeito desejado, e conjuntamente a outras medidas durante o ano, ao final de 1993 as reservas no conceito de liquidez atingiram US\$ 32,2 bilhões, US\$ 8,5 bilhões mais em relação ao final de 1992.<sup>17</sup>

#### **3.6.6. - 1994 - MAIS RESTRIÇÕES CAMBIAIS, O PLANO REAL E A VOLTA DO CÂMBIO FLUTUANTE.**

No primeiro semestre de 1994, o governo continuou restringindo com certa cautela a entrada de divisas, principalmente, tentando limitar o afluxo de divisas originados pelos investimentos estrangeiros e a pela contratação de câmbio antecipado.

A preocupação principal do governo residia no impacto do ingresso de divisas sobre a Base Monetária,

que após outubro de 1993 começou a apresentar tendência de maiores emissões de títulos para esterilizar os impactos da entrada de divisas sobre a taxa de câmbio e taxa de juros.

Como o Ministério da Fazenda autorizara a emissão de Notas do Tesouro Nacional (NTN) para o pagamento da equalização de taxas de juros dos financiamentos às exportações de bens e serviços, a administração da política monetária começou a exigir elevadas emissões de Títulos Públicos Federais, por causa dos expressivos superávit nos movimentos nas operações de câmbio.<sup>18</sup>

Nesta direção uma das primeiras medidas corretivas, esteve ligada a proibição aos investidores estrangeiros de comprarem NTN's, para participação de privatizações. As mudanças principais foram efetuadas, inicialmente, em alguns artigos que versavam sobre as aplicações de capitais estrangeiros nos anexos I, II, III e IV da resolução 1.289/87, através da resolução 2.046.

A partir desta resolução, em 19 de janeiro, o governo implementou modificações na constituição, no funcionamento e na administração dos recursos mantidas no País por investidores institucionais estrangeiros.

---

<sup>17</sup> O conceito de liquidez agrega os haveres prontamente disponíveis e os representativos de títulos de exportação e outro de médio e longo prazos

<sup>18</sup> As NTN's são Títulos do Tesouro Nacional como valor nominal de emissão de R\$ 1,00, tendo sido criado em março de 1991 pela lei 8.177 e regulamentado pelos Decretos 317 e 334, com o objetivo de alongar o prazo de financiamento da dívida do tesouro, e seus juros estão isentos de imposto de renda.



Buscava-se arrefecer o fluxo exagerado de divisas, ao modificar os anexos da resolução 1.289/87, sem alterar a estrutura das normas cambiais estabelecidas.<sup>19</sup>

Como as operações de compra de NTN para o Programa de Desestatização não eram tributadas, muitas operações foram efetuadas ao amparo da resolução 1289/87 com o intuito de não pagar o IOF de 5% cobrados sobre os fundos de renda fixa, pois a preocupação maior dos investidores eram os rendimentos maiores obtidos em NTN's. No início do mês de janeiro abriu-se a possibilidade de cobrança de IOF, pelo Decreto - Lei 1.071, para as aplicações em portifolio, que foi a medida adotada também nas aplicações em NTN's para reduzir os ganhos financeiros dos aplicadores.

Estas normas visavam principalmente atenuar os desequilíbrios do mercado, entre a oferta e demanda, modificando o prazo de permanência dos capitais externos ao reduzir os ganhos obtidos.

No mesmo mês, afim de manter uma maior flexibilidade de compra e venda das moedas estrangeiras, e reduzir o ágio entre os segmentos de taxas livre e flutuantes, o Banco Central permitiu os bancos credenciados "operarem no segmento de taxas flutuantes mantendo uma posição comprada apartada em até US\$ 2 milhões, excepcionalmente,

---

<sup>19</sup> Foram alterados os artigos: 44 do Anexo I, 41 do Anexo II, 26 do Anexo III, e 27

no período entre janeiro e março de 1994", através da circular 2.399.<sup>20</sup> O objetivo era reduzir o ágio entre os segmentos livre e flutuante que vinha apresentado elevação no ágio.

Com o mesmo fim de reduzir o ágio entre o segmento livre e o flutuante, outra norma foi editada no mesmo mês: a circular 2.438. Ela estabeleceu as condições e os procedimentos básicos para a liquidação de operações de câmbio de venda pelos bancos nos segmentos de taxas livres flutuantes.

O resultado das duas medidas atingiram os objetivos desejados e estimularam a negociação de moeda entre os dois segmentos oficiais, ao ponto que:

a) foi reduzido o ágio entre as taxas de câmbio dos segmentos flutuante e livre, entre os meses de janeiro a março, e se alcançou durante o primeiro semestre um ágio médio de 0,23%; e,

b) aumentaram-se as operações de arbitragem entre os mercados.

As oportunidades de lucro oriundas do diferencial entre as taxas de juros interna, mais alta, e a externa, mais baixas, possibilitaram a realização de diversos tipos de operações na área cambial, e sempre estiveram no centro das atenções do governo por causa do efeito

---

do Anexo IV.

<sup>20</sup> Art. 1º da circular 2.399.

expansionista que a entrada de divisas provocava na base monetária.

Ainda em fevereiro foi criada pela resolução 2.053: a URV (Unidade de Real de Valor). Que foi o indexador da economia até a implantação do Plano Real, e serviu de parâmetro para negociação de moeda estrangeira no mercado interbancário.

A determinação do Banco Central em vender moeda estrangeira a uma taxa de câmbio máxima equivalente ao preço da URV, em cruzeiros reais, vigente no dia da contratação da operação cambial, e sua liquidação ser efetuada no segundo dia útil seguinte a operação (em D+2), possibilitava retardar ainda mais os impactos de ingressos de divisas sobre a base monetária, pois haveria um prazo mais longo para a liquidação das operações.

De fato a introdução de normas que selecionavam o capital, e assim inibiram a sua entrada contribuíram para a diminuição no volume de ingressos financeiros. Isto pôde ser comprovado com a queda observada em 14,14% na entrada de recursos externos que foi estabelecida do primeiro para o segundo trimestre do ano.<sup>21</sup>

Mesmo obtendo esta melhora no saldo cambial, ainda assim o setor externo era o principal responsável pela expansão da base monetária, o fato de ainda existirem

efeitos adversos dos capitais externos sobre a base monetária residiam no simples fato do mercado não poder prever o cenário político-econômico de curto prazo, e demandar títulos com juros mais altos associados a aceleração da inflação entre o final de 1993 e o início de 1994.

No mês de março as circulares 2.410 e 2.412, e a carta circular 2.444 objetivavam desestimular ainda mais a entrada de capitais externos, na busca de reduzir os seu impacto expansionista sobre a moeda.

Com a carta circular 2.444 foram estabelecidos os mesmos limites de captação das operações novas, para as renovações ou prorrogações nas emissões de títulos nas modalidades: "Floating Rate Notes", "Fixed Rate Notes", "Floating Rate Certificates of Deposit", "Fixed Rate Certificates of Deposit", Bônus de colocação pública ou privada e "Commercial Paper". O resultado foi a queda do saldo no movimento de bônus, notes e commercial papers em 207% de janeiro a março.<sup>22</sup>

Com as circulares 2.410 e 2.412, as mudanças nas regras na captação de recursos via mercado de câmbio foram alteradas visando, respectivamente:

---

<sup>21</sup> foram US\$ 9,9 bilhões nos primeiros três meses, contra US\$ 8,5 bilhões no segundo, uma queda de 14,14%.

<sup>22</sup> Em janeiro de 93 o saldo da rubrica bônus, notes e commercial papers, na conta movimento de capitais, foi de US\$ 572,3 milhões, caindo um pouco em fevereiro para US\$ 508,3 milhões e em março para US\$ 186,4 milhões, que representou uma queda absoluta de US\$ 385,9 milhões em dois meses.

a) suspender temporariamente, a autorização e o registro de operações de crédito através de títulos, por que antes a operação era considerada autorizada, automaticamente, se o Banco Central não se manifesta-se no prazo de cinco dias úteis; e,

b) punir com a suspensão de até 1 (um) ano, a possibilidade das empresas exportadoras de contratar de operações de ACC, caso não tivessem sido transformados os pagamentos das exportações em investimento direto ou empréstimos em moeda.

O objetivo em mente era cadenciar, e não reduzir radicalmente o impacto dos ingressos de divisas, pois a necessidade de aumentar as reservas internacionais como pré condição para a entrada de um plano de estabilização era fundamental, do ponto de vista da adoção de uma âncora cambial. Mas, sobre dois pontos de vista o governo observava o possível caminho da economia nos meses posteriores.

Em primeiro lugar, ao governo não era interessante deixar de esterilizar a entrada de divisas e ter uma hiperinflação com a queda dos juros, conjugada a um câmbio mais apreciado, pelo aumento da demanda por moeda. Pois, como antecedente a adoção de uma âncora cambial (que por si só estimula a apreciação cambial) não se deveria ter um quadro de apreciação cambial e hiperinflação juntos, para não ter que antecipar um plano

de estabilização sem as condições necessárias para tal. Dada a necessidade imprescindível de se ter uma taxa de câmbio mais desvalorizada as vésperas da adoção de uma ancora cambial, principalmente porque a taxa de câmbio já via apresentando uma tendência de apreciação desde o início de 1992.<sup>23</sup>

Em segundo lugar, a esterilização também trazia um custo inflacionário, só que mais tardiamente e sob a supervisão e controle do governo. Como o governo não poderia emitir títulos o tempo todo, em vista de sua demanda ser limitada. O resultado seria a elevação dos juros internos cada vez mais, que incentivariam a entrada de mais divisas e que aumentaria a necessidade de uma maior demanda por títulos, que cessaria pela incerteza sobre a capacidade do governo honrar com os serviços da dívida interna, fazendo parar a demanda por títulos. Como a entrada de divisa forçava a base monetária e o controle da oferta de moeda era o ponto central da política econômica antiinflacionária, este processo cessaria num ponto tal, onde o país chegaria a hiperinflação também, pois teria que deixar a moeda se apreciar e os juros baixarem forçadamente.

---

<sup>23</sup> O medo do governo em ter de suprir o aumento da quantidade de moeda em circulação, se dava pelo aumento da velocidade da moeda, que viria fatalmente ocorrer e com ela a aceleração da inflação levar o país direto para a hiperinflação. Pois, a medida que aumentasse a demanda por moeda, a moeda velha aumentaria a sua velocidade de circulação na medida em que a URV, que era uma moeda indexada, aumentasse a sua demanda também. Neste contexto a demanda pela moeda velha se reduziria a tal ponto



Somente uma convivência mais moderada com a entrada de capitais externos poderia dar mais liberdade para escolher a melhor hora de implementar o plano de estabilização. Para o governo o desestímulo a entrada de alguns capitais especificamente, dariam possibilidade de obter condições mais favoráveis para a adoção do Plano Real, mais o custo foi a elevação da dívida interna.

Mesmo com toda a preocupação de arrefecer a entrada de capitais, na quinzena de implantação do plano real, mais duas normas foram editadas para este fim: a resolução 2.079 e a circular 2.434.

A primeira alterou mais uma vez o art. 44 do Anexo I da resolução 1.289/87, que passou a proibir os investimentos em títulos de renda fixa que poderiam ser usados como moeda de privatização, e a segunda impediu a prorrogação do embarque dos produtos exportados, que era a estratégia dos exportadores na busca de terem rendimentos mais altos ao aplicarem os recursos obtidos antecipadamente, no mercado financeiro doméstico.

Ao final de junho as reservas alcançaram US\$ 40 bilhões no conceito de caixa, e o governo lançava em 1º de julho o Plano Real.

Ao introduzir uma nova moeda: o Real, mudou-se o relacionamento do Banco Central com o mercado, e a taxa

---

que a sua velocidade tenderia para o infinito em poucos dias, de tal forma que a

de câmbio passou a ser negociada de forma diferente. A autoridade monetária, por determinação apenas legal estava obrigada a vender no mercado interbancário qualquer quantidade de dólares a taxa de R\$ 1,00 por dólar.<sup>24</sup> Na verdade o banco central não sustentou esta taxa de câmbio, mas observou o câmbio se apreciar por mais de 60 dias sem intervir no mercado.

O impacto inicial do Plano Real teve origem na resolução 2.087, que um dia antes da introdução da nova moeda, fixou a taxa de câmbio de venda que seria praticada pelo Banco Central, sem definir qual seria a taxa de câmbio de compra. A idéia inicial de flutuação pura do câmbio, mais uma vez modificava completamente a política de definição da taxa de câmbio, já que até antes do plano, a taxa de câmbio sofria minidesvalorizações diárias, e o governo tudo fazia para não permitir a sua apreciação, com intervenções periódicas no mercado de câmbio.

Com esta nova sistemática ficava claro que o Banco Central não interviria no mercado e a relação de forças entre a oferta e demanda determinariam qual a taxa de câmbio de equilíbrio. A nova meta do Banco Central na área externa, as reservas internacionais e selecionar o

---

inflação se teria uma hiperinflação em pouco meses.

tipo de capital que entraria no país deste período para a frente.

Mas, o que se viu foi a gradual apreciação do câmbio permitida pelo governo sob o pretexto de não "violiar" a lei de mercado, deixando que a oferta e a demanda por divisas se encarrega-se de encontrar a taxa de câmbio, só que num contexto de taxas internas de juros muito elevadas. Aumentando o incentivo para ganhos de rendimento maiores por parte dos investidores estrangeiros e gerar, artificialmente, um efeito deflacionário sobre os produtos importados nos primeiros meses do plano.

O efeito do aumento dos rendimentos auferidos pela apreciação cambial conjugada a taxa de juros elevadas, impulsionou mais ainda a entrada de capitais de curto prazo, que formaram a expectativa de ganho maiores com a manutenção de não intervenção do Banco Central no mercado cambial, com uma maior apreciação da moeda.

Dois dias antes da entrada do real, a lei 9.069 de 29 de junho de 1994, havia prescrevido sobre as diretrizes e as regras a serem adotadas pelo Sistema Monetário Nacional para a emissão de Reais, e

---

<sup>24</sup> A taxa de câmbio entre o Real e o dólar não foi fixada rigidamente em um para um. Em vez disso o Banco Central anunciou que venderia dólares por Real, mas deixou que a taxa de compra flutuasse livremente no mercado.

estabelecendo também os critérios para o fluxo de capital estrangeiro.

No seu art. 65 determinou-se que a entrada e saída de recursos do país deveriam ser processadas exclusivamente através de transferência bancária, cabendo ao estabelecimento bancário identificação do cliente ou do beneficiário a qualquer tempo, para posterior fiscalização. Excetuando-se os casos em que os valores das transferências estivessem dentro de certos limites, como especificado:

- a) quando em moeda nacional, até R\$ 10 mil;
- b) quando em moeda estrangeira, o equivalente a US\$ 10 mil; ou,
- c) quando comprovada a sua entrada no País ou sua saída do País, prevista em regulamentação pertinente.

Este artigo da lei serviria de base legal para posteriormente, o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central dotarem o mercado de novos procedimentos quanto a manutenção das contas correntes por residentes e não-residentes em instituições bancárias do país e dos limites e das condições de ingresso e saída de moeda nacional.

A retirada do Banco Central no início do Plano Real teve duas consequências, uma boa e outra ruim. A política

fiscal inicialmente teve um bom indicador, pois toda expansão monetária pós real, decorreu em sua maior parte do processo de remonetização, com a redução do volume de títulos públicos em circulação que diminuiria os encargos da dívida interna.

A má consequência esteve ligada a política cambial, com a apreciação real da taxa de câmbio, que produziu uma deflação no câmbio como um choque de expectativa e manteve os preços dos produtos importados artificialmente abaixo do seu valor efetivo, pois se manteve a tendência de apreciar a moeda estrangeira. Este processo deliberado do Banco Central prosseguiu até o ponto em que as contas externas passaram de superavitárias para deficitárias.

Em novembro foi atingido o ponto de maior apreciação da taxa de câmbio, quando a defasagem em relação ao mês de introdução do plano chegou a 26% e a balança comercial passou a apresentar déficits comerciais sucessivos nos meses posteriores.

Os diferenciais de juros foram o ponto de partida para este comportamento observado na taxa de câmbio, que refletiu posteriormente sobre as contas externas, pelo desequilíbrio comercial crescente, acrescido ao superaquecimento da economia e a abertura das importações.

Entre as meses de julho e agosto o Banco Central não foram promovidas intervenções no mercado de câmbio, apenas se implementou medidas que visavam facilitar a acumulação de divisas pelo mercado, em função de haver rígidas metas de expansão monetária, inicialmente.

Neste período a política monetária passou de endógena para exógena, ou seja da defesa de uma taxa de real câmbio, antes de 1º de julho para a livre flutuação cambial; e consequentemente a política cambial passou de exógena para endógena.

O governo entrou nesta fase de política cambial exógena com o preço da perca gradual de competitividade, piora nos saldo comerciais em troca do equilíbrio interno pelo desequilíbrio externo.

O banco Central só voltou a intervir no mercado de câmbio em setembro, com o objetivo de reduzir o impacto da entrada maciça de capital externo provocado pelas taxas de juros, e para tanto sinalizou através da circular 2.480, que as intervenções no mercado para compra e venda voltariam a ser realizadas através de leilões de câmbio nos segmentos oficiais.

Na segunda quinzena de setembro, as primeiras intervenções no mercado de câmbio buscaram a mudar a arbitragem entre o segmento livre e flutuante, comprando divisas no livre e vendendo no flutuante, afim de



provocar a convergência entre as taxas de câmbio. Como ocorreu em 1992, pela comunicação que havia entre os mercados oficiais reduziu o ágio, e se estabilizou até o final do ano.

Outras normas deram continuidade em outubro, na busca de estimular o reequilíbrio no mercado cambial, quando foram reduzidos os prazos máximos dos adiantamentos de contrato de câmbio de 180 para 150 e 90 dias dependendo do porte do exportado, em virtude dos juros terem estimulado a captação de recursos via ACC para serem aplicados internamente. Sendo estabelecida a diferença entre grande e pequeno exportador e se exigindo o registro da mercadoria.

Esta norma buscou reduzir os prazos de exportação, por que as operações de ACC tinha se tornado um instrumento de arbitragem de juros interno - externo, e alavancador da dívida interna.<sup>25</sup>

No mesmo caminho, outras medidas visaram no decorrer do mês aumentar a demanda por moeda estrangeira no segmento de taxas flutuantes, reduzir a arbitragem de juros e estimular a equalização das taxas de câmbio nos dois segmento de mercado:

a) foram proibidos, por tempo indeterminado, os ingressos de recursos à título de

---

<sup>25</sup> Ver Circular 2.493.

Adiantamento para Futuro Aumento de Capital e futuras conversões de dívida em capital de risco;<sup>26</sup>

b) aumentou-se o IOF de 3% para 7% sobre a contratação de empréstimos externos;<sup>27</sup> e,

c) foi estabelecido o recolhimento compulsório de 15% sobre a média dos saldos diários das operações de adiantamento, empréstimo, financiamento e de crédito.<sup>28</sup>

Todas estas regras foram aplicadas para tentar recuperar as funções básicas do ACC, desestimulando a arbitragem de juros e reduzindo o seu impacto sobre a base monetária.

Para pessoas físicas, no segmento de taxas flutuantes algumas operações tiveram os limites modificados para a aquisição de moeda quando destinavam-se para as despesas pessoais, como por exemplo no caso: do turismo; e para as despesas como fins educacionais, científicos, culturais, tratamento de saúde, e utilização de cartão de crédito internacional, entre outras necessidades de aquisição de moeda estrangeira.

Na comercialização de moeda para venda, só as instituições credenciadas, exceto o hotéis, poderiam vender câmbio aos viajantes, mediante a identificação do comprador, permitida pelo Banco Central.<sup>29</sup>

---

<sup>26</sup> Ver Circular 2.487.

<sup>27</sup> Ver circular 2.498.

<sup>28</sup> Ver circular 2.499.

<sup>29</sup> Ver Circular 2.494.

A intenção era a mesma das normas anteriores, facilitar o equilíbrio entre os ingressos e a saída de divisas, sem perder de vista o controle do Banco Central sobre as operações e seus impactos sobre a base monetária.

Depois de se observar as atitudes do Banco Central em relação ao comportamento do mercado, resumidamente pode se concluir, que as medidas de maior impacto sobre o mercado de câmbio adotadas em todo o segundo semestre estiveram concentradas neste mês, buscando sempre reduzir o ágio entre os segmentos oficiais; eliminar os possíveis canais para os ganhos financeiros com a arbitragem entre os juros interno e externo; e por fim tentar amenizar o impacto negativo dos capitais externos sobre o controle de crédito e taxa de juros, desde antes do início do Plano Real, que associadamente a outras medidas de restrição do consumo tentou compatibilizar juros e câmbio, sem afetar o gerenciamento da inflação.

Como o clima de tranquilidade quanto a condução da política cambial do país, tornou-se menos favorável quando a crise cambial do México desencadeou uma rápida de saída de capitais, que precipitou no início de 1995 uma redução significativa das reservas brasileiras e gerou especulações sobre uma possível desvalorização do Real.

Associadas a uma balança comercial que começava a apresentar saldos negativos, e a valorização da moeda já admitida pelo, mais facilidades para a exportação foram adotadas no final do ano, através de medidas mais específicas.<sup>30</sup>

Uma delas foi tomada ainda no final de dezembro, quando se reduziu o compulsório sobre os depósitos à vista de 100% para 90% e sobre os depósitos de 30 dias para 27%, tentando estimular a demanda por ACC's e melhorar os prazos de liquidação das exportações.<sup>31</sup>

No âmbito do Mercosul, a resolução 2.140 procurou estimular as exportações reduzindo para 0% (zero por cento) a alíquota do imposto de exportação de alguns produtos químicos e primários. Para o resto do mundo, as alíquotas de imposto de exportação estavam fixadas pela resolução 2.136, que havia ampliado a lista dos produtos sujeitos a este imposto e revogado as resoluções 2.112 e 2.120, chegando em alguns casos reduzir o imposto em 25%.

---

<sup>30</sup> Ao final do ano o governo já admitia a valorização cambial e a necessidade de uma tomada de posição a favor de estimular as exportações, expondo o seguinte argumento para estimular as exportações que " A evolução das importações esteve condicionada pelo processo de abertura comercial, pelo aquecimento da demanda interna a partir do lançamento do real, e pela conjuntura de câmbio valorizado que passou a prevalecer após a introdução da nova moeda". Banco Central do Brasil. relatório , 1994. p 122.

<sup>31</sup> Ver circular 2.532, 29 de dezembro 1994.

### 3.6.7. 1995 - OS REFLEXOS DA CRISE DO MÉXICO SOBRE O REGIME CAMBIAL BRASILEIRO.

Iniciado 1995 completava-se seis meses de introdução do real e a elevação generalizada dos preços encontrava-se sob controle diferentemente dos outros planos, mas externamente, estávamos sofrendo reflexos da desvalorização do peso mexicano frente ao dólar, o que causava preocupação, tendo em vista que tanto o peso quanto o real exibiam a ancoragem das suas moedas no dólar e tinham uma política de financiar déficits em conta corrente com base em capitais especulativos de curto prazo, atraídos pelo diferencial de taxa de juros.

Como a política cambial do real esteve condicionada a valorização da moeda, pela argumentação do governo que a âncora cambial era o seu principal instrumento da inflação.

Os argumentos dos defensores da política cambial, soavam com ar de confiança sempre quando se referiam aos reflexos da crise mexicana sobre o Brasil.<sup>32</sup> Levando a entender por que permitiram a valorização crescente da moeda, que não pareceu ser um problema, pois se deixou

---

<sup>32</sup> "O México (...) avançou bastante na consolidação da estabilização. (...) Acredito que a turbulência mexicana será sentida ligeiramente na Argentina". Transcrito de Nogueira Batista Jr, P. Plano real: estabilização monetária e desequilíbrio externo. Textos para Discussão - EAESP/FGV, n.º 50, 1996, p 20.

atingir em seis meses mais de 25% de valorização em relação ao dólar.

Esta postura do governo ensejava que as correções cambiais seriam mais graduais dos desvio observado da taxa de câmbio real, principalmente por que as mudanças de postura só aconteceram a partir de dezembro de 94, mês em que o primeiro sinal de inquietação dos investidores externos com o colapso do peso mexicano, passou a ser direcionado em relação ao Brasil, e que refletiu na perda de reservas em dezembro de 1994 de US\$ 3,6 milhões, que representavam 8% das reservas de dezembro, no conceito de caixa.

Esta tendência de perda crescente de reservas se propagou até abril, expressando em seu máximo índice de perda em março com 13,38% das reservas, valor em torno de US\$ 4,2 bilhões somando-se as perdas de US\$ 8 bilhões desde dezembro, quando houve um ataque especulativo contra o real.<sup>33</sup>

Neste contexto o primeiro trimestre de 1995 foi marcado pela conjugação de vários fatores externos e internos na geração de incertezas quanto a manutenção do regime cambial, pois a crise mexicana como foi visto, ensejou uma rápida saída de capitais do país.

---

<sup>33</sup> Segundo a FUNCEX em dezembro a valorização da moeda em relação a junho de 1994 foi 25,10%; em janeiro de 1995 aumentou para 25,62% e em fevereiro atingiu o mais alto índice de valorização 25,93%.



Em resposta logo após a posse do novo Governo algumas foram alteradas normas sobre as exportações, principalmente, nas operações de câmbio de exportação, e no uso e elaboração dos contratos de câmbio com forma de estimular as exportações.

As três principais medidas foram apresentadas pelas circulares: 2.534, 2.538 e 2.539. O ponto central das três circulares visualizava basicamente impulsionar as exportações afim de aumentar a composição das reservas com recursos vindos do saldo de transações comerciais, pois as reservas estavam sendo formadas na sua maioria por ingressos líquidos de aplicações em bolsas, debêntures, notas, bônus e outros ativos.<sup>34</sup>

A principal alteração na linha de argumentação da circular 2.499, de outubro de 1994, que era o compulsório de 15% sobre os saldos diários das operações de adiantamento, empréstimo, financiamento e de crédito foi eliminada pela circular 2.534. Adicionalmente outra circular: a 2.538. Reestabeleceu o prazo mínimo de 1 ano para o fechamento antecipado das operações de pagamento de exportação, revogando as circulares 2.438 e 2.490, de junho e outubro de 1994, respectivamente.<sup>35</sup> Com a

---

<sup>34</sup> Historicamente as reservas tem sido compostas desde 1992 por estas aplicações e empréstimos externos através da emissão de títulos pelas empresas.

<sup>35</sup> As circulares n 2.438 e 2.490 haviam, respectivamente: autorizado como prazo mínimo de amortização a operação de pagamento antecipado de exportação 720 dias e suspenso por tempo indeterminado o ingresso de recursos novos no País, a título de pagamento antecipado de exportação.

circular 2.539 os prazos dos ACC's retornaram aos níveis anteriores a 19 de outubro de 1994.

A partir de então o efeito destas medidas foi sentido com um significativo incremento no volume de ACC's, ao nível do início de 1994, no aumento dos prazos médio de liquidação e na volta dos exportadores a contratarem câmbio, mas não o suficiente para reverter o saldo da balança comercial.

Do lado da balança comercial as medidas não surtiram o efeito desejado em virtude da expectativa do aumento nas exportações com parte da safra agrícola e nos fechamentos de contratos de câmbio da indústrias a partir de abril, o que não aconteceu, e assim manteve-se um saldo negativo até julho, e posteriormente ainda permaneceu a ponto de não reverter o déficit acumulado de US\$ 4,3 milhões no primeiro semestre de 1995.

O agravante desta situação deveu-se em grande parte as importações entre janeiro e março, que foram recorde no período e cresceram 76,1% em relação a igual período em 1994. Este fato foi consequência direta das ações liberalizantes estabelecidas pelo governo para aumentar a oferta interna de produtos, intencionando suprir eventuais focos de desabastecimento, e no aumento da

demanda por divisas, buscando impedir maior valorização do Real no último semestre de 1994.<sup>36</sup>

No mês de fevereiro o governo acreditava que as medidas tomadas para estimular o surgimento de saldos comerciais e desestimular a saída de capitais, protegeriam o real, e como bem disse Batista Jr., "dada a estrutura do balanço de pagamentos do Brasil em conta corrente, que se caracteriza por déficits elevados na balança de serviços, a disposição de acumular déficits comerciais só podia estar baseada em uma grande confiança na estabilidade dos mercados financeiros internacionais".<sup>37</sup> Esta política assemelha-se a idéia de os credores sempre terão boa vontade em dar crédito a quem tem a fama de mau pagador.

Por outro lado como não foi bem sucedida em seus resultados e diante do agravamento dos saldos comerciais com a valorização cambial, que têm uma forte correlação de seus movimentos associados a taxa de câmbio real no longo prazo, além da ocorrência de déficits em transações correntes muito elevados, o governo mudou de postura e sinalizou com a mudança de regime cambial formalizado no comunicado 4.479 de 6 de março, que o Banco Central

---

<sup>36</sup> Outras ações de política tarifária foram adotadas afim de desestimular as importações como: a elevação das alíquotas de importações sobre automóveis de 20% para 32%, em fevereiro e a elevação das alíquotas para automóveis e outros bens de consumo duráveis para 70%.

<sup>37</sup> Nogueira Batista Jr, P. Plano real: estabilização monetária e desequilíbrio externo. Textos para Discussão - EAESP/FGV, n.º 50, 1996, p 18.

atuaria nos mercados interbancários de câmbio através das "bandas de flutuação cambial", com o intervalo mínimo de R\$ 0,86/dólar e máximo de R\$ 0,90/dólar, inicialmente.

Mas o anúncio das bandas cambiais teve o objetivo de minimizar a apreciação, somado a declaração do Banco Central que o limite da banda poderia ser revisto para cima e as notícias de mais um déficit comercial, ampliaram o temor da uma desvalorização maior, que elevaram o taxa de câmbio para o limite da banda e mais uma vez o teto da "banda cambial" foi modificada, passando para R\$ 0,93/dólar. O resultado final foi a acentuada perda de reservas internacionais no mês de março.

#### 4. A LIBERALIZAÇÃO CAMBIAL

A liberalização cambial é um processo que está sendo observado expressivamente em um número crescente de países, e ela pode se dar tanto pela ampliação do acesso ao mercado de câmbio através do aumento da conversibilidade da moeda, quanto pela política adotada para a determinação da taxa de câmbio através do mercado ou pelas intervenções da autoridade monetária. Esta intervenção pode ser reduzida tanto com a liberação do preço da moeda estrangeira quanto pelo aumento dos limites quantitativos para a aquisição de divisas a serem utilizadas para quaisquer finalidades.

Aliado a isto, está o aumento da conversibilidade externa e interna, tendo em vista a maior liberdade que é dada aos residentes e não-residentes de comprarem e venderem divisas, ou até mesmo a redução por parte do governo das restrições no acesso ao mercado cambial.

Quanto as formas empregadas, em relação ao grau de acesso ao mercado de câmbio, por parte dos residentes e não-residentes. No processo de liberalização cambial há duas situações possíveis: uma ampla e uma restrita.

No sentido amplo, a conversibilidade envolve tanto o acesso ao mercado de divisas no país que é alterada pela política cambial, quanto o acesso ao mercado

internacional de bens e serviços, e fatores, que é afetada pela política comercial.

No sentido restrito a conversibilidade trata somente da relação entre as transações de residentes e não-residentes, levando a termo o acesso à remuneração de fatores de produção, à compra e venda de ativos monetários e financeiros (títulos, ações, bônus etc.) denominados em moeda estrangeira, e aos ativos reais. Dentro desta classificação não estão incluídas transações específicas de comércio de bens e serviços (relativos a não-fatores de produção).

Expondo isto, a condição necessária para a implantação de uma completa liberalização cambial está em concretizar a estabilização macroeconômica, pois a livre mobilidade de capital em uma economia sujeita a instabilidades pode mitigar os esforços na direção da própria estabilização, e sua consequência mais direta será a fuga de capital e redução da autonomia do Banco Central na condução da política monetária.<sup>1</sup>

A literatura econômica que versa sobre a liberalização cambial, apresenta algumas medidas e objetivos a serem alcançados, baseados na experiência internacional, e que deveriam ser adotadas antes de se

---

<sup>1</sup> Para obter uma explicação mais aprofundada dos efeitos da liberalização cambial sobre a política monetária ver por exemplo o estudo de ZAHLER (1992), em que se expõe de maneira clara e elucidativa o dilema das autoridades monetárias diante de um



concretizar abertura de uma economia ao mercado de bens, serviços e crédito internacional, como:

- a) a liberalização cambial gradual;
- b) um processo de gerenciamento do déficit orçamentário e uma baixa taxa de crescimento monetária, antes de ser reduzir o grau de monitoramento da taxa de juros e do crédito;
- c) redução do déficit fiscal;
- d) liberalização do sistema financeiro doméstico, para estimular uma maior competitividade, provocando a queda de tarifas e a melhoria dos produtos e serviços oferecidos;
- e) abertura ao comércio externo;
- f) retirada dos controles cambiais;
- g) monitoramento da taxa de câmbio; e,
- h) abertura total da conta de capital.

Estas medidas de algum modo não foram adotadas nos países que não alcançaram sucesso com a liberalização, pois buscaram ao seu modo, completar a liberalização dos seus mercados cambiais, através da conta de capital, sem que tivessem as condições necessárias para tal.

A experiência internacional dos países em desenvolvimento, no campo das liberalizações financeiras pode ser dividida em dois tipos de processos: os rápidos e os graduais.

Nos países onde o processo de liberalização gradual teve lugar, foram obtidos mais sucessos e entre estes casos estão a Indonésia, o Sri Lanka, a Coreia do Sul e o Taiwan, países considerados em desenvolvimento.

Nestes casos o sucesso esteve aliado a forma como foram conduzidas as alterações institucionais, econômicas e normativas, pois primeiro se buscou um ambiente de relativa estabilidade econômica, com a redução do déficit orçamentário e por conseguinte o controle sobre o déficit público, baixa taxa de crescimento da oferta de moeda, redução do grau de controle sobre os juros e a manutenção do racionamento do crédito.

Uma pré condição essencial para a estabilidade cambial, que um fator importante para dar sustentabilidade a liberalização do câmbio, está a disciplina fiscal. Sem um controle fiscal, há inconsistência na estabilidade de preços que por sua vez não contribui para a existência de um ambiente de taxa de câmbio estável.

Como fato comum encontrado nas fracassadas experiências de liberalização financeira de alguns países. A rapidez do processo com que foram implementadas as mudanças nos mercados cambiais, em direção a flexibilização total das transações financeiras e

---

política monetária: o controle da inflação e a estabilidade da taxa de câmbio.

comerciais entre residentes e não residentes, sem a devida preocupação com as medidas de ajuste fiscal antecipadamente, é o fato mais latente nos países que retrocederam no processo de liberalização.

Entre estas experiências frustradas estão a Argentina, o Uruguai e o Paraguai na América do Sul nos anos 70; e os casos da Malásia e Turquia que tiveram os seus planos frustrados em virtude da falta de algumas pré-condições. Foram episódios de liberalização financeira finalizados com a fuga de capitais, quebra de fundos de pensão e investimentos, crise bancária, queda do PIB e desemprego altíssimo e a completa reintrodução dos controles de capital.

O maior problema residia no fato de que estes países ainda não tinham controle sobre os seus déficits fiscais, pois com a liberalização financeira abandonou-se o controle sobre as taxas de juros, sem que a redução do déficit teve sido conseguida. Consequentemente como haveria o aumento do crédito e a posição fiscal do governo não seria sustentada por muito tempo, a necessidade da elevação da taxa de juros levaria ao fracasso todo o processo de abertura, como o foi nos países exemplificados. Este resultado se deu também em parte por que a abertura da conta de capital processou-se com um diferencial extremamente positivo entre as taxas

de juros interna e externa, induzindo a entrada de capital, provocando a apreciação do câmbio e, conseqüentemente, a redução da lucratividade do setor de exportáveis.

Segundo a teoria que versa sobre este assunto, contrariamente ao que aconteceu se previa que a liberalização doméstica traria mais benefícios econômicos do que fracassos, pela atuação dos seguintes fatores:

a) a elevação das oportunidades do comércio intertemporal e a diversificação de portifolios tanto de bens e direitos quanto de obrigações das empresas;

b) instauração da disciplina fiscal e monetária aos governos; e,

c) um ganho intertemporal por causa da diferença de liquidez entre as nações e o resto do mundo, provocando a convergência da taxa de juros doméstica para os níveis internacionais, que na verdade não ocorreu na maioria das experiências.

Algumas explicações podem dar suporte para a existência do diferencial positivo dos juros e o porque da sua sustentabilidade, contrariando assim a teoria em sua aplicação.

As explicações mais gerais estão colocadas na falta de poupança governamental e privada, pois elas ajudam a agravar a situação de crise cambial e criam condições para a instalação posterior da repressão financeira. No

caso da taxa de juros interna, os principais fatores explicativos para o seu comportamento de não convergência aos níveis internacionais estão nos seguintes pontos:

- a) no aumento da demanda por crédito;
- b) na segmentação do mercado de crédito que impediu a arbitragem dos juros entre tomadores e emprestadores, pois havia um *spread* dos juros que não havia sido reduzido;
- c) a insolvência financeira pelos tomadores de empréstimos;
- d) as dificuldades para novos empréstimos;
- e,
- c) a sobrevalorização cambial que expôs os empréstimos estrangeiros e domésticos ao risco cambial.

O diferencial positivo da taxa de juros foi resultado também de duas condições que se realimentam: a sobrevalorização cambial e o excesso de influxo de capital. A primeira situação aconteceu em vista dos esforços do governo em aplicar uma política de esterilização das expectativas inflacionárias ativando-se o *crawling peg*, e adotando o pré-anúncio de uma taxa de desvalorização abaixo das taxas correntes de inflação. A segunda surgiu do excesso de entrada de capital superior a capacidade de esterilização por parte do Banco Central destes países, perdendo-se a âncora cambial em seus

fundamentos, pois a disciplina fiscal e salarial também foram perdidas.

Quanto ao caso dos países que obtiveram sucesso no processo de liberalização, este se deu de forma diferenciada e não uniforme. Alguns foram mais rápidos do que outros, mas a característica principal apresentada inequivocamente foi a gradualidade para a introdução da completa liberalização cambial; e portanto, no momento da implementação da liberalização financeira com as taxas de juros estáveis, conseguiu-se manter o nível da taxa de investimento e evitando-se a falência de instituições financeiras.

No caso dos países da OECD, a abertura financeira dos anos 80 foi gradual, somente a Inglaterra (1979), Austrália (1978) e Nova Zelândia (1984) tentaram uma rápida transição da restrição cambial para o regime de abertura financeira.

Estes países tentaram primeiro manter a autonomia monetária com a livre flutuação cambial, mas o resultado foi a alteração da interdependência econômica. A experiência internacional mostra que a liberalização cambial com livre mobilidade de capital é seguida pelo *overshooting* da taxa cambial, pois a queda da taxa de juros aos níveis internacionais provocará o aumento da oferta de moeda afim de manter o mercado monetário em



equilíbrio. Assim o efeito final sobre a taxa de câmbio será a sua depreciação no curto prazo. Este fato aliado a posterior queda das exportações não evitariam a apreciação cambial no longo prazo ou quebra financeira.

Este processo em muitos países que o adotaram não apresentou uma relação definida, a partir de quais pré requisitos se iniciaria a liberalização financeira e qual o momento de introdução das medidas em direção da liberalização, pois este momento muito dependia do *timing* relativo de sua liberalização, dos pré requisitos institucionais e das medidas políticas.

Todas as considerações levantadas até o momento direcionam certas pré-condições primordiais através das quais residem as maiores possibilidades de um efeito final positivo para liberalização cambial: a estabilização de preços; a desregulação dos preços domésticos; uma reforma do setor financeiro e a liberalização do comércio internacional.

A sequência apresentada acima remete-se ao que a literatura para a liberalização cambial prediz como os passos a serem seguidos em direção da liberalização completa dos mercados, objetivando primeiro: estabilidade fiscal e monetária, e posteriormente a completa liberalização do sistema financeiro doméstico.

Muitas discussões a respeito do tema sobre quais as melhores políticas para o aumento da liberalização financeira recomendaram e recomendam a retirada de uma só vez pelos governos dos controles cambiais, mas a solução mais aceitável será um processo sequencial até completar a liberalização do mercado cambial que culmine na liberalização da conta de capital, principalmente no caso de países que não tem uma tradição de estabilidade econômica e política.

#### **4.1. - AS PRECONDIÇÕES PARA A LIBERALIZAÇÃO CAMBIAL**

A visualização pelo governo brasileiro com relação as mudanças na estrutura internacional das economias inspiraram o projeto de mercado de câmbio de taxas flutuantes. No aguardo de um momento mais oportuno para a sua instalação plena no Brasil, têm-se com certeza que ainda não há condições para sua implementação. Este momento na verdade, só surgirá quando algumas precondições básicas puderem existir.<sup>2</sup>

A primeira pré condição, estará na confiança dos agentes que operam no mercado de câmbio, numa política cambial que possa dar uma taxa de câmbio real sem tendências a longo prazo de apreciação ou depreciação.

Esta condição trás consigo um aumento da credibilidade do mercado com relação a eficiência do governo em poder enfrentar problemas com déficit no balanço de pagamentos, já que uma taxa de câmbio estável proporciona o equilíbrio externo. Sem a estabilidade cambial, normalmente uma economia fragilizada externamente não apresenta tendência nesta direção e o resultado inevitavelmente é a redução da lucratividade do setor externo e absorção interna, provocando pressões para a elevação dos preços internos.

Segundo, a volatilidade dos fluxos de capitais de curto prazo não podem tornar vulnerável a economia, gerando desequilíbrio externo ou interno. Como as reservas internacionais medem a extensão da intervenção oficial no mercado de câmbio pela autoridade monetária, elas se constituem num lastro efetivo para as obrigações internas emitidas pelo governo. Assim, dependendo do nível de reservas a corrida contra a moeda nacional será inibida e, se este nível for adequado, haverá liquidez externa às possíveis crises cambiais ou desajustes nas contas externas.

Terceiro, é necessário solidez nas políticas macroeconômicas para dar condições ao governo de promover uma reforma monetária, uma liberalização de preços e

---

<sup>2</sup> Ver Mathieson & Rojas-Suarez, 1992, pp. 45-49.

privatizações, afim de poder eliminar algum "overhang" monetário. E também uma reforma fiscal que promova a redução do déficit fiscal e dê instrumentos ao governo de financiar o seu déficit de maneira não inflacionária, assumindo assim um controle efetivo do déficit fiscal. Com estas reformas sendo implementadas a consequência direta será uma estabilidade de preços e um equilíbrio externo sustentável a médio e longo prazos. Este ambiente de estabilidade é necessário para dar credibilidade e sustentação a implementação do processo de liberalização, por que quando o estado está em colapso fiscal e imobilizado pelo caos econômico, e conjuntamente está implementando um processo de privatização radical e desordenado. Prosseguir em direção a liberalização faltamente estará fadado ao fracasso.<sup>3</sup>

Quarto, no caso de países altamente endividados, a redução do estoque da dívida externa é importante para obter condições a estabilização doméstica e, posteriormente, voltar a ter acesso a mercado financeiro internacional. A reestruturação das obrigações externas deverá contribuir para a solução de dois problemas fundamentais de um programa de estabilização: a superação dos desequilíbrios financeiros e a consolidação da

---

<sup>3</sup> ver BRESSER PEREIRA, L. C., 1992. Este artigo expõe maiores detalhes sobre as consequências de reformas liberalizantes sobre um estado em que muitas reformas

estabilidade cambial. Depois disso, o que se pode esperar é um alívio direto e indireto sobre as restrições fiscal e cambial quando se reduzirem o estoque da dívida e seus serviços, buscando aumentar a poupança interna.

Quinto, o sistema financeiro doméstico deve passar por uma reforma financeira através da assistência do Banco Central, com provisões de emergência para dar liquidez através de alguns instrumentos como, por exemplo: seguros depósito privado ou oficial para os correntistas, e torná-lo estável e menos suscetível a crises bancárias. Esta tomada de atitude deve trazer: a promoção da competição doméstica, maior rapidez na eficiência alocativa e operacional do setor financeiro; a correção da regulação e da supervisão prudencial, legal e do sistema de contabilização para enfrentar risco sistêmicos do sistema financeiro; e por fim, buscar a reestruturação da parte ruim do sistema bancário doméstico de empréstimos, removendo os excessos. Isto facilitará o desencadeamento da competição no mercado financeiro: diminuindo os custos de transação, elevando a qualidade e a diversificação dos riscos dos ativos.

A respeito destas precondições, algumas evidências no período pós criação do segmento de taxas flutuantes mostram que o Brasil não apresentou e nem apresenta as

precondições necessárias para que o processo de liberalização seja levado adiante, sem que não se traga prejuízos ou retrocessos ao processo de abertura financeira.

#### 4.2. O INÍCIO DO PROCESSO

O ambiente econômico no Brasil no decorrer da década de oitenta apresentou períodos de níveis elevados de taxa de inflação; crise cambial com ajustes de demanda muito fortes; alto endividamento externo, que comprometeu o crescimento econômico e impôs restrições para novos financiamentos externos ao investimento, que por sua vez reduziu a rentabilidade dos investimentos em função do ambiente de incerteza econômica. Nesta década as restrições sobre as operações cambiais se tornaram mais rígidas e amplas, e serviram de obstáculo à movimentação de capital, possibilitando assim um regime cambial caracterizado pela existência de dois mercados, um sob a égide da lei e outro sob a ilegalidade.

A existência destes dois mercados era corroborada por alguns fatores, que conviviam e se mantinham numa relação de causalidade:

---

intervencionista ainda persistem.



a) as dificuldades crônicas de balanço de pagamentos sem a contrapartida de financiamentos externos, tudo em meio a uma forte restrição de liquidez por parte do sistema financeiro internacional;

b) o critério político era levado a termo no comércio internacional, onde a taxa de câmbio era determinada pelo Banco Central de acordo com normas administrativas, em um nível mais apreciado que não refletia a realidade do mercado, em vista do temor de pressões inflacionárias e distributivas das desvalorizações cambiais;

c) a pouca mobilidade de capital em função da reduzida inserção do país no sistema financeiro internacional; e,

d) uma alta instabilidade monetária.

Com a percepção de que mudanças estruturais na economia e no comércio exterior do país eram necessárias, além da visualização das novas articulações no sistema financeiro internacional embazaram as alterações na organização do mercado cambial brasileiro. Com esta consciência o Banco Central buscou introduzir maior flexibilidade operacional e normativa ao mercado de câmbio, que até então tinha normas completamente associadas a um período de rígidas regras de funcionamento e pequenas facilidades para transações comerciais e financeiras do país com o exterior.

Um ponto a ser destacado no processo de liberalização cambial foi a criação do segmento de câmbio

flutuante pela resolução 1552 e sua regulamentação pela circular 1404. Num primeiro momento o mercado cambial estava estruturado em três segmentos: um flutuante, um administrado e um paralelo.<sup>4</sup>

No segmento de taxas administradas deu-se continuidade a política de minidesvalorizações e as intervenções do Banco Central ainda eram constantes, buscando estabilizar a taxa de câmbio real e a receita de exportações.

No segmento de taxas flutuantes buscou-se deixar que o mercado determina-se livremente a taxa de câmbio, com o seu preço variando dia a dia, e servindo inicialmente para abrigar as transações financeiras. A criação deste segmento deu a partida num processo lento e gradual de reforma do regime cambial brasileiro, mesmo com a existência de um sistema dual de taxas de câmbio. Desde a sua introdução o segmento de taxas flutuantes, o processo de liberalização cambial avançou muito no que diz respeito a conversibilidade interna e externa da moeda.

Com respeito a conversibilidade interna observou-se que houve um aumento na liberdade por parte dos

---

<sup>4</sup> Afim de situar historicamente o assunto, a preparação dos primeiros estudos sobre um segmento de câmbio flutuante pelo Banco central ocorreram em 1986 e foram alvo de discussão e aprovação informal pela sua diretoria; mas ao ser submetida ao Ministro da Fazenda a implementação da medida foi considerada prematura, ficando então postergada para mais tarde a sua adoção. Quando foi empossado o Ministro Bresser Pereira o interesse pelo assunto foi retomado, porém a sua posterior exoneração não permitiu que se avançasse a discussão. Finalmente, em 1988, com o Ministro Mailson da Nobrega determinou-se que o Banco central recupera-se o projeto e a sua implementação ocorreu em janeiro de 1989.

residentes na aquisição de moeda e ativos estrangeiros. A consequência mais direta desta medida foi a canalização de saldos em moeda estrangeira mantidos por residentes de forma ilegal, para o sistema bancário trazendo uma maior integração do mercado paralelo com a economia formal por conta da legalização de operações antes ilegais, via conta CC5. Na verdade tais medidas sinalizavam para o mercado uma perspectiva de mudanças duradouras e irreversíveis.

Quanto a conversibilidade externa, a sua extensão se deu por meio da autorização de pagamentos e remessas ao exterior, antes operações cursadas na ilegalidade. Uma parte do aumento da conversibilidade externa da moeda deveu-se a aplicação de novas regras para a amortização do saldo devedor e o pagamento dos serviços da dívida externa. E estas novas regras para o equacionamento do problema da dívida externa dos países subdesenvolvidos adotadas nos anos 90, reconhecia que a redução das suas dívidas para com os bancos comerciais estrangeiros tornaram-se créditos impagáveis. Sendo extremamente importante para os países devedores que o pagamento do total da dívida estava além de suas condições de pagamento, já que os ajustes promovidos pelos governos dos países devedores, e patrocinado pelo FMI, eram extremamente penalizadores e sacrificiais.

Com este pensamento, em março de 1989, o Plano Brady apresentou uma proposta para o problema da dívida externa dos países subdesenvolvidos. Baseando-se na tese de que a partir do perdão de parte das dívidas dos países, segundo a capacidade de pagamento de cada nação. Seriam estabelecidos melhores condições aos países de continuarem pagando o restante das suas dívidas, ao invés de tentar receber o total da dívida e por consequência desestabilizar o país devedor. Este processo certamente, argumentavam os defensores do perdão de parte da dívida, terminaria tornar as dívidas de difícil pagamento, de forma que os credores terminariam por não receber nem mesmo o principal que era devido.

Conjuntamente com o perdão de parte das dívidas outras medidas adicionais deveriam ser tomadas afim de tornar viável um acordo entre credores e devedores. As medidas complementares ao perdão de uma parte de sua dívidas afim de dar condições aos países de puderem voltar a crescer, baseavam-se nos seguintes pontos:

a) uma reforma do setor público que reduzisse o tamanho do estado na economia com a privatização de estatais;

b) uma reforma tributária; e

c) uma liberalização comercial via abertura da economia ao comércio internacional, com liberalização da conta corrente e da conta de capital.

Os países devedores deveriam implementar programas de ajustamento orientados ao crescimento econômico e uma formulação de estratégias que evitassem a fuga de capitais, bem como estimulassem o seu retorno.

Para o Brasil, no que se refere à determinação da taxa de câmbio sem a interferência da autoridade monetária, as inovações não ocorreram de forma satisfatória, em virtude das freqüentes intervenções do Banco Central no mercado de câmbio tanto no segmento livre quanto no segmento de taxas flutuantes, de tal maneira que o arranjo cambial nestes últimos anos aproximou-se mais de uma regra na qual a taxa de câmbio era fixada pelas autoridades.

De agosto de 1968 até junho de 1994, mesmo com a criação do segmento de taxas de câmbio flutuantes e de taxas livres, o mercado de câmbio manteve as características básicas de um sistema dual de taxas de câmbio. Estas intervenções no mercado de câmbio se deram com maior intensidade entre o plano Collor II e implementação do Plano Real, e após o Plano Real retornou-se ao sistema de taxas flutuantes afim de poder ter um maior controle sobre a política monetária e deixar que o mercado determina-se a taxa de câmbio até março de 1994. Que em certa medida foi modificado no segundo mês

do plano, dado o grau de apreciação em que a moeda se encontrava.

À vista deste processo, algumas reversões nas regras para a remessas de capitais ao exterior aconteceram, como reflexo da falta de condições fiscais e monetária, que pudessem trazer o equilíbrio interno e externo.

#### **4.3. O PROCESSO DE LIBERALIZAÇÃO**

O ponto de partida do processo de liberalização cambial, começou de forma definida com o surgimento do segmento de câmbio flutuante. Sendo criado em resposta ao crescimento do "mercado paralelo" o seu objetivo era fazer com que operações cursadas na ilegalidade passassem a ser processadas sob o controle do Banco central.

Um segmento dotado com uma taxa de câmbio flexível, trazia consigo o aumento da conversibilidade da moeda, em consequência poder-se-ia ampliar os limites ou retirar as restrições cambiais em virtude de não precisar mais usar as reservas internacionais para atender a demanda por moeda estrangeira, e sim utilizar as divisas originadas com a venda e os depósitos dos saldos em moeda estrangeira dos residentes na uniformidade cambial entre as taxas câmbio do mercado oficial e paralelo. E buscar reduzir os custos de transação das operações previamente



proibidas no mercado oficial, como o limite de compra de moeda estrangeira e os gastos com viagens internacionais, por exemplo.

O resultado mais direto sobre o balanço de pagamentos foram a inclusão a partir de 1989 de novas fontes receitas nas contas de transações correntes e de capital. Na conta de serviços, o item viagens internacionais sofreu regulamentação via circular 1402, onde se determinou o limite máximo de US\$ 4 mil para a aquisição de moeda estrangeira e a possibilidade de poder compra-lá adicionalmente, mediante apresentação de documentação, direcionadas as seguintes finalidades:

a) viagens com fins educacionais, científicas e culturais tinham o limite de até US\$ 4 mil mensais para remessas ao exterior;

b) viagens para tratamento de saúde tinham a permissão de enviar ao exterior a título de cobertura médico-hospitalar até ao limite de US\$ 100 mil, e poder comprar até US\$ 150 para a diária do acompanhante;

c) viagens para competições ou participação esportiva deveriam apresentar o orçamento de gastos por parte do clube ou entidade esportiva, além de comprová-los quando do retorno num prazo máximo de 30 dias, podendo ser liberada a compra até US\$ 150 por dia para cada participante com o registro da operação efetuado no passaporte. Havendo a antecipação da viagem deveria haver o reembolso da quantia adquirida a

instituição onde foram compradas as divisas;

d)membros do Congresso Nacional e do Poder Judiciário tinham a permissão de adquirir US\$ 400 para diárias de viajantes com o devido registro no passaporte; e,

e)viagens de negócios, serviço ou treinamento desde que apresentadas carta formalizada, detalhada e registrada no passaporte eram permitidas de acordo com o cargo na empresa com os limites variando entre US\$ 250 e US\$ 400.

Antes da criação do segmento de taxas flutuantes, houveram algumas medidas que provocaram o déficit no saldo viagens internacionais em fim de 1988, em função da perda de validade em 31 de dezembro de 1987 da resolução 1154 de julho de 1986, que havia instituído a cobrança de IOF de 25% sobre o preço de passagens internacionais e venda de câmbio a viajantes, resultando no desincentivo para os turistas estrangeiros viajarem ao Brasil.

A partir de 1989 este item passou a apresentar um superávit de US\$ 474 milhões com o saldo das receitas crescendo quase 1.700%. Era de se esperar este superávit, pois "até o advento da resolução 1552, as receitas geradas pelo turismo eram incompatíveis com o volume de turistas que visitavam o Brasil, cuja transações, em moeda estrangeira, na sua quase totalidade eram efetuadas no mercado paralelo. Com a inclusão de viagens

internacionais no segmento do dólar turismo, tal item passou a ser superavitário"<sup>5</sup> e as operações cursadas no mercado paralelo perderam com isso a atratividade em função de dois fatores:

- a) a equalização das taxas de câmbio; e,
- b) a nova regulamentação que ampliara os limites e retirara as restrições a compra e venda de divisas.<sup>6</sup>

**TABELA 1**

**ITEM VIAGENS INTERNACIONAIS ANTES E APÓS A CIRCULAR 1402**

Viagens Internacionais	1988			1989		
	Receita	Despesas	Total	Receita	Despesas	Total
<b>Total</b>	<b>117</b>	<b>706</b>	<b>-589</b>	<b>1224</b>	<b>750</b>	<b>474</b>
Turismo	68	543	-475	1203	639	564
Outras	49	163	-114	21	111	-90

Fonte: Banco Central (elaborado pelo autor)

Na conta de transferências unilaterais o seu crescimento foi mais que proporcional ao aumento na conta de transações correntes. Sendo considerado significativo e substancial, em vista do aporte de divisas terem passado do superávit de US\$ 93 milhões em 1988 para US\$

<sup>5</sup> Banco Central, Relatório Anual. P. 104, 1989.

<sup>6</sup> Em 1989 o item turismo foi superavitário em US\$ 474 milhões, correspondente a US\$ 22 milhões cursados no segmento de taxas administradas e US\$ 452 milhões no mercado flutuante. Em 1988 esta rubrica apresentou déficit de US\$ 589 milhões.

244 milhões em 1989, um crescimento percentual de mais de 160%.<sup>7</sup>

Quanto à conta de capital, a regulamentação do segmento de taxas flutuantes facilitou os investimentos brasileiros no exterior, como também a repatriação e receita de lucros e dividendos, e em função destas mudanças as aplicações brasileiras no exterior registraram a saída de U\$S 557 milhões, um valor 213% maior do que observado em 1988.<sup>8</sup>

A liberalização cambial neste contexto está associada a dois fenômenos distintos:

- a) a ampliação da conversibilidade; e,
- b) a flutuação cambial.

O processo de liberalização após 1989 avançou fundamentalmente na ampliação da conversibilidade interna da moeda, pois deu-se a possibilidade de se manter moeda estrangeira como ativo de reserva; e, ampliou-se os limites quantitativos para as operações que antes podiam cursar pelo mercado oficial, mas que se encontravam restritas nos seus limites. A sucessão de mudanças e inovações nas regras seguirão estas trajetórias:

---

<sup>7</sup> A conta de transferências unilaterais incorpora operações como: aposentadorias, pensões, contribuição a entidades previdenciárias no exterior, serviço de imprensa, curso e congresso, vencimentos e ordenados, garantias bancárias, etc.

<sup>8</sup> Ressalte-se que a resolução nº. 1623, de 27 de julho, influenciou positivamente a saídas elevadas, pois se estabeleceu que a prorrogação para as operações de remessas ao exterior seria dada por tempo indeterminado.

a) introdução do segmento de câmbio flutuante;

b) mudanças operacionais no segmento comercial, com a possibilidade de instituições financeiras manterem ativos em moeda estrangeira;

c) a criação de alternativas de aplicação em ativos financeiros externos; e,

d) a liberação de remessas de divisas ao exterior.

Estas inovações ampliaram a conversibilidade tanto interna quanto externa, direcionadas tanto na conversão da moeda quanto nos pagamentos ao exterior. Destes itens apresentados acima, cada medida adotada ampliou o leque de opções para o acesso ao mercado de câmbio tanto para residentes quanto para não residentes. O item "a" ampliou a conversibilidade para pessoas físicas e jurídicas; o item "b" ampliou a conversibilidade para os bancos e corretoras; o item "c" ampliou a conversibilidade para os investidores residentes, e o último item ampliou a conversibilidade dos investidores estrangeiros.

Portanto se observou que a preocupação do governo não esteve muito voltada para a conversibilidade externa, dados os avanços e recuos nas regras para as transações de mercadorias e as operações com ativos financeiros, que ainda são distintas.

#### 4.3.1.- RECUOS E AVANÇOS

Ao iniciar-se o processo de liberalização cambial, em janeiro de 1989, haviam restrições cambiais muito fortes quanto a conversibilidade externa.

Quanto a situação cambial do país, a existência de uma dívida externa que ainda não havia sido renegociada afim de aliviar a conta de serviços; e que estava inserida num contexto, de altas taxas de juros internacionais e a necessidade de altos superávits comercial afim de fazer frente aos encargos da dívida externa, impediam a ampliação da conversibilidade da moeda e assim poder dar uma maior liberdade de entrada e saída de divisas.

Ao longo de toda a década de 1980 o deterioração da situação cambial do país agravou-se como resultado da elevação dos juros internacionais em consequência a política antiinflacionária americana. O resultado final foi um comportamento adverso dos fluxos de capitais externos e a impossibilidade de se financiar déficit na conta de serviços, necessitando portanto um superávit bastante significativo na balança comercial. Este processo levou a Brasil apresenta nos anos oitenta superávits elevadíssimos na conta de transações correntes e sucessivos déficits na conta de capital.



No terceiro capítulo foi apresentado que a moratória da dívida externa e a imposição de restrições cambiais foram as medidas adotadas para impedir uma queda ainda maior das reservas internacionais, pois havia uma entrada insuficiente de novos recursos, para dar condições ao governo de administrar os pagamentos ao exterior e o pagamento dos juros que eram devidos.

Os principais fatores que juntamente aos apresentados acima, contribuíram para freiar o ingresso de capitais externos e reverter o processo de créditos oficiais externos, foram os seguintes:

a) a exacerbação do processo inflacionário;

b) uma campanha eleitoral polarizada entre dois candidatos que apresentavam programas antagônicos e chances equivalentes de vitória;

c) esvaziamento do governo federal com a nova constituição federal, e em meio ao processo crescente da inflação;

d) a impossibilidade de se cumprir o acordo com o FMI, devido a crescente deterioração da economia nacional;

e) o elevado ágio do dólar no paralelo; e,

f) baixa cotação dos títulos da dívida externa no mercado secundário.

A própria autoridade monetária admitiu que em 1989 não foi possível a manutenção do acordo *stand-by*, firmado

com o Fundo Monetário Internacional em 1988, deixando o país de receber U\$S 796 milhões de dólares programados para o referido ano. Sendo este mais um fator que piorou as entradas de capitais externo para o país.<sup>9</sup>

Um ponto a ser destacado na política econômica deste período foi a manutenção de taxas de juros elevadas para tentar freiar as expectativas inflacionárias, e não alcançar êxito quanto ao influxo de novos capitais. Este fator pode ser explicado pelas expectativas inflacionárias, pois numa economia com expectativas inflacionárias mais intensas e taxas efetivas elevadas, as taxas de juros deveriam ser muito mais altas para se obter o mesmo efeito em termos reverberação dos índices de inflação e das expectativas, do que comparativamente aos casos dos países que apresentam economias com taxas e expectativas de inflação mais moderadas. Em outras palavras, as taxas de juros podem ser suficientes para inibir a demanda interna, mas insuficientes para estimular os influxos de capitais e os investimentos internacionais.

Como no plano político estávamos as vésperas da posse de um novo Presidente da República, que se desenvolveu ao longo de uma segmentação ideológica acrescida pela herança inflacionária de taxas medidas

---

<sup>9</sup> Banco Central, RA . P 80 e 88, 1989.

pelo IGP-DI de 71,90%, em janeiro; 71,70%, em fevereiro, e 81,30%, em março, os desestímulo a entrada de capital eram bastante fortes, fortalecendo ainda mais a permanência de um prêmio de risco positivo e que impediam a sua redução.

Quando do aperto de liquidez provocado pelo Plano Collor I o capital privado começou a regressar lentamente. Um alento maior existiu quando a partir de meados de 1990 foram criados novas formas de captação externa com os *comercial papers*, *bônus* e *notes*<sup>10</sup>. Neste campo, há quatro fatores que são responsáveis pela dívida securitizada ter assumido importância no processo de endividamento das empresas:

a) o diferencial da taxa de juros, que mesmo sendo elevada para os padrões internacionais se justificava pela possibilidade de arbitragem com os títulos do tesouro;

b) o baixo grau de endividamento das empresas privadas no Brasil;

c) a necessidade aliada a possibilidade de alongamento do endividamento em relação

---

<sup>10</sup> Comercial papers é um título emitido por instituições não financeiras, sem garantia real, podendo ser garantido por fiança bancária, negociável em mercado secundário e data de vencimento certa. Bônus São títulos emitidos pelos bancos através de instituições no exterior e que vão servir de fundo para operações de empréstimos de empréstimos no Brasil. Estes títulos podem ser emitidos com prazos diferenciados de três a oito anos, com rendimentos fixos (Fixed Rate Notes) ou variáveis (Floating Rate Notes), e com ágio ou deságio. Export Notes são uma cessão de crédito, através de um título o direito sobre uma operação futura de exportação, feita por uma empresa exportadora por conta de um embarque futuro de produtos. O aluguel de *export notes* é um recurso de crédito utilizado por empresas não-exportadoras como alternativa para obter crédito de curto prazo em moeda nacional indexada a variação cambial. Esta cessão de crédito tem um rendimento maior do que o ACC, com o mesmo risco tendo ambas a correção com base na variação cambial. Os juros pagos pelo exportador variam de acordo com o prazo e o risco da operação e é um investimento de *hedge* cambial.

crédito doméstico, barateando o custo do crédito; e,

d) aumento da liquidez internacional e redução da seletividade no mercado de eurobônus para lançamento de papéis por bancos de segunda linha.<sup>11</sup>

Para o caso dos bônus que são títulos emitidos pelos bancos através de instituições no exterior e serviam de fundo para operações de empréstimos no Brasil, a sua emissão podia ser feita com prazos diferenciados de três a oito anos, com rendimentos fixos (Fixed Rate Notes) ou variáveis (Floating Rate Notes), e com ágio ou deságio.

Com os Export Notes a empresa conseguia antecipadamente ao embarque um crédito em moeda doméstica, pagando o principal corrigido pela variação cambial. Por se tratar de uma operação com moeda estrangeira, na data do resgate o investidor receberia seu capital corrigido pela variação cambial acrescido da Libor e o seu prazo de resgate variava de acordo com a transação, podendo oscilar entre 180 e 260 dias.

As vantagens para os investidores e exportadores das Export Notes eram as seguintes:

a) o exportador deixa de depender das linhas bancárias de curto prazo para financiar suas vendas ao exterior;

---

<sup>11</sup> Os eurobônus são títulos ao portador lançados por empresas, fora dos Estados Unidos, mantidos em custódia, listados ou não na Bolsa de Luxemburgo e com transações operadas e liquidadas nas câmaras de compensação (Clearing House) européias Cedel ou Euroclear, com o intuito de eliminar riscos na liquidação das operações de Eurobônus.

b) o prazo de financiamento geralmente é maior do que o das operações de ACC; e,

c) o investidor faz um hedge em moeda estrangeira, protegendo seu patrimônio das oscilações cambiais.

Normalmente as taxas de juros da *Export note* que excede a correção cambial não refletem totalmente o diferencial do juro real (taxa do CDI over menos a taxa de correção cambial dada pela cotação média do dólar comercial de venda). Elas também são um meio dos bancos ampliarem sua posição comprada ou vendida em moeda estrangeira, que é limitada pelo Banco Central.

Em face destas características os ingressos de novos empréstimos em 1991, foram bastante diversificados e de maior peso para os novos ingresso. A colocação de títulos no mercado externo que estavam relacionados a "*comercial papers*", bônus e "*notes*", proporcionaram o ingressos de U\$S 3.408 milhões com a participação de mais de 85% no total dos ingressos.

Os principais tomadores básicos de recursos através da colocação de bônus e notes, são:

a) o setor público estadual e federal composto por empresas e bancos (Petrobrás, CVRD, Telebrás, BNDES e Banco do Brasil);

b) o setor privado nacional composto por bancos e empresas totalmente nacionais

(Sanbra e Ceval - alimentos; Kablin e Ripasa - celulose);

c) o setor privado multinacional composto por bancos e empresas com controle majoritário estrangeiro (Shell etc.); e,

d) o setor privado nacional com participações de capital estrangeiro.

Com a desvalorização de 14,14% do cruzado novo em outubro de 1991 e a subida dos juros, buscou-se dissipar mais uma nova crise cambial. As reservas internacionais haviam caído a níveis inferiores ao permitido por resolução do Senado, chegando ao nível de U\$S 7 bilhões no conceito de caixa em outubro, sendo o seu menor nível obtido no ano.

A elevação dos juros também tinha por objetivo refrear as pressões inflacionárias em meio ao desajuste fiscal. O ápice do diferencial dos juros aconteceu em janeiro de 1992 com 27,85% naquele mês, contra 4,1% a.a. em aplicações em dólares dos certificados de depósitos interbancários. Assim um número crescente de instituições brasileiras lançaram títulos, bônus e notas que pagavam um diferencial de juros bem maior que os títulos americanos no mercado internacional.

O mercado de ações também atraiu capitais externos em virtude dos baixos preços das ações, como consequência das altas taxas de juros internas e da perspectiva de



privatizações de empresas brasileiras que tinham a suas ações negociadas no mercado.

A entrada de capitais privados voluntários arrefeceu no segundo semestre de 1992 e, principalmente, no primeiro semestre de 1993. Esta tendência foi atribuída as incertezas na área política e a ausência de qualquer sinal de progresso na estabilização econômica. Uma das características marcantes com relação ao ano 1992 foi as entradas de capitais, investimentos e empréstimos para o setor privado, terem sido acompanhada de um superávit da conta de transações correntes de U\$S 6,3 bilhões, em decorrência: do aumento do saldo comercial; das transferências unilaterais, da redução do déficit da conta outros serviços e a diminuição das despesas com os juros da dívida externa.

A acumulação de reservas neste contexto foi possível graças a entrada de capital somada ao superávit nas transações correntes. O principal motivador para o acúmulo de reservas neste momento residia em evitar a valorização da taxa de câmbio e elevar o próprio nível das reservas. A captação externa no nível em que ocorreu também serviu para financiar a compra da dívida pública interna. Como a demanda por moeda já estava reduzida e o financiamento do déficit público por emissão monetária já era estreito, houve a esterilização da dívida.

Nesse período, a dívida mobiliária evolui em função da necessidade de se obter recursos externos, tendo em vista a participação das reservas internacionais na sua composição, pois na medida que o governo precisava emitir títulos para esterilizar a emissão de moeda, tinha-se como contrapartida uma dívida interna crescente.

A necessidade desta prática aumentava a medida que crescia a oferta de moeda estrangeira via exportações ou via investimento direto. Como não há uma correlação direta e automática, entre dívida mobiliária e reservas internacionais, a dívida mobiliária cresceu mais do que as reservas internacionais em virtude do pagamento de juros da própria dívida. Mostrando que o Brasil não permitiu que a entrada de capitais valorizasse sua moeda e houvesse a perda da competitividade externa.

Um estudo do FMI em 1993 chegou a mostrar que o Brasil foi o único país da América latina a não apresentar a tendência de apreciação da taxa de câmbio, e explica também porque o nível de reservas progressivamente aumentou desde o início da década: "Com a exceção do Brasil, todos os países tem experimentado uma apreciação da taxa de câmbio real desde janeiro de 1991 (...). A Outra evidência foi o comportamento cíclico da taxa de câmbio real e alguns destes ciclos pode ser explicado pelas: flutuações da entrada de capital,

mudanças no termos de troca e nas mudanças das políticas monetária, fiscal e cambial. Entre os países o que se viu foi um importante grau de correlação entre os movimentos das reservas no conceito de caixa e a taxa real de câmbio".<sup>12</sup>

Outro fator constatado por este estudo diz respeito aos motivos que provocaram o aumento da entrada de capital, tendo como base de argumentação que os fluxos de capitais na América latina são parcialmente explicados por condições econômicas encontradas fora da região, como:

a) a estagnação econômica de algumas nações industrializadas, principalmente, o Estados Unidos;

b) a retração da demanda por fundos para o investimento nos países desenvolvidos; e,

c) a redução substancial das taxas de juros internacional sobre as aplicações financeiras denominadas em dólares.

Ou seja, foram os choques externos que resultaram nestes fluxos de capital.

De outro lado no que tange a conta de transações correntes a partir de 1989, ela apresentou a tendência de déficit e em 1990 o déficit era de aproximadamente U\$S 2 bilhões, onde o saldo negativo da conta de serviços foi a

---

<sup>12</sup> Ver CALVO, G. A. et alli "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation(...). p. 118.

responsável maior por este resultado (o sub item juros participou com 64% do resultado da conta de serviços).

Uma propriedade da conta corrente está em medir as mudanças na riqueza líquida externa da economia. Um país que tem uma conta corrente deficitária deve financiar este déficit ou pela entrada de capital externo ou pela redução de suas reservas internacionais. Em ambos os casos, o país reduz (ou exauri) a sua riqueza líquida externa.

Outra característica da conta corrente está no processo de contabilização da renda nacional, o seu superávit deve ter como contra partida um superávit igual entre a diferença da poupança e do investimento interno total. Assim, no caso de um déficit na conta corrente deve haver uma combinação de política que provoque: um aumento da poupança ou uma queda do investimento; ou a utilização de uma combinação das duas variáveis afim de que o resultado líquido seja um crescimento do hiato poupança-investimento.

No Brasil esta receita foi seguida consistentemente, pois antes de 1992 a conta corrente era deficitária e como o Banco Central seguia uma política de manutenção da taxa real de câmbio fixa e altas taxas de juros, ele estava condicionado a prática de comprar e vender divisas estrangeiras, afim de defender esta política.

Como os influxos de capitais na sua maioria eram especulativos e buscavam as altas taxas de juros oferecidas pelos títulos da dívida pública doméstica, e conjuntamente os saldos em conta corrente estarem próxima do equilíbrio, o saldo final foi uma elevação dos nível das reservas mês a mês a partir do segundo semestre de 1991 na conta de reservas internacionais.

O ano de 1992 foi o único a apresentar superávit na conta de transações correntes entre 1990 e 1993. A poupança externa como percentagem do PIB esteve relativamente próxima de níveis aceitáveis, como pode ser visto no gráfico 7, o que se apresenta é um ingresso líquido de capitais externos voluntários se destinando basicamente ao aumento das reservas do Banco Central.

#### **4.3.2. VANTAGENS E DESVANTAGENS**

Nos casos dos países que obtiveram sucesso com a liberalização financeira notou-se que o ponto central para se entender como foi alcançado o êxito, está na necessidade de se obter fundamentos sustentáveis da política fiscal, pois a manutenção de um nível adequado e não inflacionário dos gastos e investimentos públicos, exige um sistema tributário eficiente. Sendo necessário que haja uma simetria entre a demanda por recursos

públicos e a capacidade de tributação do Estado, seja através da ampliação da base tributária ou pela simplificação dos instrumentos tributários e redução das alíquotas, para se possa controlar o déficit público.

Quando as condições necessárias não são alcançadas, num contexto de instabilidade e incerteza, certamente maior instabilidade ocorrerá, provocando um retrocesso no processo. Daí a necessidade de manter a estabilidade do processo, que passa por um aumento no estoque de reservas internacionais para fazer frente:

a) o aumento no desalinhamento cambial, e seu impacto final sobre o sistema de preços; e,

b) ao aumento da volatilidade de capitais.

Na possibilidade de eventuais retrocessos ou redução no grau da conversibilidade monetária, pode-se destacar duas variáveis importantes para serem utilizadas: a taxa de câmbio e as reservas internacionais.

No caso da taxa de câmbio que é caracterizada em pelo menos três funções substitutas definir o poder de compra da moeda doméstica no mercado internacional; afetar a competitividade internacional dos bens produzidos internamente; e, influenciar no comportamento dos preços dos ativos e na atratividade dos ativos financeiros domésticos. Um importante aspecto no momento na definição



domésticos. Um importante aspecto no momento na definição dos objetivos de política monetária pelo governo deve ser considerado, como por exemplo: que restrições existem para a utilização da taxa de câmbio como instrumento estabilizador?

Pois, Dependendo da situação em que se encontra a economia correções do desequilíbrio a taxa de câmbio não poderão trazer sozinha o equilíbrio sem que não tire do equilíbrio outras variáveis, como no caso de um desequilíbrio comercial. Não se conseguirá passar a economia de um déficit para um superávit comercial, sem que algum reflexo não seja sentido no mercado interno, como aumento do desemprego no setor de bens não exportáveis pelo deslocamento de seus recursos para o setor de bens exportáveis.

No exemplo apresentado a manutenção de uma taxa de câmbio apreciada eleva o padrão de vida do país, artificialmente, através dos efeitos renda e riqueza, pois ajuda a combater a inflação e barateia as importações, mas desestimula as exportações. Esta estratégia tem como resultado final, em geral, uma crise no balanço de pagamentos do país.

Por outro lado a busca de uma taxa de câmbio mais depreciada irá gerar superávits comerciais por longos

períodos, mas será ao custo do empobrecimento da população e transferência de recursos ao resto do mundo.

Portanto a busca do equilíbrio da taxa de câmbio torna-se um objetivo constante de política econômica, dado que nenhum governo tem o poder de assegurar unilateralmente a realização desta meta numa economia como ampla mobilidade de capital.

Para um país manter uma política cambial tendo como alvo o acúmulo de reservas internacionais, os fluxos de capitais internacionais induzem a necessidade de manter-se requisitos mínimos afim de evitar uma possível crise de liquidez ou desalinhamentos significativos da taxa de câmbio. A decisão de qual caminho a seguir, afim de inferir qual o nível de reservas internacionais ideal para proteger a moeda, deve considerar também quais os custos serão incorridos para a manutenção deste nível de reservas. Dado que o diferencial entre as taxas de juros interna e externa de aplicação das reservas determinará o custo de retenção de reservas, mesmo sabendo da necessidade de um maior fluxo de capitais externos para complementar a poupança interna.

#### 4.3.2.1 - O DESALINHAMENTO CAMBIAL

O desalinhamento cambial pode ser conceituado como o percentual de reajuste necessário, que deve ser incorporado a taxa de câmbio vigente afim de que ela se iguale a taxa de câmbio de equilíbrio. Dito outra forma, podemos dizer também que o desalinhamento cambial é caracterizado como aquele diferencial existente, em termos da moeda local, do preço da moeda estrangeira em relação ao preço que equilibra a balança comercial e serviços.

Como no países desenvolvidos o desalinhamento cambial sempre esta presente, seja positivamente com uma taxa cambial mais apreciada ou seja negativamente com um câmbio mais depreciado, mas de correções mais rápida em função do regime de flutuante ser o mais utilizado entre elas.

Indiscutivelmente num contexto de inflacionário e de controles cambiais a possibilidade de um desalinhamento persistir por muito tempo é razoavelmente mais plausível, e no caso de uma apreciação a possibilidade de uma crise de balanço de pagamentos é sempre previsível e sempre prediz a necessidade de uma correção do desalinhamento mais instantânea e com custos maiores.

Num contexto de controle cambial normalmente coexistem mais de uma taxa de câmbio: uma para transações comerciais e outra, mais depreciada, para transações financeiras. Os motivos principais para a existência deste regime está na necessidade de isolar o mercado de bens de choques externos de oferta, e restringir a posse por parte dos ativos estrangeiros pelo setor privado com a idéia de limitar a perda de reservas internacionais.

Esta situação provoca o desalinhamento cambial, pois artificializa a taxa de câmbio em um nível inconsistente com os fundamentos existentes na economia, ao tentá-la fazer representar um nível incompatível com o equilíbrio do mercado cambial, provocando a inconvertibilidade monetária, aumentando a sonegação de informações fiscais e dos impostos para importações de bens. Na prática os arranjos cambiais, geralmente, trazer maior complexidade ao gerenciamento da taxa de câmbio e provocam resultados mais indefinidos do que nos casos extremos de fixação ou flexibilização cambial total.

Além do problema do desalinhamento cambial causados por taxas diferenciadas de câmbio, existe o problema da existência de vantagens artificiais dada a setores da economia em detrimento de outros. Estas vantagens artificiais, quando afetam positivamente as importações, elas contrariamente desincentivam a produção doméstica;

reduzem a competitividade externa e lucratividade das exportações, e diminuem a demanda por emprego nestes setores.

Como se vê, o impacto do desalinhamento cambial provoca efeitos diferenciados sobre o setor externo da economia, em virtude de uma determinada paridade cambial poder ser adequada para o setor importador, mas inadequada para o setor exportador. Na verdade, quando a taxa de câmbio está valorizada, o efeito mais imediato sobre o setor externo é a elevação da receita de importações e o decréscimo da receita de exportações. Consequentemente haverá redução do crescimento da economia, dado que parte da absorção interna por bens e serviços estar direcionada para os bens produzidos no mercado externo, que artificialmente estão apresentando preços mais baixos.

Sobre o desempenho exportador o desalinhamento cambial tende a ser setorialmente diferenciado por duas razões, uma macroeconômica e outra microeconômica. O fator responsável pelo aumento ou diminuição da dispersão dos preços, no nível macroeconômico, são as taxas de inflação da economia, e no nível microeconômico, o poder de reajustes dos preços de cada setor, tendendo para um maior desalinhamento entre a taxa de câmbio real e de

equilíbrio setorial, quanto maior for a dispersão de reajustes dos preços relativos em cada setor.

Esta dispersão entra em cena através do poder de mercado de um determinado setor, que se encarrega de revelar o quanto um setor tem condições de impor correções de preços nos seus produtos acima dos índices de inflação, em detrimento das empresas com menor acesso ao mercado. Poder este que provoca uma taxa de câmbio real setorial divergente da taxa de câmbio real efetiva, e assim surgem os ganhos adicionais de lucratividade.

Sinteticamente podemos mostrar e definir estas diferenças entre as taxas setorial e da economia da seguinte maneira:

a) Taxa de Câmbio Real do Setor

$$TS = e (P^*/P_s)$$

b) Taxa de Câmbio Real da Economia

$$TE = e (P^*/P_i)$$

sendo que:

**e** - taxa de câmbio nominal  
**P\*** - índice de preço ponderado externo  
**P<sub>i</sub>** - índice de preço ponderado interno  
**P<sub>s</sub>** - índice de preço do setor

O que determinará a diferença entre as duas taxas de câmbio será em que nível estarão as taxas de crescimento dos preços da economia e de cada setor separadamente. Em



virtude do maior poder de mercado, a forma de reajustar preços confere a cada setor produtivo da economia uma taxa de câmbio distinta, apresentando distintamente e em níveis diferentes tanto entre os setores, como em relação a taxa de câmbio real da economia.

Como a taxa de câmbio real é composta por duas taxas médias ponderadas - as taxas de inflação interna e externa - o que se tem é uma taxa que tenta representar todo o mercado e sempre está desalinhada com a taxa de câmbio da cada setor, pois como é uma média do mercado algumas taxas deverão estar acima da média e outras abaixo.

Este comportamento pode ser definido algebricamente, ao visualizarmos como se comportará a receita de exportações de um setor específico em relação a economia, se dividirmos a taxa de câmbio de equilíbrio pela taxa de câmbio do setor, teremos a relação existente entre as duas taxas de câmbios e seus respectivos índices de inflação:

$$TE/TS = [ e( P^*/P_i ) ] / [ e( P^*/P_s ) ] \quad (a)$$

O resultado desta divisão será:

$$TE/TS = P_i/P_s \quad (a1)$$

As conclusões dadas pela equação (a1) serão as seguintes:

a) se  $P_s > P_i \Rightarrow T_s > T_e$

b) se  $P_s = P_i \Rightarrow T_s = T_e$

c) se  $P_s < P_i \Rightarrow T_s < T_e$

$P_i$  - índice de preço ponderado interno

$P_s$  - índice de preço do setor

As diferenças entre os níveis do índice de preços do setor ( $P_s$ ) e o índice de preços interno ( $P_i$ ) implicariam em taxas de câmbio distintas. Como a dispersão de preços relativos tem uma relação positiva com a taxa de inflação por que os preços aumentam em períodos de altas taxas de inflação e de aceleração inflacionária, e em função da desigualdade dos reajustes nos setores esta dispersão tende a ser agravada.

Quanto a qualificação do tipo de desalinhamento, ela pode ser dada por temporário ou permanente. Quando o desalinhamento é temporário ele é causado por fatores expansionista ou contracionista da demanda e são de correções mais fáceis e sem maiores custos econômicos ou sociais. Se ao invés tivermos, um desalinhamento permanente causado por uma alteração estrutural, como o aumento na eficiência produtiva do setor bens exportáveis, isto implicará necessariamente em novos preços relativos que causarão ajustes econômicos com maior custo e duração maior.

O desalinhamento cambial afeta dessa forma o padrão de consumo entre os bens exportáveis e não exportáveis, tendo em vista a taxa real de câmbio também ser medida pelo quociente entre os preços dos bens exportáveis (bens agrícolas e manufaturados) e os preços dos bens não exportáveis (serviços públicos e privados).

Exemplificando o desalinhamento no setor de exportáveis, podemos inicialmente aceitar que os seus preços estão acima dos preços de equilíbrio do seu mercado, sem que isto tenha acontecido em função tenha de mudanças no níveis do salário nominal e produtividade marginal do trabalho; mas, simplesmente por força de poder de decisão em determinar preços. Haverá como consequência o aumento da poupança externa do país, pressões inflacionárias, redução da propensão a investir no segmento de não exportáveis, queda no consumo dos bens não exportáveis e desemprego temporário até que os recursos e a produção migrem para o setor de bens exportáveis, atraídos pela elevação da sua receita de exportações mesmo diante da queda no consumo interno. Em resumo teremos a necessidade de um ajustamento não somente da produção de bens, mas também dos preços relativos e no nível de emprego.

Portanto, se o aumento no preços dos produtos não se dá somente através das alterações na produtividade

marginal do trabalho e do salário nominal, a assincronia de reajustes de preços é decorrente de quatro outros fatores secundários que são:

- a) o poder de participação no mercado da empresa;
- b) a sazonalidade da produção e da demanda;
- c) a estrutura de custos da cada empresa; e,
- d) a influência dos preços externos sobre os preços domésticos.

Estes quatro fatores podem ser reduzidos pelo aumento da concorrência; desregulamentação de mercados; redução de quotas, tarifas e barreiras não tarifárias ou aumento na participação de bens importados na composição da oferta no mercado consumidor interno.

No nível microeconômico, outro fator que determina as distintas taxas de câmbio entre os setores são as diferentes elasticidades preço da oferta, ou seja as diferentes sensibilidades da produção de cada setor em relação as mudanças nos preços. Como no Brasil a maioria das empresas são influenciadas pelos preços do mercado internacional, o seu volume exportador é função direta da oferta de produtos exportáveis, que por sua vez depende da rentabilidade relativas das vendas nos mercados externos e interno, além da elasticidade preço da oferta.

Para o setor importador os principais causadores da variação do volume de importações são: em primeiro plano, o nível da taxa de câmbio vigente e o nível de atividade econômica do país; em segundo plano estariam as políticas comercial e tarifária. Portanto, o setor importador não sofre impacto direto da dispersão interna de preços relativos da economia doméstica nem do poder de determinação de preços. Portanto, um desalinhamento cambial tenderá a aumentar o volume de importações quando ele for negativo (uma sobrevalorização cambial).

Como um problema principalmente criado pela estabilização, o desalinhamento cambial tem surgido quando se buscou estabilizar os preços através da manutenção de uma âncora cambial. Como a adoção de uma âncora cambial retira do equilíbrio as taxas de câmbio e de juros, por retirar a flexibilidade do câmbio, a persistência de uma taxa de inflação residual mais alta que a externa, nos meses que sucedem o plano de estabilização, trazem a sobrevalorização cambial.

Pelo lado da liberalização cambial, quando medidas em sua direção são adotadas, sem a presença de políticas domésticas consistentes, é necessária a adoção de ajustamento recessivos afim de reduzirem o desalinhamento cambial, que por sua vez condenam ao fracasso o processo de liberalização cambial.

A experiência internacional demonstrou que as correções de desalinhamentos cambiais implicam em custos não desprezíveis e perversos, tais como; alterações nos preços relativos, deslocamento de mão de obra entre os setores de exportáveis e não exportáveis, além dos impactos redistributivos de difícil previsão.

#### **4.3.2.2. AS RESERVAS INTERNACIONAIS**

Num contexto de reduzidos custos de transação e comunicação, os fluxos de capitais passaram a apresentar um aumento significativo de sua mobilidade e volatilidade. Na verdade os capitais migram não somente pela rentabilidade proporcionada pelo diferencial de taxas de juros entre os países, mas também pela segurança que eles apresentam quanto ao retorno de lucros, dividendos e do capital principal investido.

Na eventualidade de uma saída de capitais somente um estoque de reservas, poderá guarnecer a moeda de uma provável desvalorização da taxa de câmbio. Para entendermos qual o nível de reservas suficientes para impedir a desvalorização para a situação de uma fuga de capitais, inicialmente veremos o que o capital estrangeiro procura encontrar num país que o estimule a aplicar ali o seu capital.



Como geralmente os agentes econômicos são avessos ao risco, e desejam como contrapartida o maior retorno que possa ser obtido. É possível concluir portanto, que a segurança é o fator de maior importância no momento de se considerar em que país investir. Partindo desse ponto de vista, o capital provavelmente mede a segurança, ao observamos o histórico das crises cambiais, pela de capacidade de um país de manter sempre:

- a) pequenas expansões monetárias;
- b) acordos bilaterais sem quebras de contrato;
- c) uma taxa de câmbio real próxima do seu equilíbrio, e em consequência déficits em conta correntes controlados; e,
- d) um déficit público financiável, a médio e longo prazos.

Estes fatores logicamente que nem sempre estão presentes nas economias em conjunto, mas são objetivos dos governos torná-los factíveis, tentando aproximar estes fundamentos o mais próximo do seu equilíbrio.

Numa situação, onde a economia apresenta um risco maior em relação a outras mesmo com fundamentos econômicos muito próximos, a atuação do Banco Central deverá ser, de ter reservas suficientes afim de dar liquidez ao capital estrangeiro aplicado no país.

Assim os objetivos de deixar flutuar o câmbio deve ser deixado de lado, em função da necessidade de se ter uma certa quantidade de reservas e não permitir uma valorização cambial danosa ao balanço de pagamentos. Este processo leva então a disciplinar o balanço de pagamentos a ser orientado em função do nível dos outros fundamentos econômicos.

Esta capacidade de ter reservas suficientes para enfrentar crises de balanço de pagamentos, definirá se o governo desvalorizará a moeda ou não, numa eventual fuga de capitais, condicionado é claro a um processo de aumento da conversibilidade da moeda. Portanto, o aumento das reservas oficiais por sua vez indicará grau de intervenção no mercado de câmbio pela autoridade monetária, a vista dos fluxos de entrada de capital.

Como só existem dois caminhos que podem ser seguidos pelo Banco Central: esterilizar o influxo de moeda estrangeira ou não. No que diz respeito a discussão da atuação do Banco Central nos influxos de capitais externos, os dois casos polares de discussão quanto a sua intervenção no mercado de câmbio com o intuito de tentar controlar ou não a entrada desses capitais externos, aumentando ou não as reservas internacionais passam por permitir a valorização ou não da moeda, nas duas situações:

a) quando o Banco central decide intervir ativamente no mercado de câmbio induzido pela entrada de capital (situação observada no início da década de 90 no mercado cambial brasileiro), um aumento na conta de capital ocasionará um aumento perfeitamente igual na conta de reservas. Neste caso, o hiato entre o investimento e a poupança não se altera e nem a riqueza líquida externa da economia. Aqui a entrada de capital estaria perfeitamente correlacionada com mudanças na reservas. E na realidade, uma intervenção da autoridade monetária não ocorreria numa escala que produziria um relacionamento de um-a-um entre as reservas e a conta de capital; e,

b) se por outro lado, o banco central escolhe não intervir na entrada de capital, um aumento das exportações líquidas de ativos na conta de capital deve financiar um aumento nas importações líquidas de bens e serviços da conta de transações correntes. Neste caso, a entrada de capital não estaria associada com mudanças na manutenção das reservas internacional por parte do Banco Central.

No caso brasileiro, parte do aumento do fluxo de capital representou a repatriação da fuga de capital e também a atração de novos investimentos a partir da criação do segmento de taxas flutuantes em 1989. Como resultado disto, alterou-se a política econômica das autoridades monetárias, pois o desejo do Banco Central de atenuar a apreciação da taxa de câmbio no curto prazo fez com que sua intervenção comprando divisas do setor privado aumentasse a oferta de moeda e suas reservas.

Com o objetivo de não monetizar a economia o Banco Central foi forçado a esterilizar alguns fluxos de capital, não se esquecendo que ao passo que se utilizavam ou tendiam a se perpetuar uma política com um grande diferencial entre juros internos e externos, era necessário aumentar o esforço fiscal para não incorrer em um déficit, por conta dos juros da dívida interna.<sup>13</sup>

O aumento dos empréstimos externos também refletiu na restauração do acesso do Brasil ao mercado de capital voluntário externo. Desde que aumentou o grau de intervenção por parte do Banco Central em face da entrada de capitais, há um importante grau de correlação entre os movimentos das reservas e a entrada de capital. Este fluxo de capital externo afetou a economia brasileira no início da década de 90 aumentando a disponibilidade de capitais das economias.

Há outros fatores que explicam os recentes influxos de capitais externos além dos apresentados pelo estudo do FMI:

a) a necessidade de financiar o déficit em transações correntes com o aumento da entrada de capital; e,

---

<sup>13</sup> Um forte aumento no ingresso de capitais provoca a elevação das taxas de juros pelo Banco Central, pois obriga o governo a colocar títulos para reduzir a liquidez e, com isso, a dívida interna se eleva, que é mais cara, em troca de acúmulo de reservas que rendem juros mais baixos, e dependendo da progressão da entrada de recursos externos a meta de uma taxa de câmbio real torna-se inviável sua continuação. Além de tornar a oferta de moeda endógena.

b) a redução nos custos de transações para os agentes no acesso aos mercados internacionais de capital.

Estes fatos mostram o porque do aumento da mobilidade de capitais entre o Brasil e exterior, ter aumentado rapidamente nos últimos anos, e até em momentos de queda nas taxas de juros.

Agora pode ser compreendido a possível decisão do governo em não permitir uma rápida desvalorização da moeda ou a volta de controles cambiais, num processo de ampliação da conversibilidade da moeda doméstica.

Se houver um consenso generalizado pelo mercado que o nível de taxa de câmbio é insustentável, por conta de uma valorização da moeda, principalmente, dado que anteriormente houve a redução das taxas de juros interna ao nível internacional, que por sua vez levou o câmbio a se apreciar. Haverá uma redução na entrada de capitais, e é nesta hora que as reservas devem ser utilizadas afim de postergar uma possível crise cambial, para poder implementar fortes intervenções no mercado cambial e promover a elevação da cotação da moeda.

Esta atitude deve ser tomada para não permitir o retrocesso da conversibilidade da moeda através de controles cambiais.

## 5 - OBSERVAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO.

A economia brasileira após a criação do segmento de taxas flutuantes teve sua estrutura de mercado cambial completamente alterada, em função da ampliação da conversibilidade interna e externa, que contribuíram para ampliar a integração do Brasil com o mercado internacional.

O funcionamento de um mercado cambial com dois segmentos, que passaram a coexistir e concorrer com o mercado paralelo de câmbio, logo obteve como resultado a redução do ágio entre o paralelo e os segmentos oficiais, que havia se elevado muito em relação a média histórica com a crise da dívida externa, e este comportamento de queda do ágio desestimulou operações cambiais no paralelo ao mesmo tempo que eram inseridas no segmento de taxas flutuantes novas operações antes restritas no volume operado.

No campo da conversibilidade da moeda, da autorização de operações antes ilegais e redução dos controles cambiais, tendo um histórico crises cambiais e um sistema dual de taxa de câmbio; fez com que o surgimento de um segmento de mercado que atraísse operações do mercado paralelo dé-se o primeiro passo para criar as condições



necessárias em direção a unificação cambial com uma taxa de câmbio flutuante.

Muito embora os controles cambiais tenham se reduzido desde a década de 50 até os anos 90, a sua essência foi mantida: reduzir o poder de conversibilidade da moeda e atenuar em alguns momentos a entrada de capitais externos, que expandia a oferta monetária e promovia a inflação.

De um país que manteve controles administrativos sobre a venda de divisas, nos anos 50; até a criação de um mercado que possibilitou a compra e venda de divisas determinadas pelo mercado, nos anos 90, os controles cambiais no Brasil passaram por muitas modificações tanto na sua sistemática quanto nos seu alvo de atuação.

A forma de apresentação dos controles passaram a se modificar em meados dos anos 60, quando o governo após 1964 começou a utilizar os controles cambiais buscando dar apoio e incentivos às exportações. Visto que até antes de 1964 os maiores incentivos governamentais através dos controles cambiais sempre se direcionaram para as importações.

Em certa medida as importações eram estimuladas com um sistema que contemplava nos anos 50 e parte dos 60 os leilões de compra pelo importador e taxas múltiplas de câmbio favorecidas, onde o sistema de controle cambial adotado consistiu na manutenção artificial de uma taxa de

câmbio apreciada para a importação. A partir do final dos anos 60 até parte da década de 90 persistiram os controles, mas com o sistema de minidesvalorizações cambiais que buscava dar competitividade as exportações, através da manutenção de um câmbio mais desvalorizado. Nos anos 90, logo após o relaxamento da centralização cambial, ainda existiam taxas múltiplas e o controle cambial estava direcionando seus objetivos para a entrada de recursos externos, restringindo o capital estrangeiro de participarem em algumas oportunidades de lucratividade proporcionada pela arbitragem entre os títulos brasileiros e estrangeiros, situação esta condicionada pela queda dos juros internacionais e a perpetuação de um diferencial de juros muito positivo em alguns momentos.

É inegável que no Brasil, as experiências de controles cambiais se processaram com taxas de câmbio reais fixas controladas pelo governo e um elevado grau de restrição na venda de divisas a residentes e não residentes. A sua existência foi sempre justificada, primeiramente, como necessária para buscar ajustar as contas externas do país, e depois tentar reverter o impacto inflacionário da entrada de capitais.

No espaço de tempo, entre anos 50 e final dos 80, o alvo das restrições cambiais que estiveram condicionadas pela venda de moeda estrangeira para estimular as

importações e, posteriormente estimular as exportações. Nos anos 90 elas passaram a restringir a entrada de capital até o ponto em que as pressões sobre a expansão monetária não comprometia o controle sobre os preços e nem limitavam o acúmulo de reservas internacionais, tendo em vista a expectativa do câmbio ser utilizado como âncora nominal. A estratégia de controle cambial se modificou, pois se ampliaram os limites para compra de divisas internamente, e concomitantemente se restringiam a entrada de capital. Muito embora não fosse uma atitude deliberada do governo, mas uma condição imposta pelo processo de combate a inflação.

Com esta estratégia, o mercado de câmbio brasileiro no período entre o segmento de taxas flutuantes e a metade dos anos 90 apresentou um crescimento da conversibilidade interna da moeda, dado o aumento na liberdade para os residentes em adquirir moeda estrangeira e ativos em moeda estrangeiras, e sua utilização nos pagamentos relacionados ao fluxo de bens e serviços.

No caso da conversibilidade externa a autorização da compra e utilização da moeda estrangeira para realizar pagamentos ao exterior passou por um período de expansão, inicialmente, em 1990 com o relaxamento da centralização cambial. Mas, ainda durante os outros anos perdeu velocidade, e passos ainda tímidos foram dados na direção

de aumentá-la, quando por exemplo o Banco Central deixou de controlar e passou a acompanhar o envio de remessas de lucros, juros e dividendos ao exterior passando, dando mais liberdade para os seus envios ao exterior, só que através controlando o envio com o auxílio de outros órgãos acessórios ao Banco Central.

Tanto a limitação para investimentos do capital estrangeiro em NTN's cambiais, debêntures, box de opções, taxaço de IOF em fundos de renda fixa e limitações as posições cambiais dos bancos; quanto as restrições dos investimentos brasileiros no exterior, diminuíram a possibilidade dos agentes tanto residente quanto não residente de movimentar capitais livremente para dentro e para fora do país, qualquer que fosse o montante e o momento. Estas medidas reduzirão realmente reduzirão a conversibilidade da conta de capital além de impor restrições ao capital de se movimentar.

Mesmo com os controles sobre a taxa de câmbio, em alguns momentos o governo tentou criar as condições essenciais para uma unificação cambial, mas o processo inflacionário crônico sempre retardou a possibilidade. Pois, a política econômica mantinha o conservadorismo de elevar as taxas de juros nominais afim de tentar reverter as expectativas inflacionárias e isto estimulava a entrada de capitais e forçavam a apreciação do câmbio.

Como o aumento da conversibilidade da moeda, aumentaria a oferta de moeda estrangeira, e este movimento seria esterilizado pelo governo, para não permitir a apreciação cambial e redução das taxas de juros, o limite de esterilização seria atingido rapidamente, e pela tendência das taxas de juros internas baixarem ao nível internacional, sem que pudessem, impactariam negativamente sobre o processo de estabilização de preços, com o aumento da oferta de moeda, e por final expansão do crédito e da demanda interna sem a possibilidade manter de o equilíbrio interno.

Os controles modificaram o seu campo de atuação também, pois passaram da demanda para a oferta, ou seja os ajustes no mercado seriam efetuados por deslocamentos na oferta e não mais pela demanda; e estes deslocamentos por sua vez modificariam o preço relativo entre as moedas. Assim passava-se a controlar o mercado pelo preço da moeda estrangeira indiretamente e não mais por atos e quotas administrativas sobre a demanda. Em certa medida tornava-se mais fácil para o governo atuar no mercado cambial através de intervenções do Banco Central na busca da taxa de câmbio mais conveniente para a política cambial e monetária empregada do que estabelecer as quotas de importação para produtos.

Desta forma, a política cambial nos anos 90 buscou sempre esterilizar a entrada de capitais e manter a competitividade das exportações. A preocupação central era acumular reservas internacionais, mesmo que a uma taxa juros mais baixa do que a dívida interna cobrava como contrapartida, e assim poder formular uma estratégia de estabilização que passava pela adoção de uma âncora cambial ao mesmo tempo que se mantinha os superávits em transações correntes. Como não podia esterilizar todo o recursos externos que ingressavam no país, uma parte foi absorvida pelo mercado e seu reflexo se fez sentir sobre a taxa de câmbio que a partir de abril de 1992 apreciou-se, muito embora estivesse sido desvalorizada após outubro de 1990, a tal ponto que antes do Plano Real se discutia em que nível estava a taxa de câmbio.

Após a implantação do Plano Real a política cambial voltou a ter uma taxa de câmbio flutuante por pouco tempo, quando se deixou apreciar em a moeda em mais de 25% após três meses do Plano Real. Foi neste período que por dois meses o Banco Central não interviu no mercado cambial, sem comprar ou vender moeda estrangeira.

Mas, na tentativa de corrigir o impacto apreciador da taxa de câmbio voltou a intervir no mercado sem contudo conseguir desvalorizar o necessário para reverter o processo de déficits na contas externas, pois os saldos



nas contas externas que são definidos pela taxa de câmbio real no longo prazo, já vinha apresentando queda nos saldo pelo processo de valorização constatado dois anos antes do Real.

A principal conclusão da análise sobre os controles cambiais mostrou que realmente restrições a entrada de capitais não conseguem reduzir os fluxo de capital, pois os investidores conseguem achar possíveis atividades não atingidas pelas regulamentação dos controles quando há uma lucratividade com a arbitragem dos juros ainda existe no mercado.

Outro fato constatado é que o prêmio de risco no Brasil não estimula a entrada de capitais tanto quanto deveria, pois em vários momentos houve a elevação do prêmio sem a refletir com a mesma força na elevação das reservas internacionais. Levando em consideração que a maior parte do ingresso de capitais era esterilizado pelo Banco Central esta comparação pode ser feita entre o prêmio cambial e as reservas internacionais. Observado-se dois períodos distintos como o final do governo Collor e o Final do Governo Itamar observou-se o seguinte:

a) no período entre o momento da divulgação dos fatos sobre a corrupção no governo Collor até a sua cassação, decorreram seis meses, e o prêmio de risco médio foi 3,58% ao mês e o acréscimos as reservas internacionais foram de US\$ 2,5 bilhões;

b) as vésperas do Plano Real, num mesmo período que o anterior, o prêmio de risco médio observado foi de 2,53% ao mês e o acréscimo de reservas foi de US\$ 11 bilhões.

Ou seja, num mesmo período o prêmio médio de risco caiu em mais de 1% e houve um acréscimo as reservas internacionais de US\$ 8,5 bilhões. A constatação da relação entre prêmio cambial e reservas internacionais mostrou que há uma faixa entre 1,5% e 5,0% ao mês, onde as reservas apresentaram uma variação no estoque de reservas entre US\$ 10 e US\$ 40 bilhões, e é nesta faixa de prêmio cambial que os investidores se balizam para medir a confiabilidade do Brasil quanto a segurança e poderem assim aplicarem o capital aqui ou não.

O fato mostra que os recursos externos não migram somente em função do diferencial de juros e do prêmio cambial, mas que depende de outros fatores que expliquem uma maior parte do seu comportamento, como: fatos políticos, controles de capital, históricos de crises cambiais, inflação, moratória etc. Nesta ótica o comportamento do investidor internacional baseia-se na conjuntura interna do país e na percepção das expectativas que o país gera.

Em ambiente interno desfavorável, a taxa de juros pode ser alta do ponto de vista de política monetária,

mas para o investidor internacional um contexto de expectativas mais exarcebadas, o prêmio cambial irá medir a segurança da aplicação no país.

Na ótica do governo, ao não haver estimulado um maior influxo de capital, ele decidirá elevar mais a taxa de juros do que o considerado pela política monetária e ainda assim não estimular o quanto se esperava de capital, pois ela não será o parâmetro definido para o comportamento dos capitais externos, principalmente se o capital externo medir o nível de segurança de um país pelo comportamento do prêmio cambial, que ao atravessar um limite não estimula mais a entrada de capital, mas reverte o estímulo comparativamente do que em outros momentos de expectativas mais positivas no contexto interno da nossa economia.

## BIBLIOGRAFIA

- Abreu, M. P. (org.). "A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989". Campus, RJ., 1992.
- AGHEVLI, B. B.; KHAN, M. S. & MONTIEL, P. J. "Exchange Rate Policy in Developing Countries: some analytic issues". (IMF OCASSIONAL PAPER-78), mar., 1991.
- BACHA, E. L. Introdução a Macroeconomia: uma perspectiva brasileira. Campus, RJ. 1989.
- \_\_\_\_\_. "Latin America's Reentry Into Private Financial Markets: domestic and internacional policy issues". Texto Para Discussão - PUC/RJ, n. 299, fev., 1993.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. O Regime Cambial Brasileiro: evolução recente e perspectiva. Brasília, nov., 1993.
- \_\_\_\_\_. Banco Central: estrutura e funções. Brasília, nov., 1994.
- \_\_\_\_\_. Relatório Anual, Brasília, diversos.
- \_\_\_\_\_. Análise do Mercado de Câmbio, Brasília, diversos.
- \_\_\_\_\_. e MENDES, A. P. F. "O Financiamento Externo Brasileiro e a Captação de Recursos via Títulos e Bônus". Revista do BNDES, RJ., v.1 ,n. 1, pp 175-200. 1994.
- BATISTA Jr., P. N., "Crise Monetária, Reforma Fiscal e Dolarização da Economia". Texto para Discussão n<sup>o</sup> 24 - EAESP/ FGV. 1993.
- BATISTA Jr., P. N., "Plano Real: estabilização monetária e desequilíbrio externo". Texto para Discussão n<sup>o</sup> 50 - EAESP/ FGV. 1996.
- BRESSER PEREIRA, L. C., "Liberalization and Democratization in the Context of a Weak State and a Weaker Civil Context". Texto para Discussão n<sup>o</sup> 17 - EAESP/FGV. 1992.

- CANUTO, O. "Investimento Direto Externo e Reestruturação Industrial". Texto para Discussão-IE/Unicamp. n. 27, Campinas, SP., 1993.
- CALVO, G. A.; LEIDERMAN, L. & REINHART, C. M. "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America". (IMF Staff Paper), vol. 40, n<sup>o</sup>. 1, Washington, D.C. IMF, 1993.
- CORDEN, W. MAX. "Exchange Rates Policies for Development Countries". The Economic Journal, 103. jan., pp. 198-207.1993.
- FISHER, I. The Purchasing Power of Money, 1<sup>a</sup> edition, 1911. Augustus M. Kelley, Farifield, 1985.
- FLOOD, R.; BHANDARI, J.; HORNE, J. "Evolution of Exchange Rate Regimes". (IMF Staff Paper), Washigton, D.C., IMF, 1989.
- FLOOD, R. P.; GARBER, P. G. "The Linkage Between Speculative Attack and Target Zone Models of Exchange Rates: some evidence results". In KRUGMAN, P. and MILLER, M.(edited), Exchange Rate Target and Currency Bands. CPER and NBER, pp. 17-34. 1992.
- FRANCO, G. H. B. "O Plano Real e a URV: fundamentos da reforma monetária brasileira de 1993-1994". em: Franco, G. H. B. O Plano Real e Outros Ensaio. Francisco Alves. 1995
- FREITAS, C. E. de . "Liberdade Cambial no Brasil", em: Bauman, R.(org.). O Brasil e a Economia Global. Campus, 1996.
- FRENKEL, J. and MUSSA, M. "The Efficiency of Foreign Exchange Markets and Measures of Turbulence". The American Economic Review, 70, n. 2, pp. 374/81, may 1980.
- FRIEDMAN, M. "the Case for Flexible Exchange Rates". Essays in Positive Economics. Chicago, University of Chicago Press, pp. 157-203. 1953
- GARCIA, M. G. P., "Política Monetária e Cambial: algumas lições do período recente para o real". Texto para discussão PUC/RIO, n. 330. dez., 1994.

- \_\_\_\_\_ e CARNEIRO, D. D. "Capital Flows and Monetary Control Under a Domestic Currency Substitution Regime: the recent brazilian experience". (Paper Presented at The IDRC Network Meeting in Cartagena). Texto para Discussão-PUC/RJ. aug. 1993.
- GONÇALVES, R., "Ô Abre-Alas: a nova inserção do brasil na economia mundial". Relume-Dumará, RJ, 1994.
- \_\_\_\_\_. "Globalização Financeira, Liberalização Cambial e vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira", in: Bauman, R.(org.). O Brasil e a Economia Global. Campus, 1996.
- GONZAGA, G. M. e TERRA, M. C. T. "Stabilization, Volatility and The Equilibrium Real Exchange Rate". Texto para Discussão - PUC/RJ. n. 343. Dez. 1995.
- GREENE, J. E.; ISARD, P., "Currency Convertibility and The Transformation of Centrally Planned Economies". (IMF occasional Paper-81). Washington, D.C., IMF, 1991.
- GRAUWE, P. de., "Towards EMU Without the EMS". Economic Policy. p. 147-185. Apr. 1994.
- HELPMAN, E.; LEIDERMAN, L.; BUFMAN, G. "New Exchange Rate Bands". Economic Policy. pp. 259-306. Oct.1994
- HUDDLE, D., Balanço de Pagamentos e Controle de Câmbio no Brasil: diretrizes, políticas e história, 1964 - 54, Revista Brasileira de Economia, 18(1), março de 1964.
- KRUGMAN, P. "Target Zones and Exchange Rate Dynamics". Quartely Journal of Economics (106), pp. 669-682. 1991.
- KRUGMAN, P. "Exchange Rates in Currency Band: a sketch of the new approach". In KRUGMAN, P. and MILLER, M.(edited), Exchange Rate Target and Currency Bands. CPER and NBER, pp. 9-14. 1992.
- KUCZYNSKI, P. P. "Internacional capital flows to Latin America: what the promise". The Wolrd Bank Annual Conference on Development Economics, 1993.
- MATHIENSON, D. & ROJAS SUAREZ, L. "Liberalization of The Capital Account: experiences and issues". IMF Working Paper-46. Washington, D.C., IMF, 1994.



- MEYER, A. "Apoio Financeiro Externo e estabilização Econômica". REP. v.13, n.1, pp. 135-148. jan/mar. SP.1994.
- \_\_\_\_\_. "Os Limites Internos do Ingresso de Capitais Externos no Brasil no Início da Década dos 90". texto para discussão-IESP. n. 15. fev. 1995
- MONTIEL, P. J. & OSTRY, J. D. "Macroeconomic Implications of real Exchange Rate Targeting in Developing Country". IMF Staff Paper, vol. 38, n. 4. dec. 1991.
- MUSSA, M. L. "Exchange Rates in Theory and in Reality". Essays in Internacional Finance. n. 179. Princeton. Dec. 1990.
- NABÃO, M. "Os Efeitos de Variações Cambiais Sobre O Déficit Público". REP. Vol. 13, n. 1(49), jan./mar. 1993.
- OBSTFELD, M. "Floating Exchange Rates: experience and prospects". Brookings Papers on Economic Activity, (2): 369-464, 1985.
- OLIVEIRA, G. E ALLAIN, M. The Recent Brazilian Trade Liberalization in Historical Perspective. Texto para discussão - FGV/SP. n. 15. 1992.
- OSTRY, J. D. & MONTIEL, P. J., "Macroeconomic Implications of Real Exchange Rate Targeting in Developing Countries". IMF Staff Paper, Vol. 38, n. 4, Dec. 1991.
- PASTORE, A. C. e PINOTT, M. C. "Câmbio e Inflação", em: Reis Velloso, J. P. O Real e o Futuro da Economia, José Olympio, 1995.
- QUIRCK, P. J. "Capital Account Convertibility: a new model for developing countries". (IMF occasional Paper-46). Washington, D.C., IMF, 1994.
- \_\_\_\_\_, [ et all]. "Capital Account Convertibility: review experience and implications for IMF policies". (IMF occasional Paper-131). Washington, D.C., IMF, 1995
- SACHS, J. & ZINI Jr, A. A. "A Inflação Brasileira e o Plano Real". REP. (58), pp. 26-49, abr./jun. 1995
- SIMONSEN, M. H. e Cysne, R. P. Macroeconomia. Ao Livro técnico. RJ. 1989.

- SIMONSEN, M. H. 30 Anos de Indexação. FGV editora, 1995.
- SOUZA, F. E. P de. "O Regime de Câmbio Flutuante Numa Etapa de Transição". *Análise Econômica*, ano 9, n. 15, mar. 1991.
- \_\_\_\_\_. "O Novo Regime Cambial Brasileiro e Suas Consequências Para a Política Econômica". *Textos Para Discussão-BNDES*. nº 18. 1993.
- SVENSSON, L. O., "An Interpretation of Recent Research on Exchange Rate Target Zones". *Journal of economic perspective*, vol. 6, n. 4, pp. 119-144, 1992.
- TSENG, W. & CORKER, R. "Financial Liberalization, Money Demand, and Monetary Policy in Asian Countries". (IMF occasional Paper-84). Washington, D.C., IMF, 1991.
- TURNER, P. "Capital Flows in Latin America: a new phase". (BIS Economic Papers, 44). Basiléia, Bank for International Settlements. Geneva, 1995.
- WICHAM. P. "The Choice of Exchange Rate Regime in Developing Countries: a survey of the literature". IMF Staff Papers, 32(2). Pg. 248-88, 1985.
- WILIAMSON, J. "Exchange Rate Managment". *The Economic Journal*, 103, jan., pp 188-197.
- \_\_\_\_\_. "A Economia Aberta e a Economia Mundial: um texto de economia internacional". Campus , RJ., 1989.
- ZAHLER, R., "Politica Monetaria Con Apertura De La Cuenta De Capitales". *Revista de la CEPAL*, (48), dic., 1992.
- ZINI Jr., A. A., A Política Cambial com Liberdade ao Câmbio, in: Bauman, R. (org.). *O Brasil e a Economia Global*. Campus, 1996.
- \_\_\_\_\_. *A taxa de Câmbio e a Política Cambial no Brasil*, EDUSP, 1993.

#### FONTES DOS DADOS

Banco Central do Brasil  
FUNCEX  
Conjuntura Econômica

# **ANEXO 1**

**MUDANÇA DA LEGISLAÇÃO E DO REGIME CAMBIAL  
NO BRASIL - 1988/95**

DATA	NORMA	MUDANÇAS DA LEGISLAÇÃO
Dez-88	circular 1402	é regulamentado o segmento de taxas flutuantes.
Dez-88	resolução 1552	é criado o segmento de taxas flutuantes de câmbio.
Jan-89	resolução 1564	é instituída a centralização das operações cambiais pelo Banco Central, e são estabelecidas as formas e condições para as transferências ao exterior das liquidações nas operações de câmbio de venda, que operavam no segmento de taxas administradas.
Abr-89	resolução 1600	introduz novos itens ao mercado de taxas flutuantes
Jun-89	circular 1504	é implementada a centralização cambial
Jan-90	circular 1564	são definidos os prazos para os depósitos dos recursos que seriam enviados ao exterior no Banco Central, como pré condição para sua posterior liberação
Jan-90	circular 1570	incluiu no mercado de câmbio de taxas flutuantes, as exportações efetuadas com compensação cambial em ouro: de jóias, gemas, artefatos de ouro e pedras preciosas.
Jan-90	resolução 1785	definiu que não há mais necessidade de compensação cambial quanto as remessa de recursos ao exterior que foi estabelecido na circular 1564

Fev-90	carta circular 2051	é possibilitado as operações de arbitragem da posição de ouro contra a posição de dólar do segmento de taxas flutuantes
Fev-90	circular 1578	é possibilitada a arbitragem entre o segmento de taxas flutuantes e o câmbio comercial
Mar-90	circular 1690	é criado o segmento do mercado de câmbio com taxas livres, extinguindo o câmbio administrado na qual a política de minidesvalorizações diárias existia.
Abr-90	circular 1684	é revisto o critério de posição comprada das instituições financeiras adotado pela circular 1690
Abr-90	circular 1936	incluiu novas operações ao segmento e facultou as pessoas físicas e jurídicas não exportadoras, o uso do cartão de crédito internacional
Mai-90	circular 1725	determinou que as remessas de capital, a partir de 12 de setembro, seriam efetuadas em 12 (doze) parcelas mensais e iguais
Jul-90	circular 1768	revogou a sua decisão da circular 1725, estabelecendo que até o mês de dezembro as remessas de capital depositadas no Banco Central seriam integralmente liberadas
Dez-90	circular 1871	regulamentou a forma de liberação de recursos de acordo com a resolução 1781

Dez-90	resolução 1781	autorizou as empresas financeiras do setor privado e público, o pagamento de juros e amortização de suas dívidas de médio e longo prazos
Mai-91	resolução 1832	permitiu que aplicadores institucionais estrangeiros, tais como: fundos de pensão, carteiras próprias de instituições financeiras, companhias seguradoras, fundos mútuos de investimento constituídos no exterior e outras entidades de investimento coletivo; pudessem ter em suas carteiras ações negociadas na bolsa de valores
Ago-91	circular 1999	são estabelecidas as regras básicas para o cadastramento e as funções dos dealers nos leilões cambiais, conjuntamente as regras de funcionamento dos leilões "go arounds"
Jan-92	lei 8383	é revogada a proibição de remessas de royalties de uma subsidiária para sua matriz no exterior
Fev-92	circular 2134	foi estabelecido os procedimentos para autorização e registro de operações de crédito externo através de "certificates of deposit", "notes" e bonûs privado e publico e privado com taxas fixa e flutuantes de juros.
Fev-92	carta circular 2259	criou subcontas para a DDE no segmento de taxas flutuantes e livre



Fev-92	resolução 1902	permitiu operação de hedge de taxa de juros com instituições financeiras no exterior
Mar-92	comunicado 2759	descentraliza a autorização de colocação de "commercial papers".
Abr-92	circular 2149	estabeleceu novos limites para a posição vendida das instituições que operavam no segmento flutuante, de acordo com o patrimônio líquido ajustado
Abr-92	comunicado 2781	esclarece como devem ser movimentadas as contas criadas pela CC 2259
Abr-92	circular 2169	Isentou que as remessas de juros e amortizações de financiamentos e empréstimos do exterior, sejam depositadas no Banco Central de empresas privadas e Petrobra, CVRD e subsidiárias.
Abr-92	circular 2170	define a forma e os capitais passíveis de hedge de taxa de juros conforme a resolução 1902
Mai-92	circular 2171	disciplinou as operações de compra e venda de divisas pelo segmento flutuante através de leilões de câmbio
Jul-92	circular 2199	estabeleceu novos critérios para a emissão de títulos conversíveis em ações de empresas e instituições brasileiras, através de "warrants" e outras modalidades
Jul-92	circular 2343	estabeleceu novos limites para posição de câmbio vendida dos operadores do segmento de taxa flutuantes e deu novos procedimentos de funcionamento

Jul-92	circular 2202	alterou critérios de credenciamento, flexibilizou o uso do cartão de crédito internacional, permitiu novos arbitradores para o mercado de moeda estrangeira, e ajustou novos limites de posição vendida e critérios de identificação para vendedores de moeda no segmento flutuante.
Jul-92	resolução 1946	estabeleceu normas para a identificação dos responsáveis por pagamentos e recebimentos de moeda em espécie.
Ago-92	circular 2179	regulamentou-se a emissão de depositary receipts (DR) por empresas privadas
Ago-92	carta circular 2306	fixou prazo para liquidação de operações de instituições com o Banco Central no dois segmentos em 2 (dois) dias úteis
Ago-92	circular 2179	estabeleceu as condições para o registro capitais estrangeiros aplicados no país na forma de "DR's"
Ago-92	circular 2217	O pagamento de prêmios e indenizações referentes a contratos de seguro em moeda estrangeira podia ser efetuado independentemente de autorização previa do Banco Central salvo algumas condições estabelecidas
Set-92	comunicado 2991	esclareceu os princípios básicos para o registro e operacionalização dos leilões de câmbio
Set-92	circular 2220	incluiu o sistema de leilão eletrônico de câmbio para a determinação da taxa de câmbio

Set-92	carta circular 2317	estabeleceu os critérios para o funcionamento dos leilões de câmbio eletrônicos, como lote mínimo de compra e venda; a qual o segmento pertence; prazo para divulgação de resultados entre outros pontos.
Set-92	resolução 1964	as exportações brasileiras estavam sujeitas a contratação do câmbio ressalvados os casos específicos, e poderiam ser celebradas prévia ou posteriormente ao embarque.
Set-92	circular 2237	incluiu as despesas com saúde no exterior no segmento de taxas flutuantes
Out-92	carta circular 2324	alterou o art. 3º da circular 2134/92 quanto aos critérios para autorização e registro de operações de crédito internacional
Out-92	circular 2247	determinou as condições para as remessas ao exterior de recursos em moeda nacional
Out-92	circular 2242	foram definidas as formas de transferências de recursos em moeda nacional via segmento de taxas flutuantes através da conta DDE
Out-92	circular 2243	incluiu novas contas no segmento de taxas flutuantes e dar critérios para funcionamento
Out-92	circular 2244	incluiu as operações para aquisição de moeda estrangeira que sejam destinadas ao pagamento de eventos artístico no segmento de taxas flutuantes

Nov-92	circular 2249	incluiu operações dentro do MERCOSUL no segmento de taxas flutuantes e dar critérios para funcionamento
Mai-93	circular 2316	foram eliminados os limites para a aquisição de moeda estrangeira nas viagens aos países do Mercosul, e as vendas de câmbio podiam ser realizadas, para cada viajante, até o limite máximo de US\$ 4 mil, para fins de natureza educacional, científica ou cultural, e tratamento de saúde
Jun-93	carta circular 2373	ampliou o prazo de mínimo de amortização de commercial papers e de outras modalidades de títulos das empresas nacionais
Jul-93	circular 2344	estabeleceu novos limites mínimos de depósitos no Banco Central de acordo com o patrimônio líquido, para as posições vendida e comprada no conjunto de todas as moedas comercializadas
Ago-93	resolução 2013	foram proibidas as aplicações em títulos de renda fixa. Deixando de ser aceitas as aplicações de recursos externos, que ingressariam pelo anexo I e IV, destinadas as NTN cambias e Fundos de commodities

Ago-93	circular 2350	autorizou as instituições financeiras credenciadas para operarem, simultaneamente, sem a intermediação do Banco Central nos mercados de câmbio de taxas flutuantes e de ouro
Nov-93	resolução 2028	institui os fundos de renda fixa para capital estrangeiro com IOF de 5%
Dez-93	resolução 2038	foi proibida as operações de box de opções no mercado de derivativos
Jan-94	resolução 2046	Nesta direção uma das primeiras medidas corretivas, esteve ligada a proibição aos investidores estrangeiros de comprarem NTN's, para participação de privatizações.
Jan-94	circular 2399	permitiu os bancos credenciados operarem no segmento de taxas flutuantes mantendo uma posição comprada apartada em até US\$ 2 milhões, excepcionalmente entre janeiro e março de 1994
Jan-94	circular 2438	estabeleceu as condições e os procedimentos básicos para a liquidação de operações de câmbio de venda pelos bancos nos segmentos de taxas livres flutuantes
Fev-94	resolução 2053	é criada a URV como indexador da economia até a implantação do Plano Real, e que serviria de parâmetro para negociação de moeda estrangeira no mercado interbancário

Mar-94	carta circular 2444	foram estabelecidos os mesmos limites de captação das operações novas, para as renovações ou prorrogações nas emissões de títulos nas modalidades: "Floating Rate Notes", "Fixed Rate Notes", "Floating Rate Certificates of Deposit", "Fixed Rate Certificates of Deposit", Bônus de colocação pública ou privada e "Commercial Paper"
Mar-94	circular 2410	suspendeu temporariamente, a autorização e o registro de operações de crédito através de títulos
Mar-94	circular 2412	punia com a suspensão de até 1 (um) ano, a possibilidade das empresas exportadoras de contratar de operações de ACC, caso não tivessem sido transformados os pagamentos das exportações em investimento direto ou empréstimos em moeda
Jun-94	resolução 2079	proibiu os investimentos em títulos de renda fixa que poderiam ser usados como moeda de privatização
Jun-94	circular 2434	impediu a prorrogação do prazo de embarque de produtos exportados
Jun-94	resolução 2087	fixou a taxa de câmbio de venda que seria praticada pelo Banco Central, sem definir qual seria a taxa de câmbio de compra



Jun-94	lei 9069	prescreu sobre os critérios para o fluxo de capital estrangeiro, e definiu que a entrada e saída de recursos do país deveriam ser processadas exclusivamente através de transferência bancária
Set-94	circular 2480	estabeleceu que as intervenções no mercado de câmbio para compra e venda de moeda seriam realizadas através de leilões de câmbio nos segmentos oficiais
Out-94	circular 2487	foram proibidos os ingressos de recursos à título de adiantamento para futuro aumento de capital e futuras conversões de dívida em capital de risco
Out-94	circular 2493	foram reduzidos os prazos máximos dos adiantamentos de contrato de câmbio de 180 para 150 e 90 dias dependendo do porte do exportado
Out-94	circular 2498	aumentou o IOF de 3% para 7% sobre a contratação de empréstimos externos
Out-94	circular 2499	foi estabelecido o recolhimento compulsório de 15% sobre a média dos saldo diários das operações de adiantamento, empréstimo, financiamento e de crédito
Out-94	circular 2494	comercialização de moeda para venda, só as instituições credenciadas, exceto o hotéis, poderiam vender câmbio aos viajantes, mediante a identificação do comprador no segmento de taxas flutuantes

Dez-94	circular 2532	foi reduzido o compulsório sobre os depósitos à vista de 100% para 90%, e sobre os depósitos de 30 dias para 27%.
Dez-94	resolução 2140	reduzindo para 0% (zero por cento) a alíquota do imposto de exportação de alguns produtos químicos e primários no MERCOSUL
Dez-94	resolução 2136	fixou as alíquotas de imposto de exportação para o resto do mundo.
Jan-95	circular 2534	excluiu as operações de acc de recolhimento compulsório de 15% sobre os saldos diários das operações de adiantamento, empréstimo, financiamento e de crédito foi eliminada
Jan-95	circular 2538	Reestabeleceu o prazo mínimo de 1 ano para o fechamento antecipado das operações de pagamento de exportação, revogando as circulares 2.438 e 2.490 de 1994
Jan-95	circular 2539	os prazos dos ACC's são ampliados e retornaram aos níveis anteriores a outubro de 1994
Mar-95	comunicado 4479	definiu que o Banco Central atuaria nos mercados interbancários de câmbio através das "bandas de flutuação cambial".

# **ANEXO 2**

GRÁFICO 1

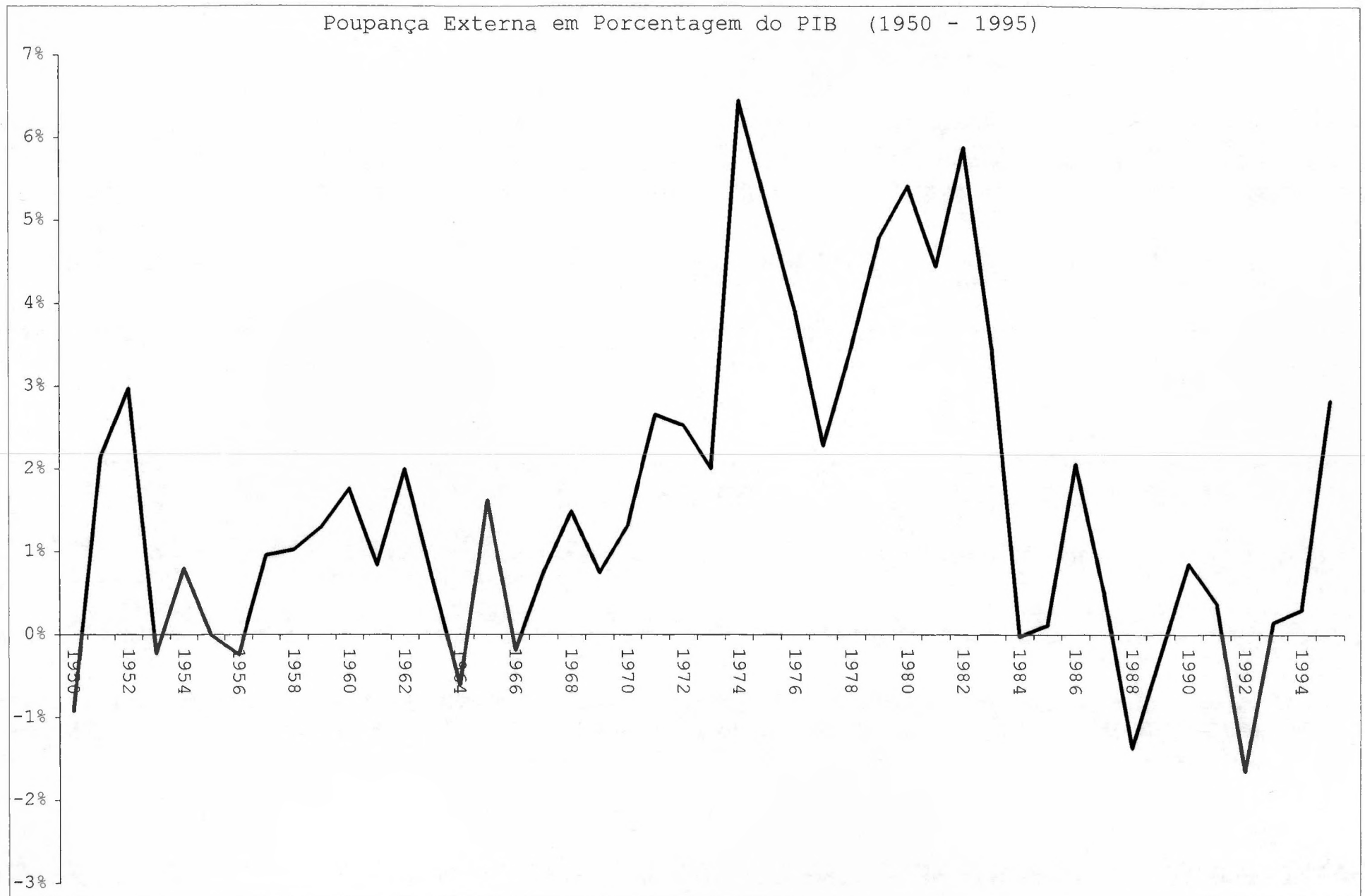
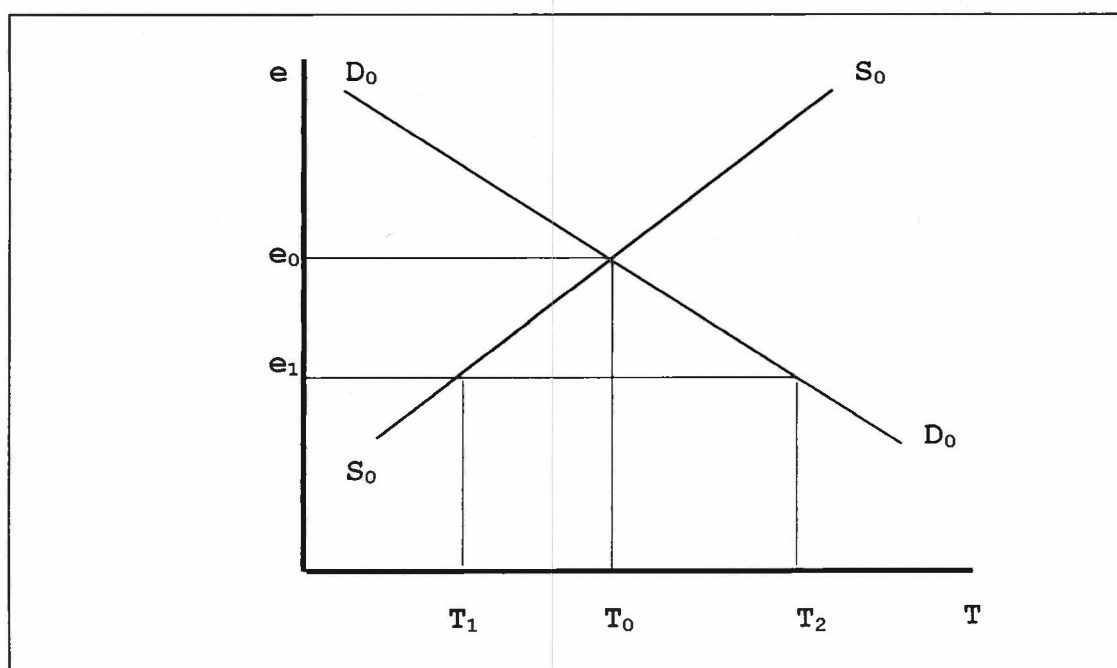


GRÁFICO 2

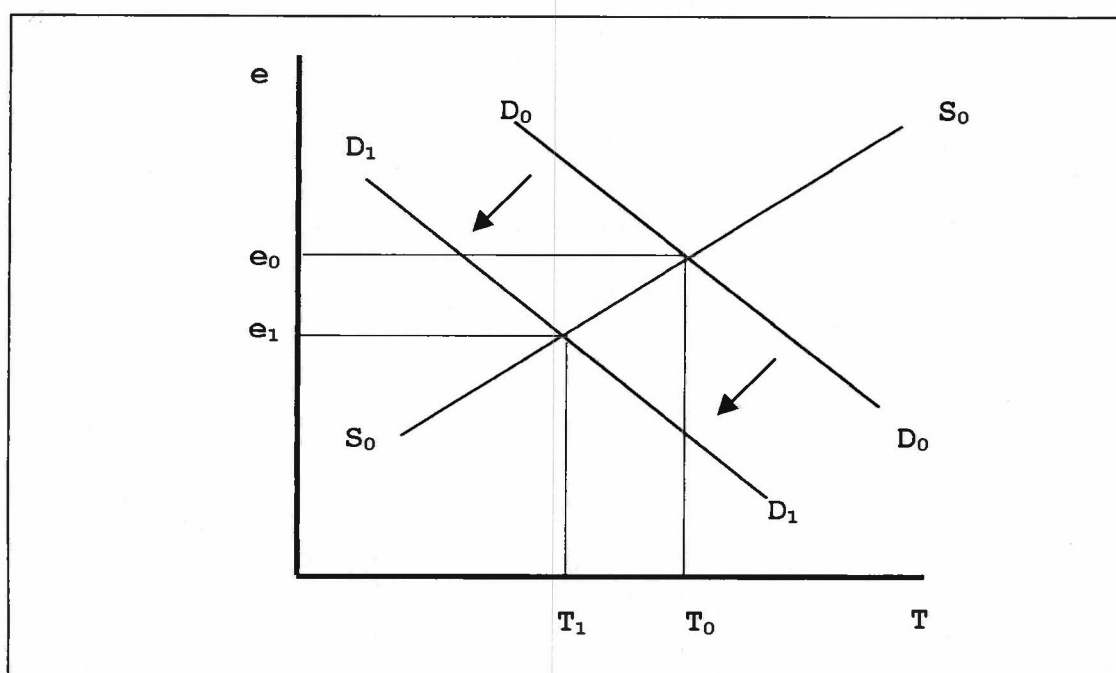
DETERMINAÇÃO ARTIFICIAL DA TAXA DE CâMBIO PELO GOVERNO.



Fonte: Freitas (1995). Pg. 89.

GRÁFICO 3

DETERMINAÇÃO ARTIFICIAL DA TAXA DE CâMBIO POR INTERMÉDIO DE DISTRIBUIÇÃO DE "INGRESSO" PARA O MERCADO DE CâMBIO.

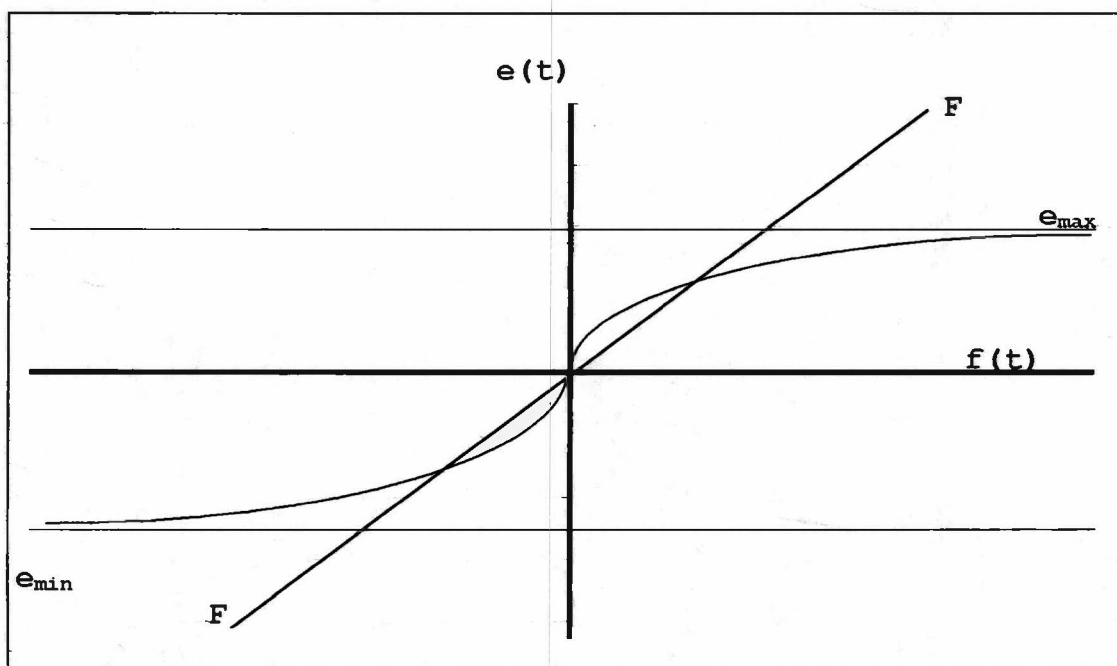


Fonte: Freitas (1995), Pg. 90.



GRÁFICO 4

A TAXA DE CÂMBIO COM BANDAS DE FLUTUAÇÃO CAMBIAL



fonte: Krugman, P and Miller, M. 1992.

GRÁFICO 5

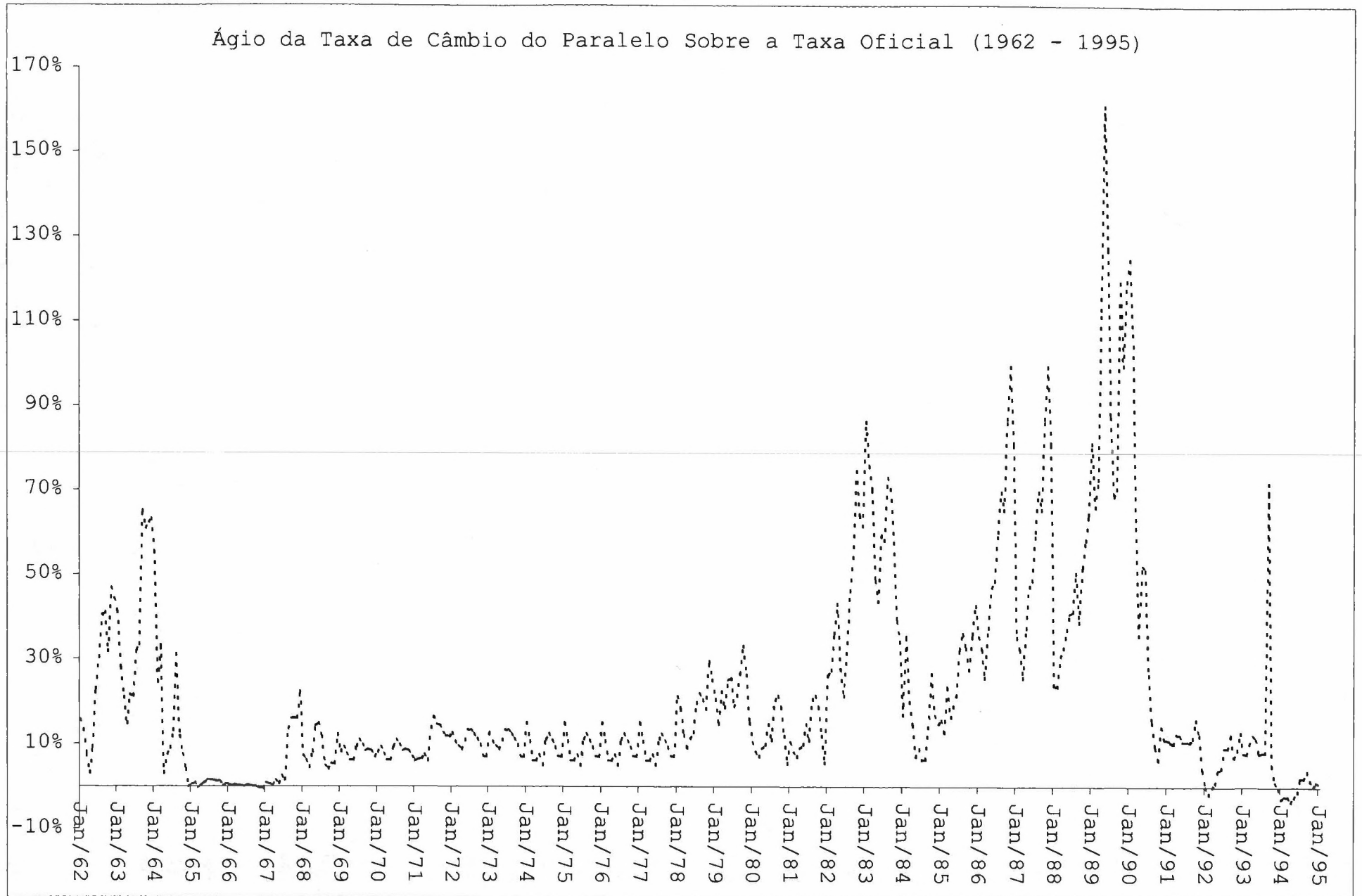


GRÁFICO 6

Ágio da Taxa de Câmbio no Paralelo Após a Criação do Segmento de Taxas de Câmbio Flutuante (Dez-88 / Jan- 95)

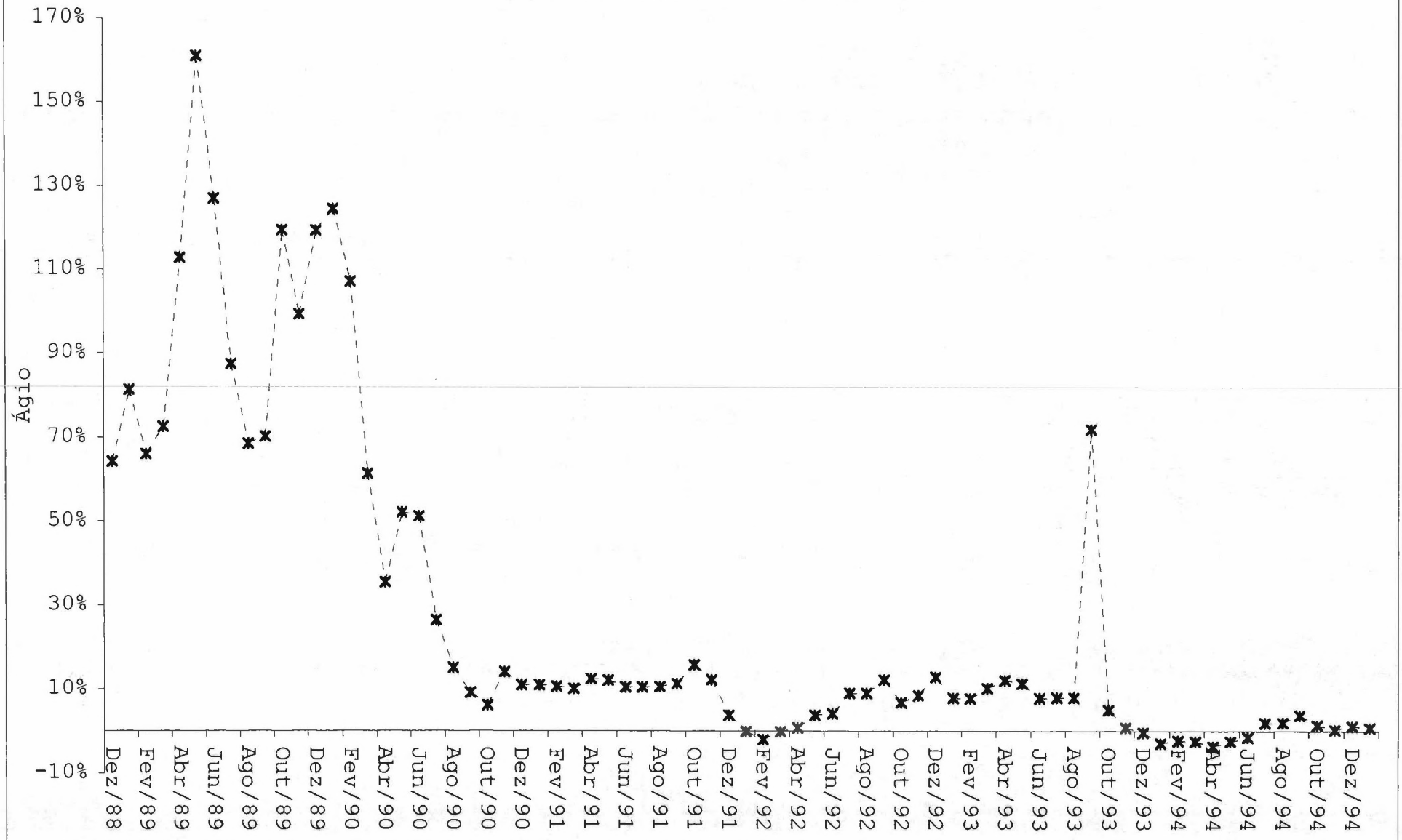


GRÁFICO 7

Contas Externas do Brasil (1988 - 1995)

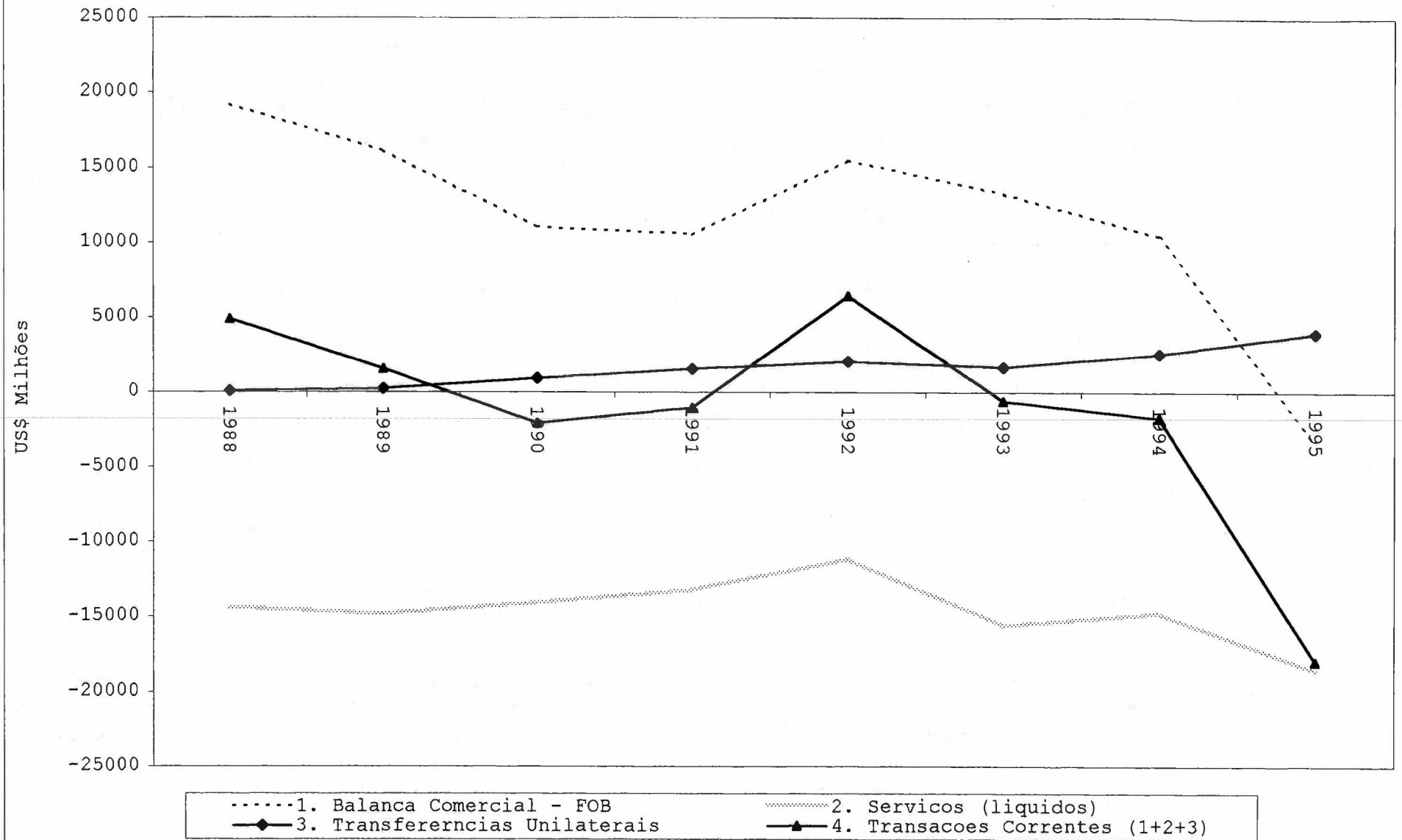


GRÁFICO 9

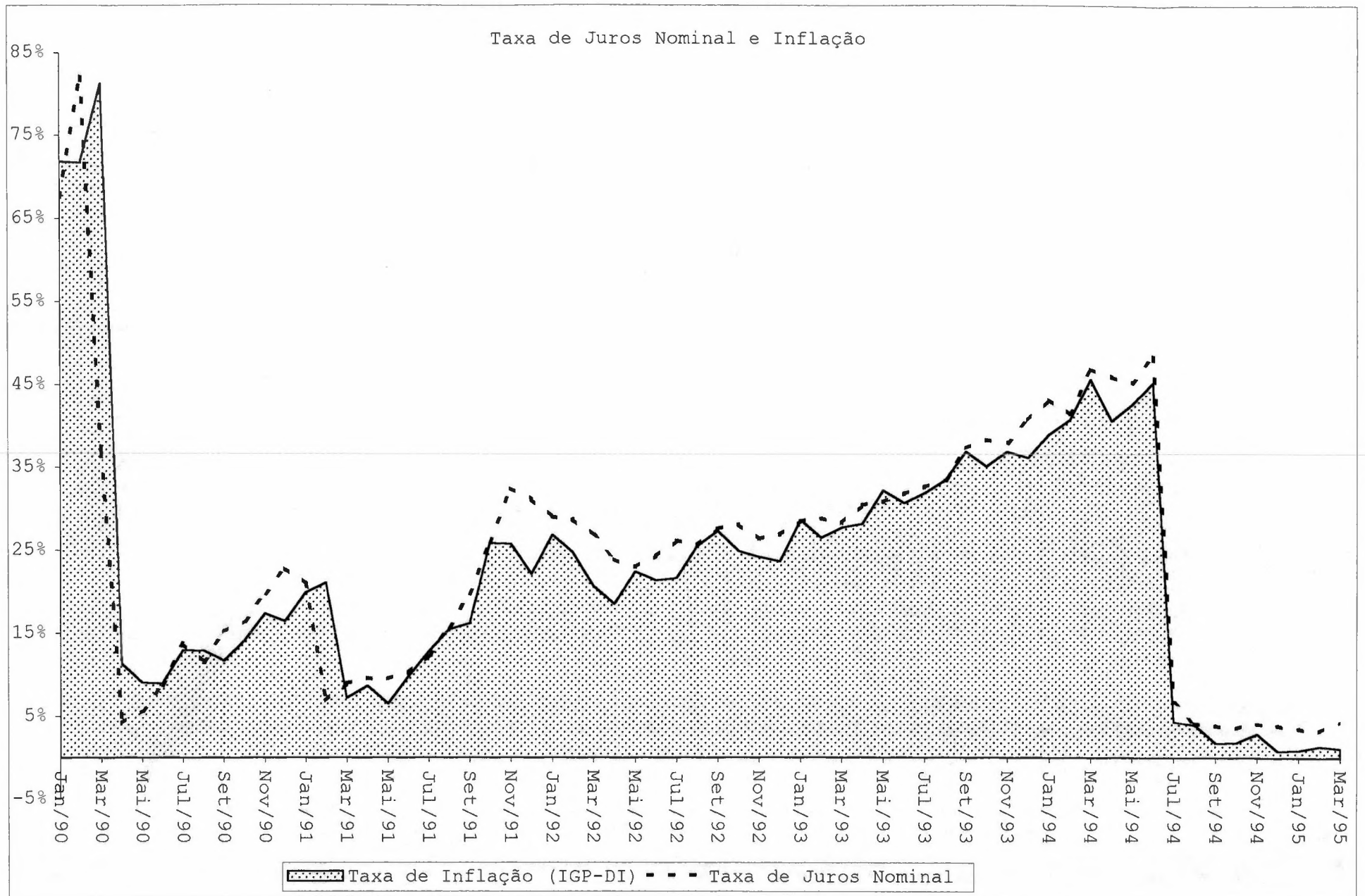


GRÁFICO 10

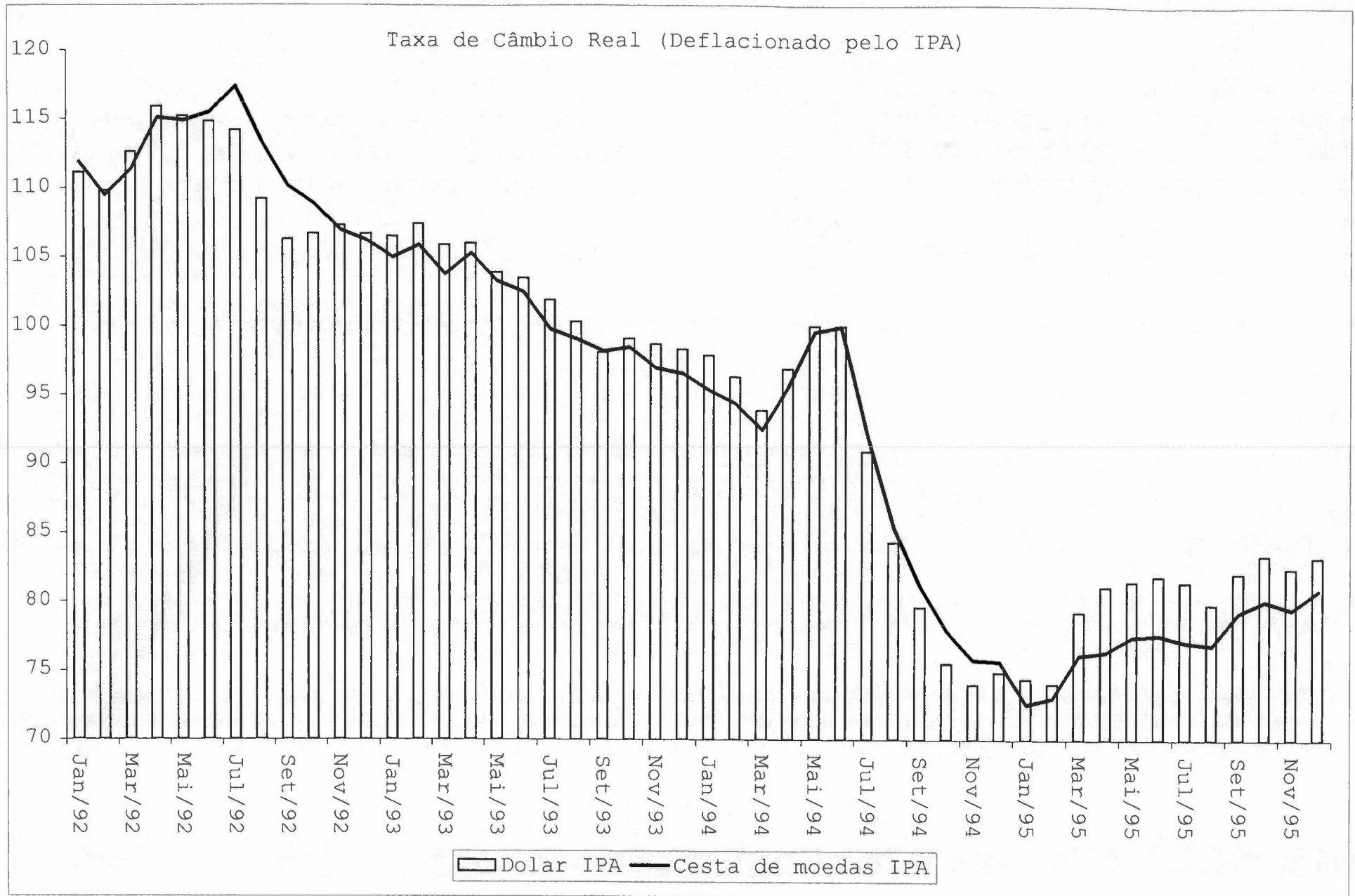




GRÁFICO 11

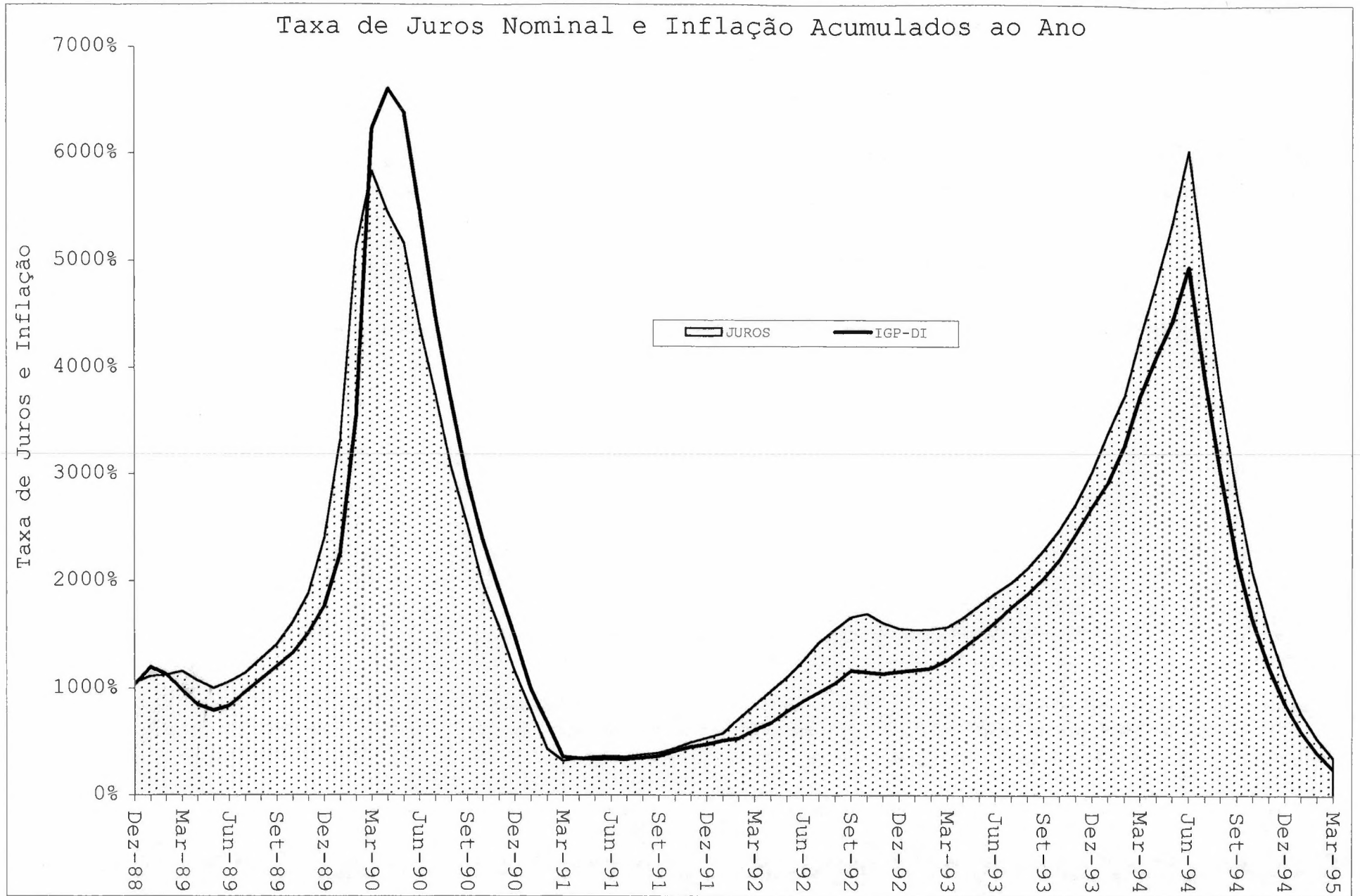


GRÁFICO 12

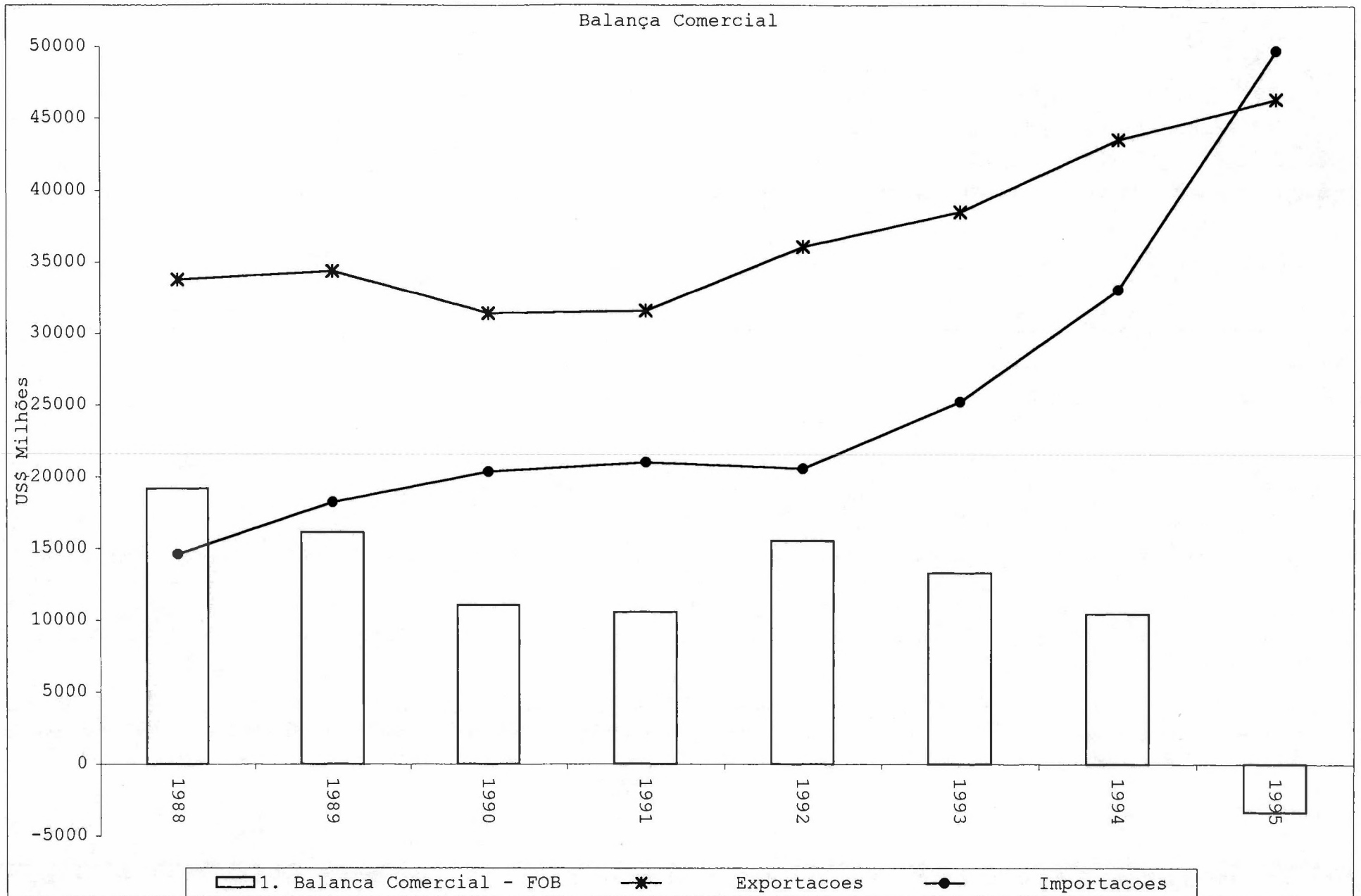


GRÁFICO 13

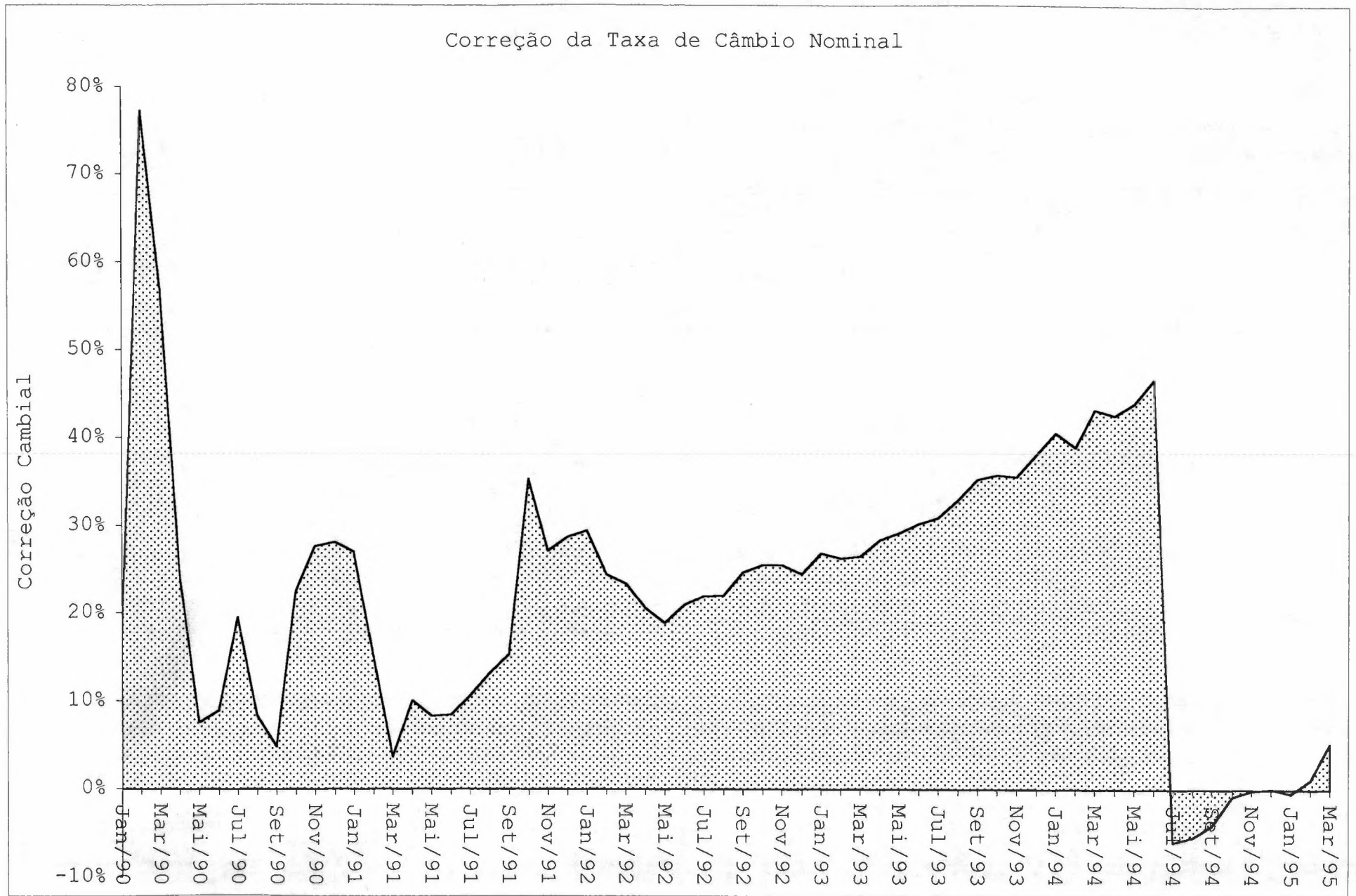


GRÁFICO 14

Inflação e Correções da Taxa de Câmbio

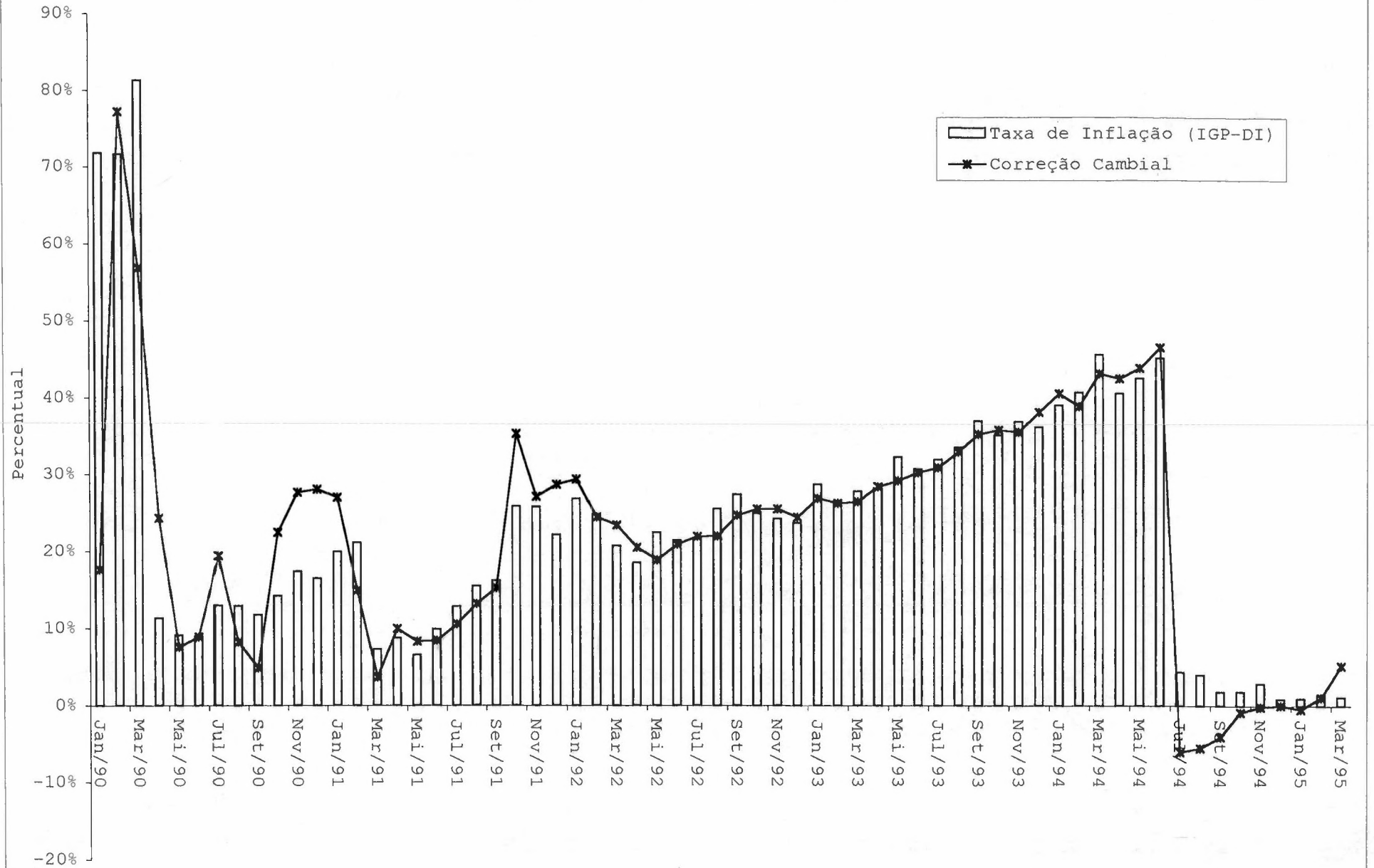


GRÁFICO 15

Taxa de Câmbio Real e Balança Comercial

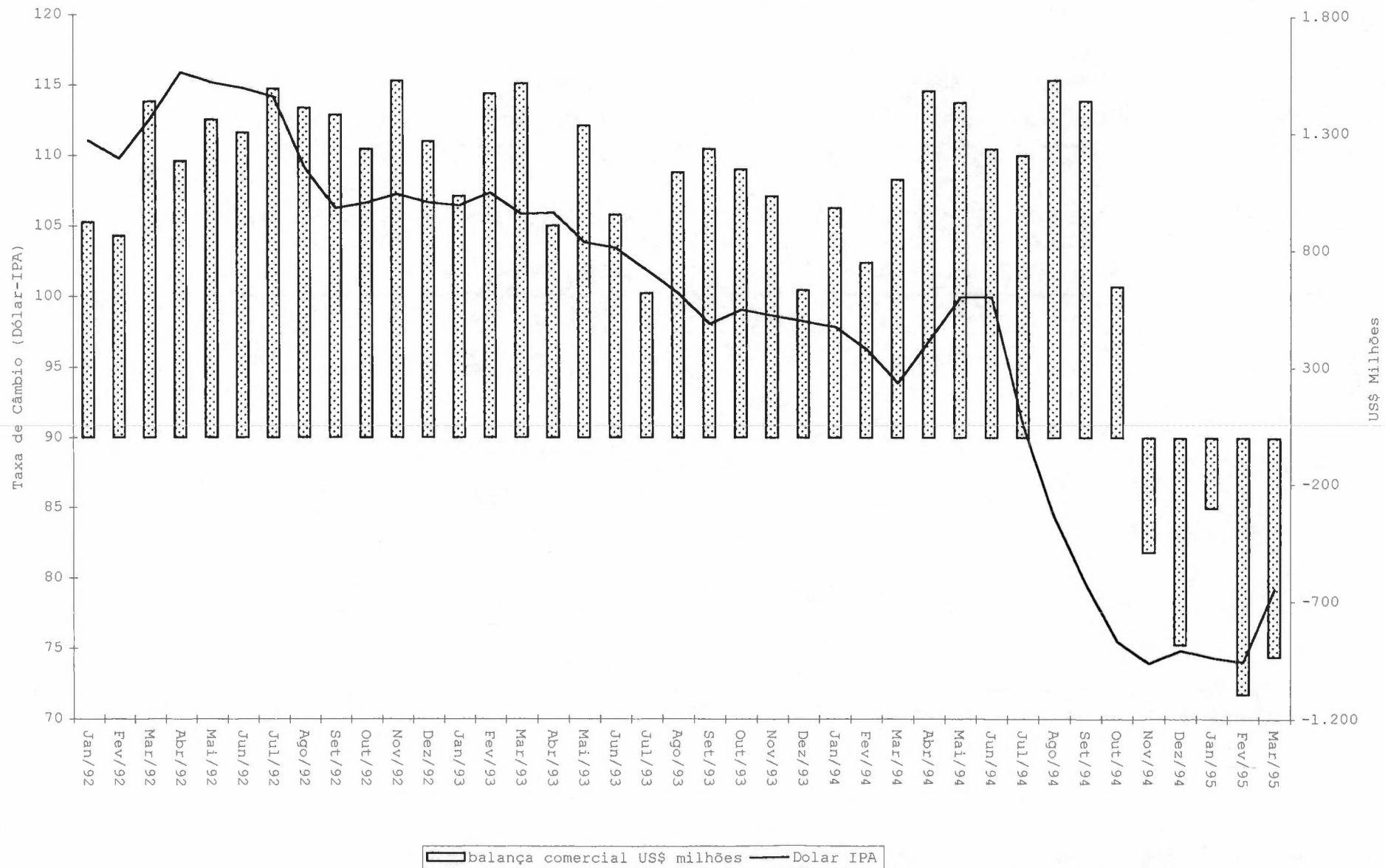


GRÁFICO 16

Percentual do Saldo Comercial Sobre a Variação das Reservas Internacionais

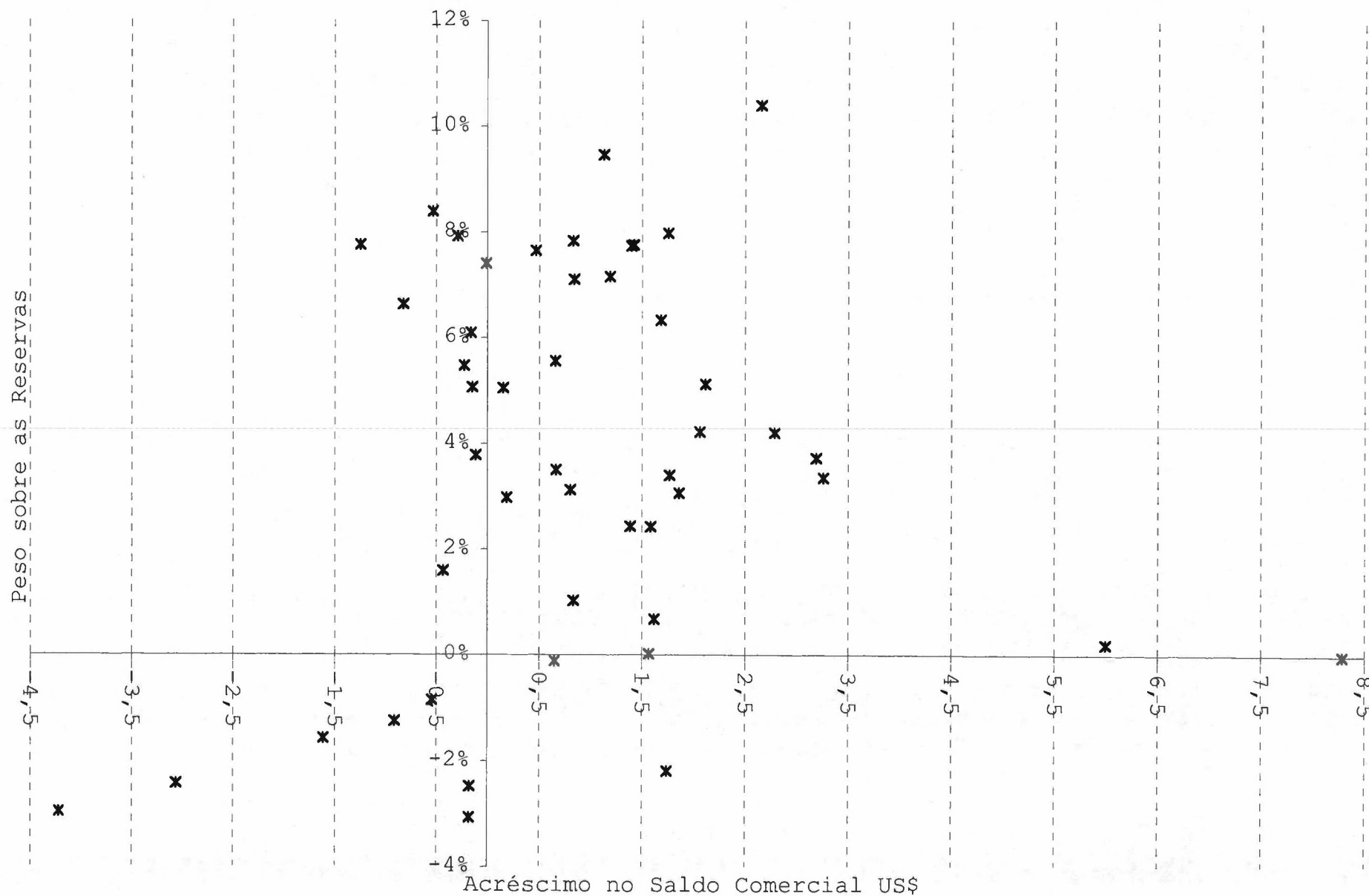




GRÁFICO 17

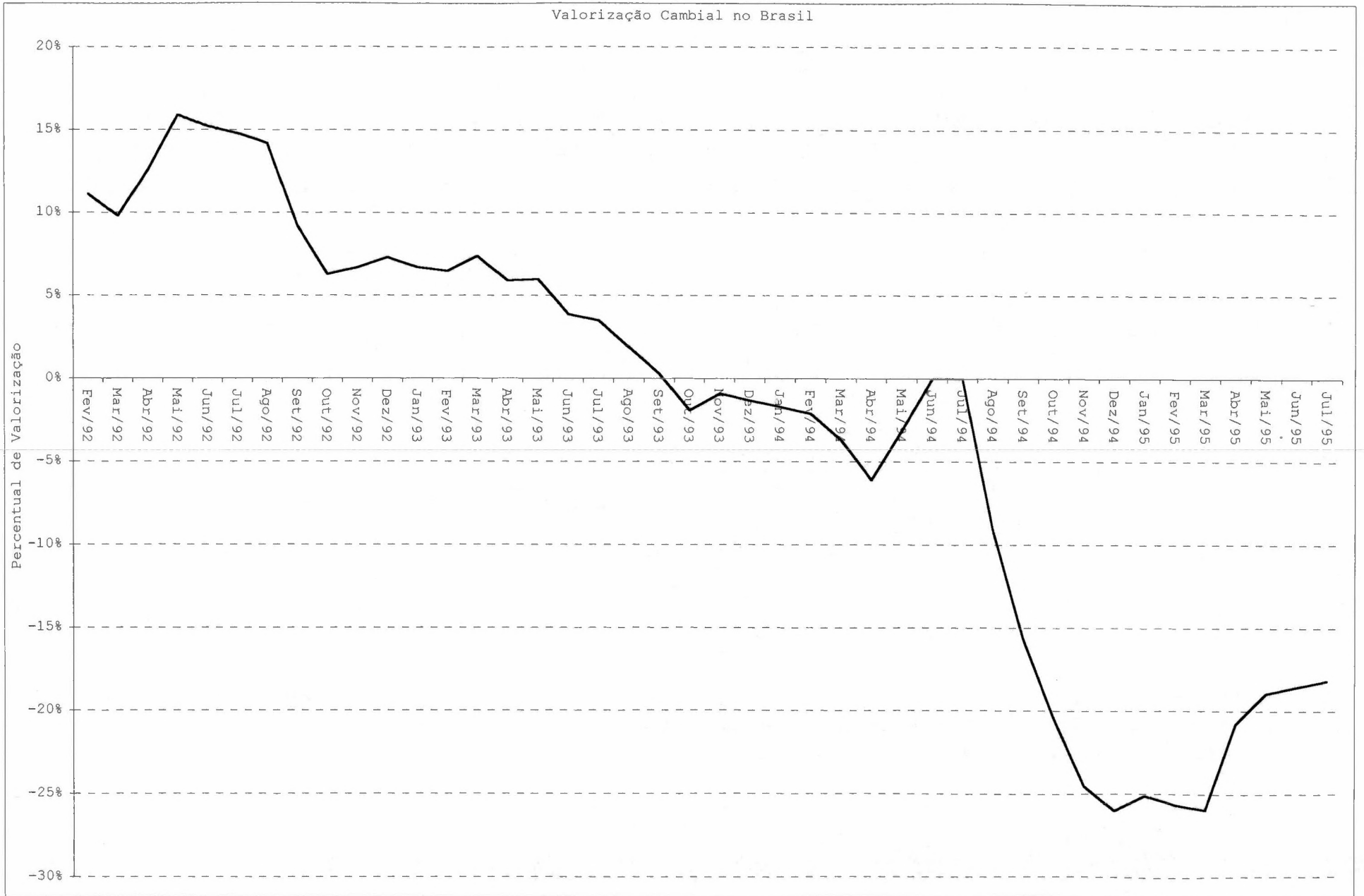


GRÁFICO 18

Taxa de Câmbio Real Após o Plano Real

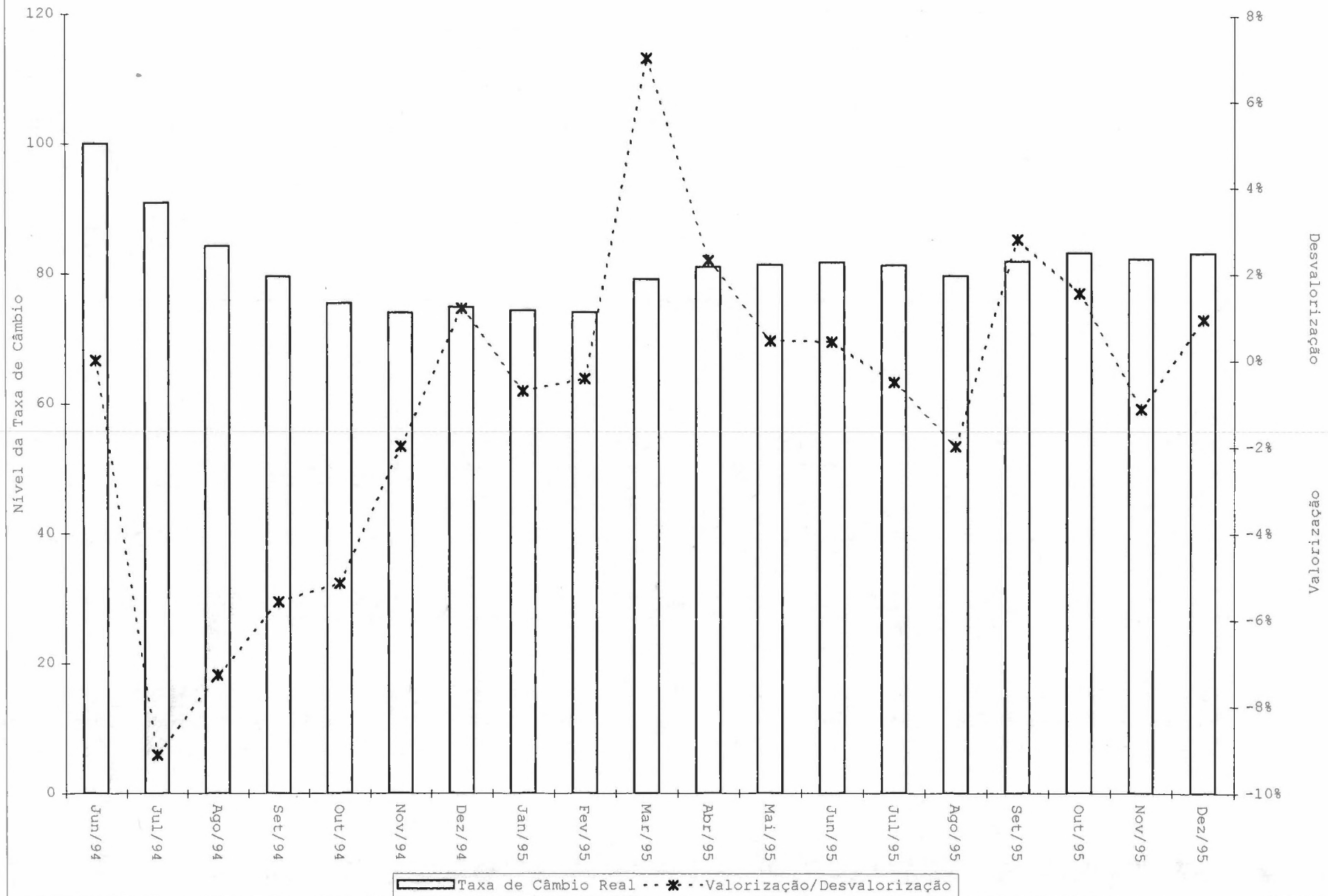


GRÁFICO 19

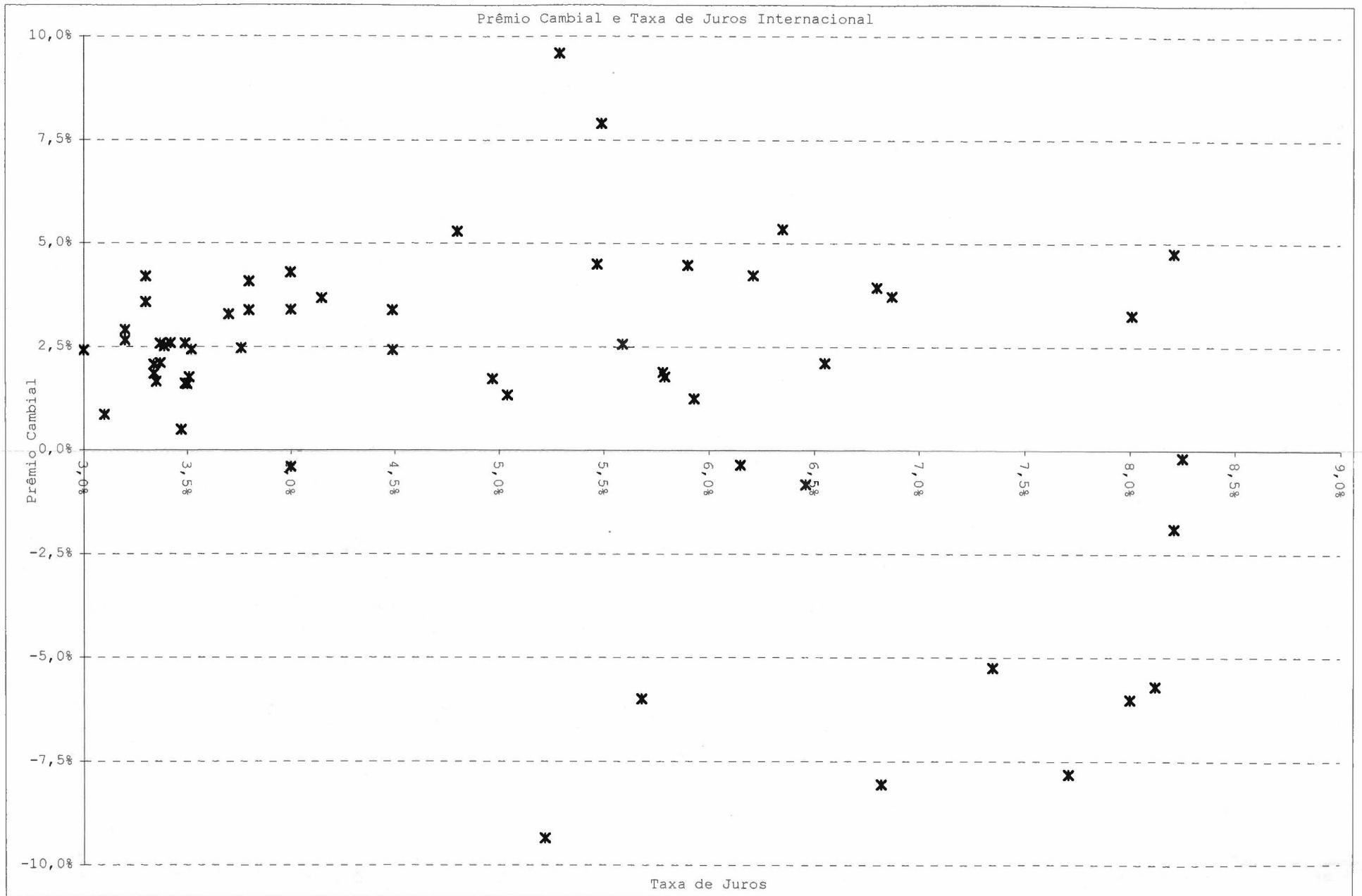


GRÁFICO 20

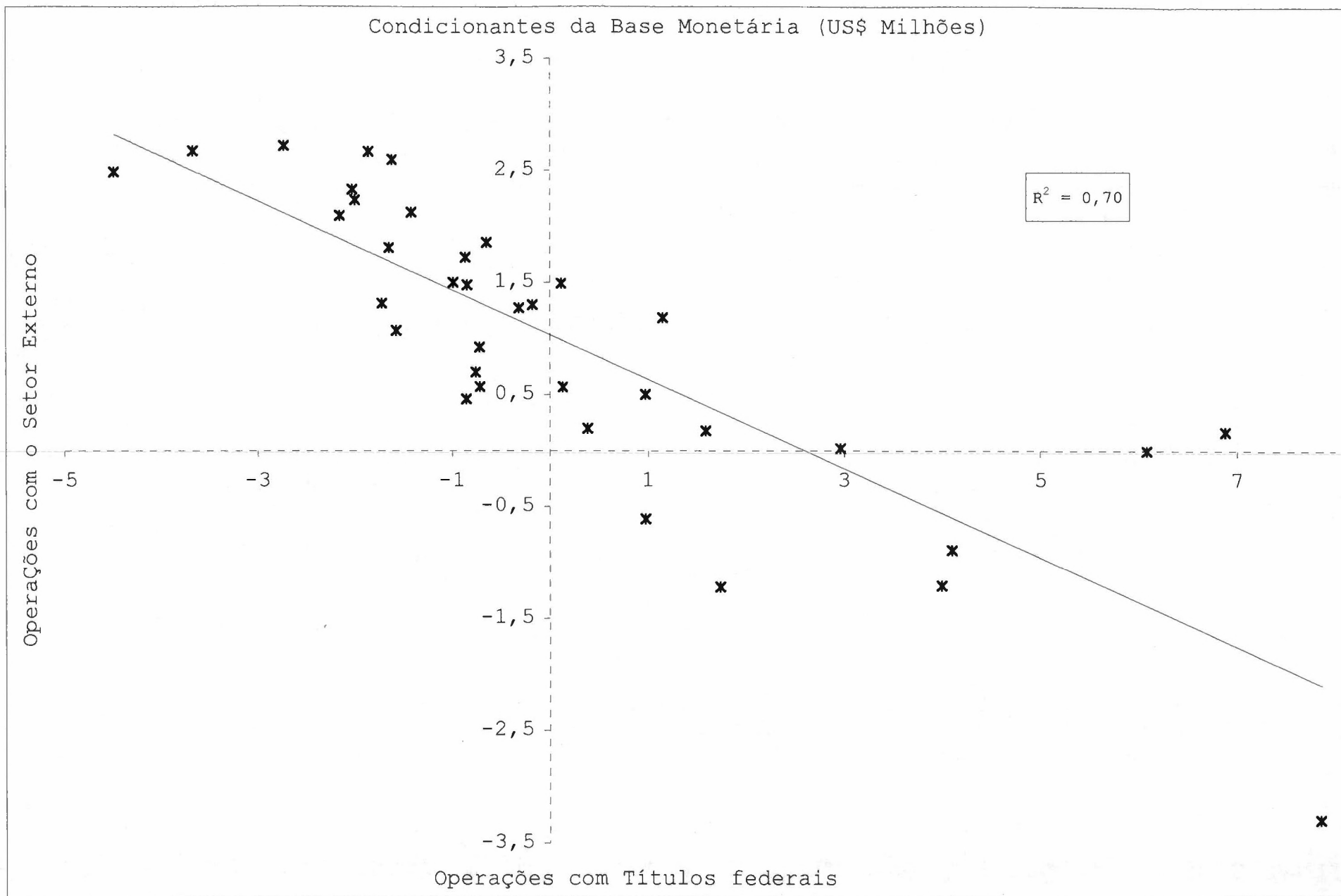


GRÁFICO 21

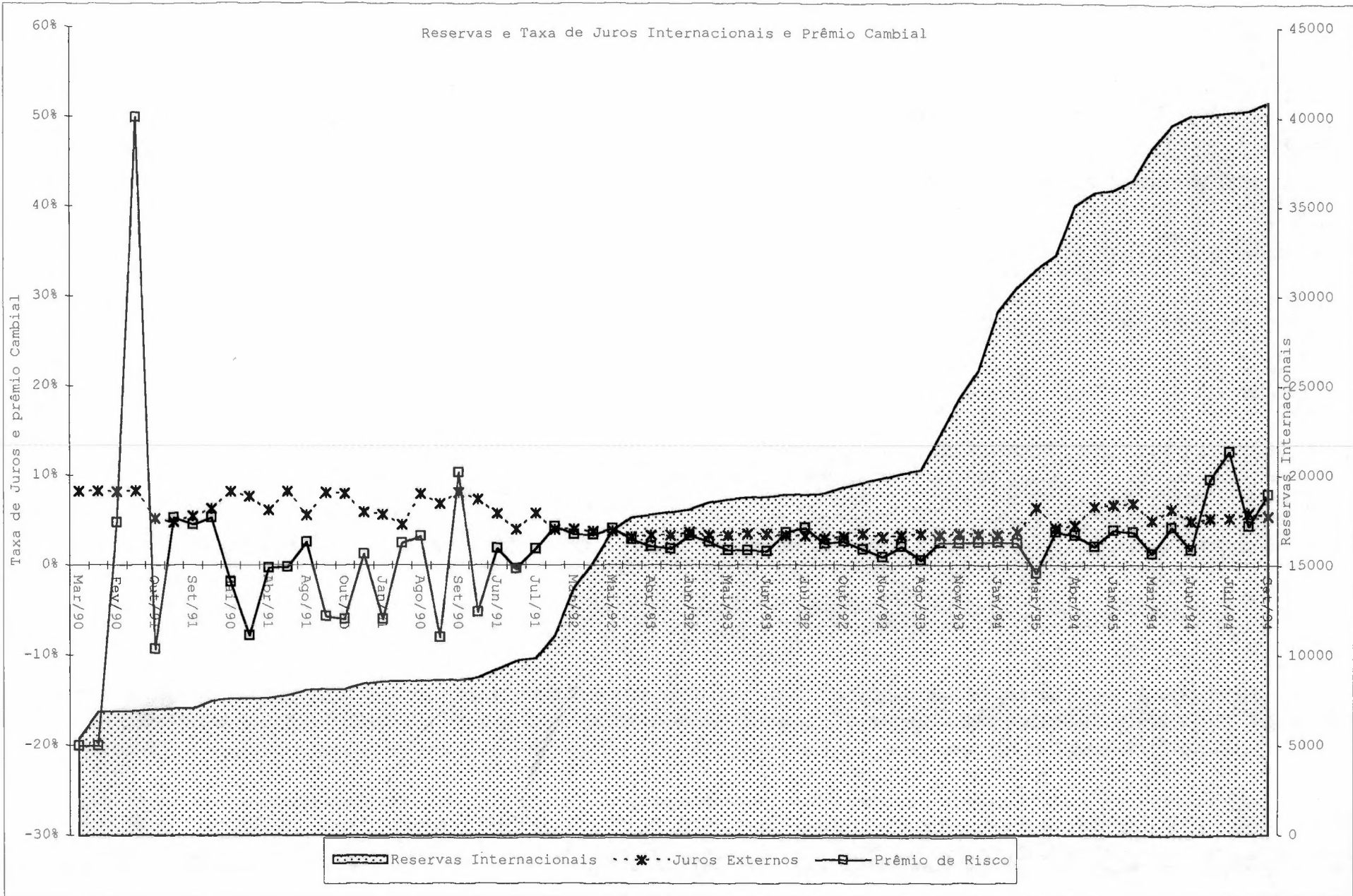


GRÁFICO 22

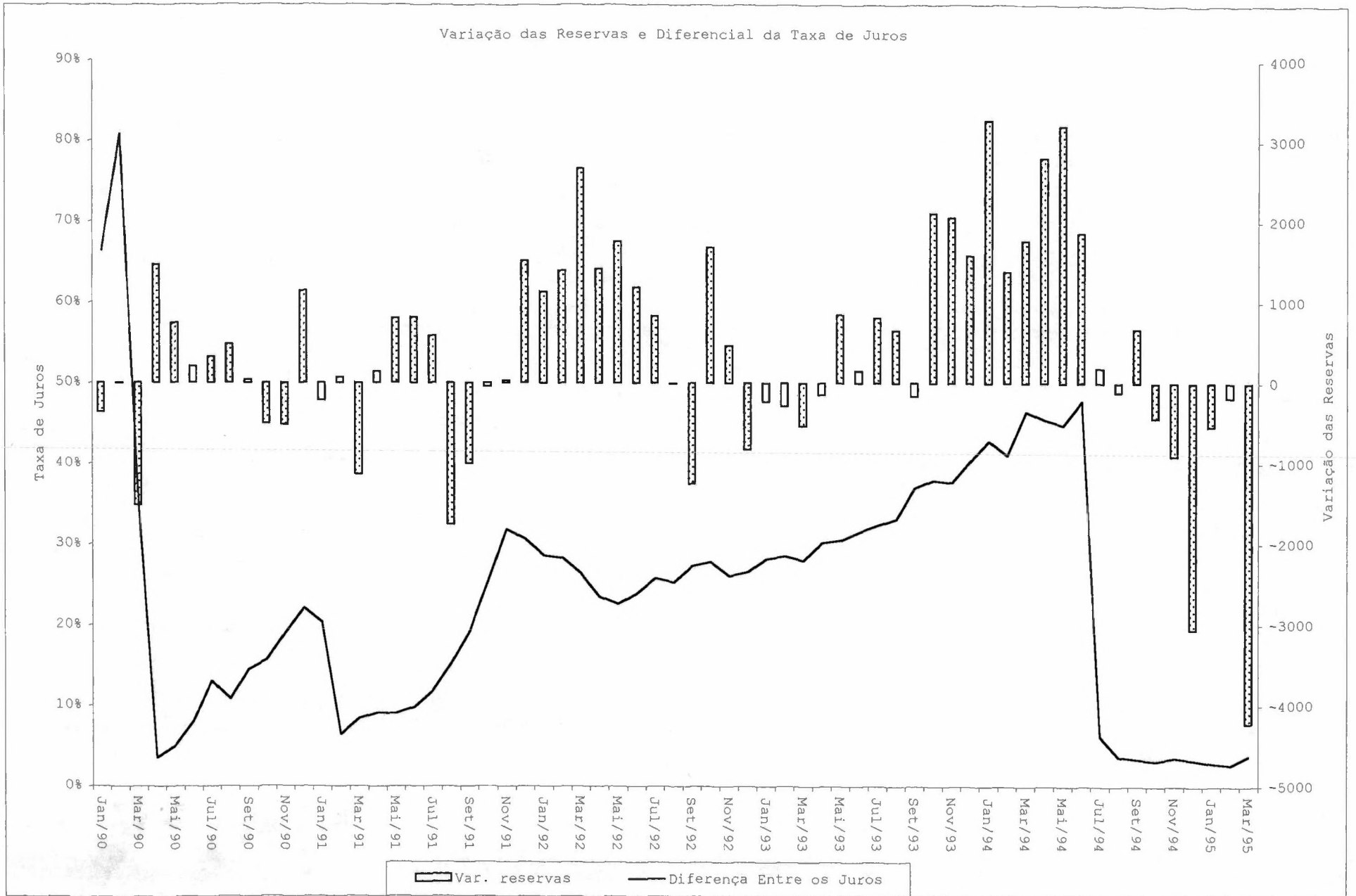




GRÁFICO 23

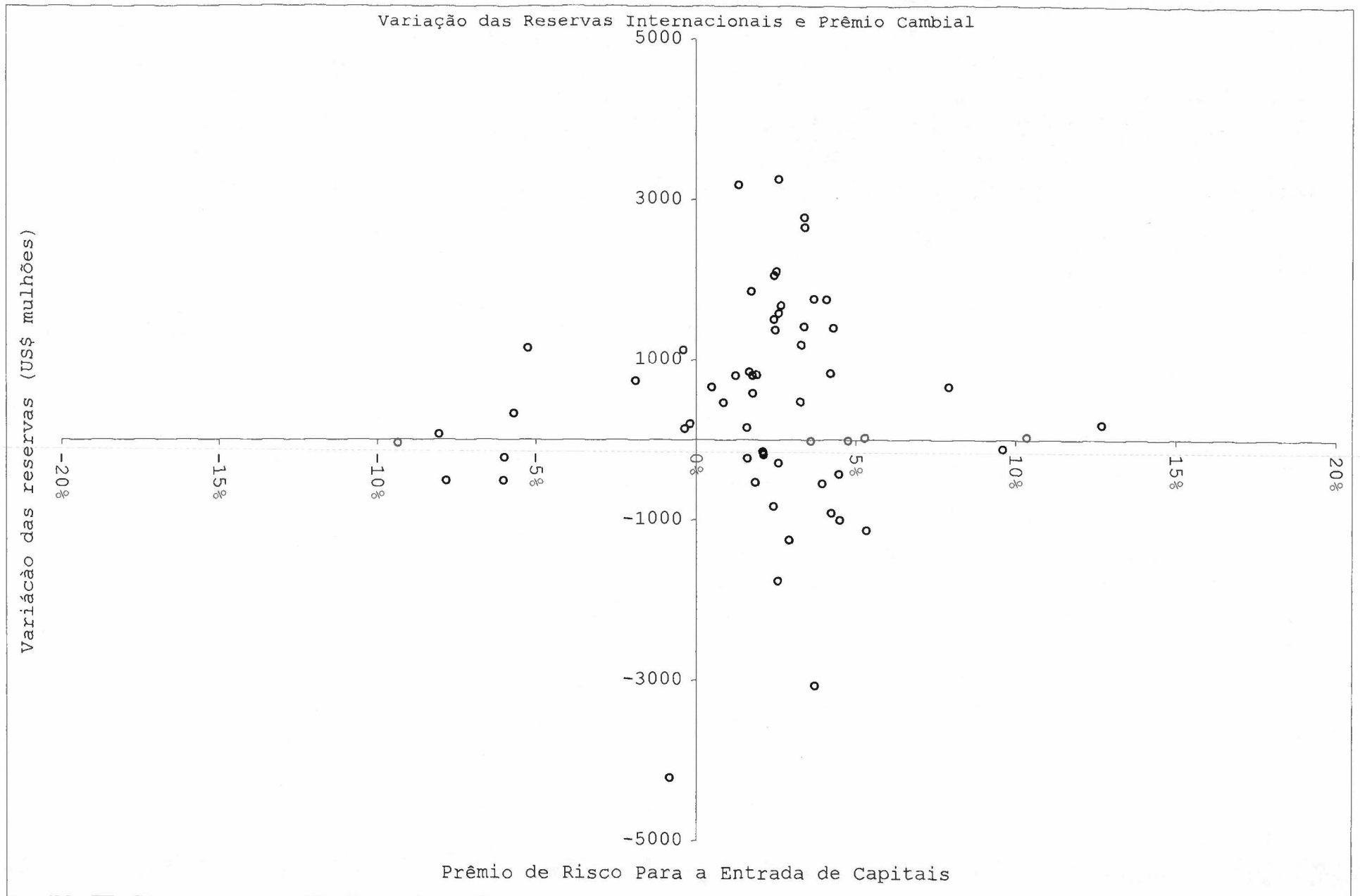
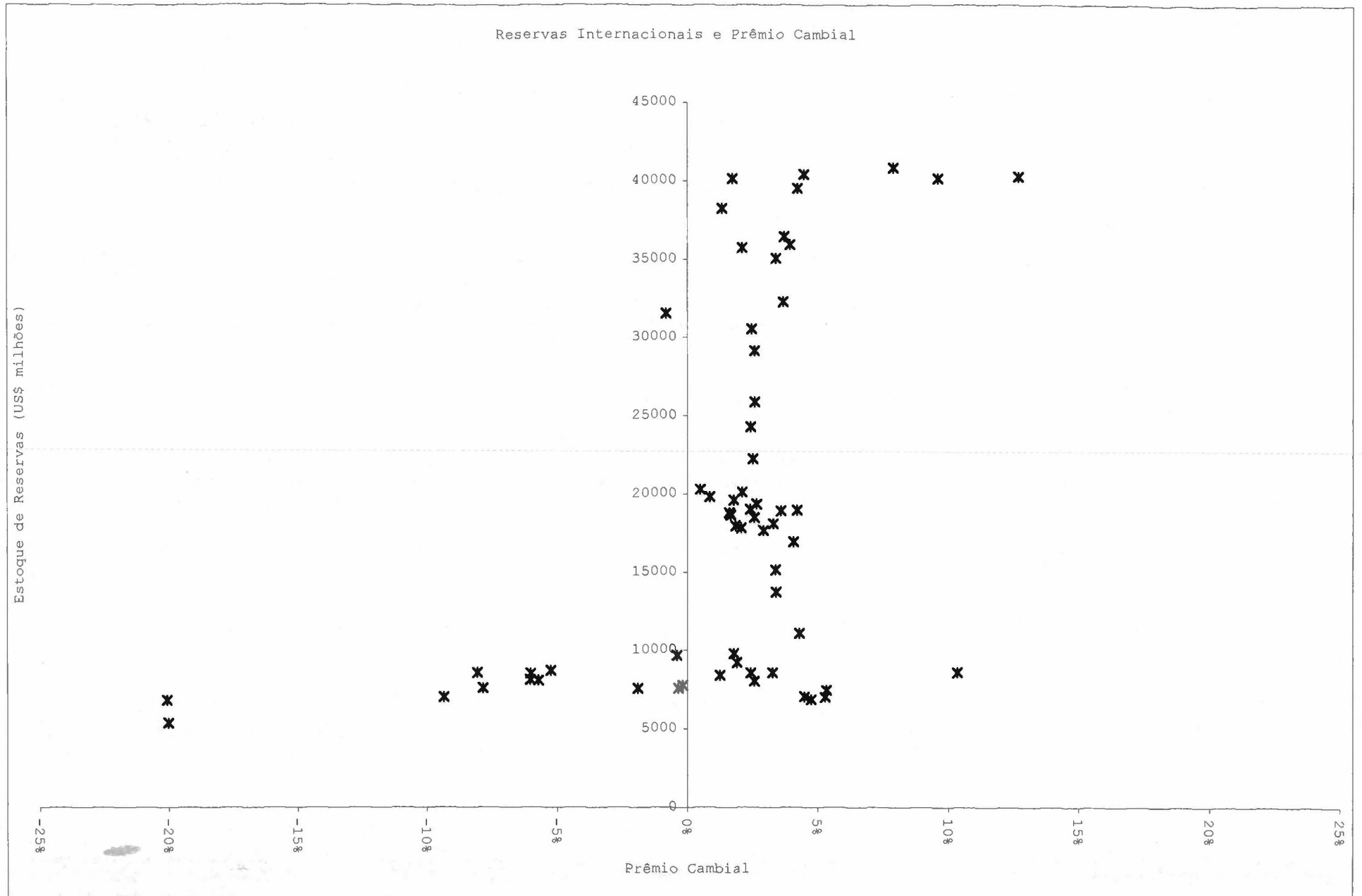


GRÁFICO 24



**GRÁFICO 25**

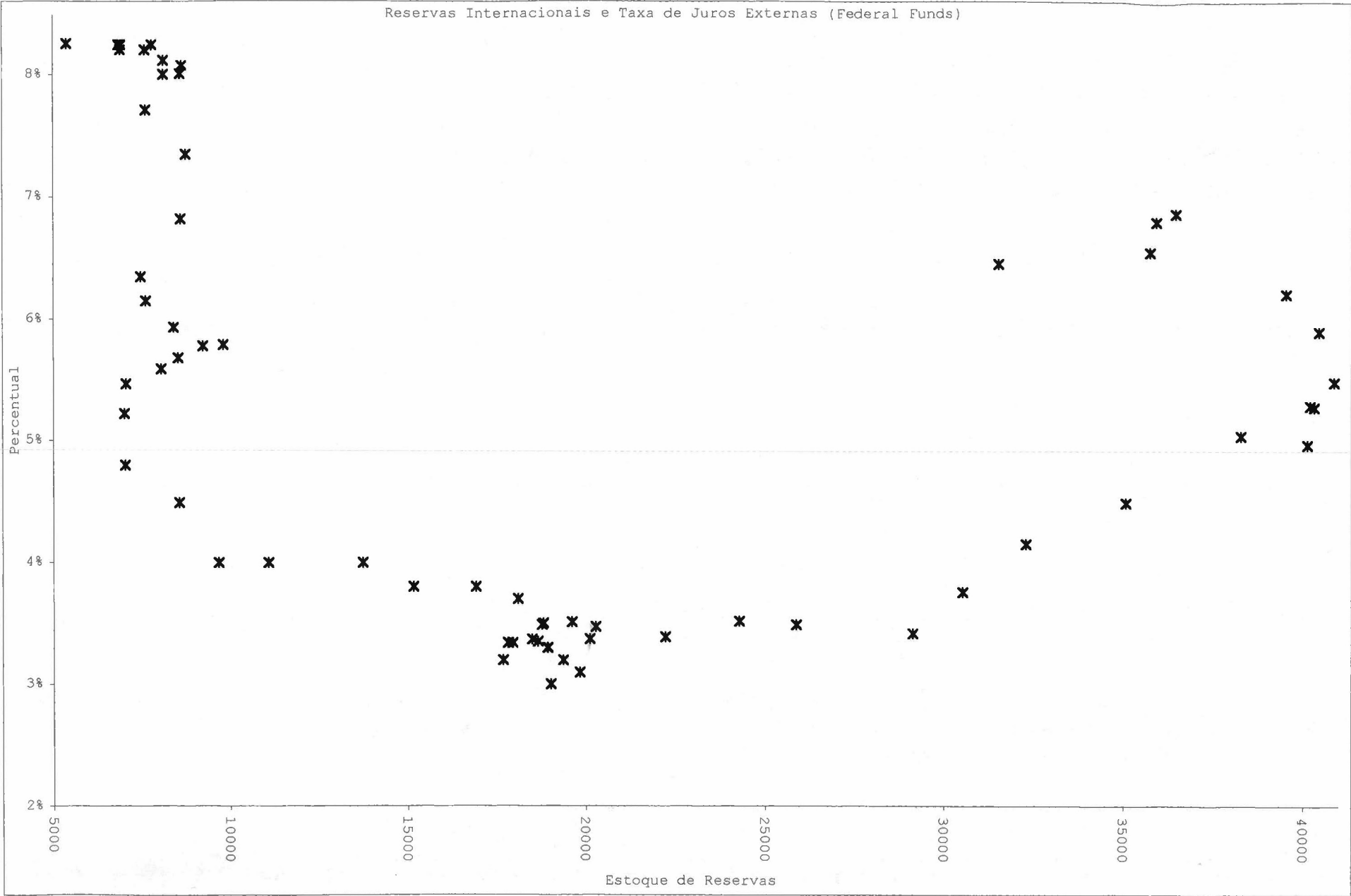


GRÁFICO 26

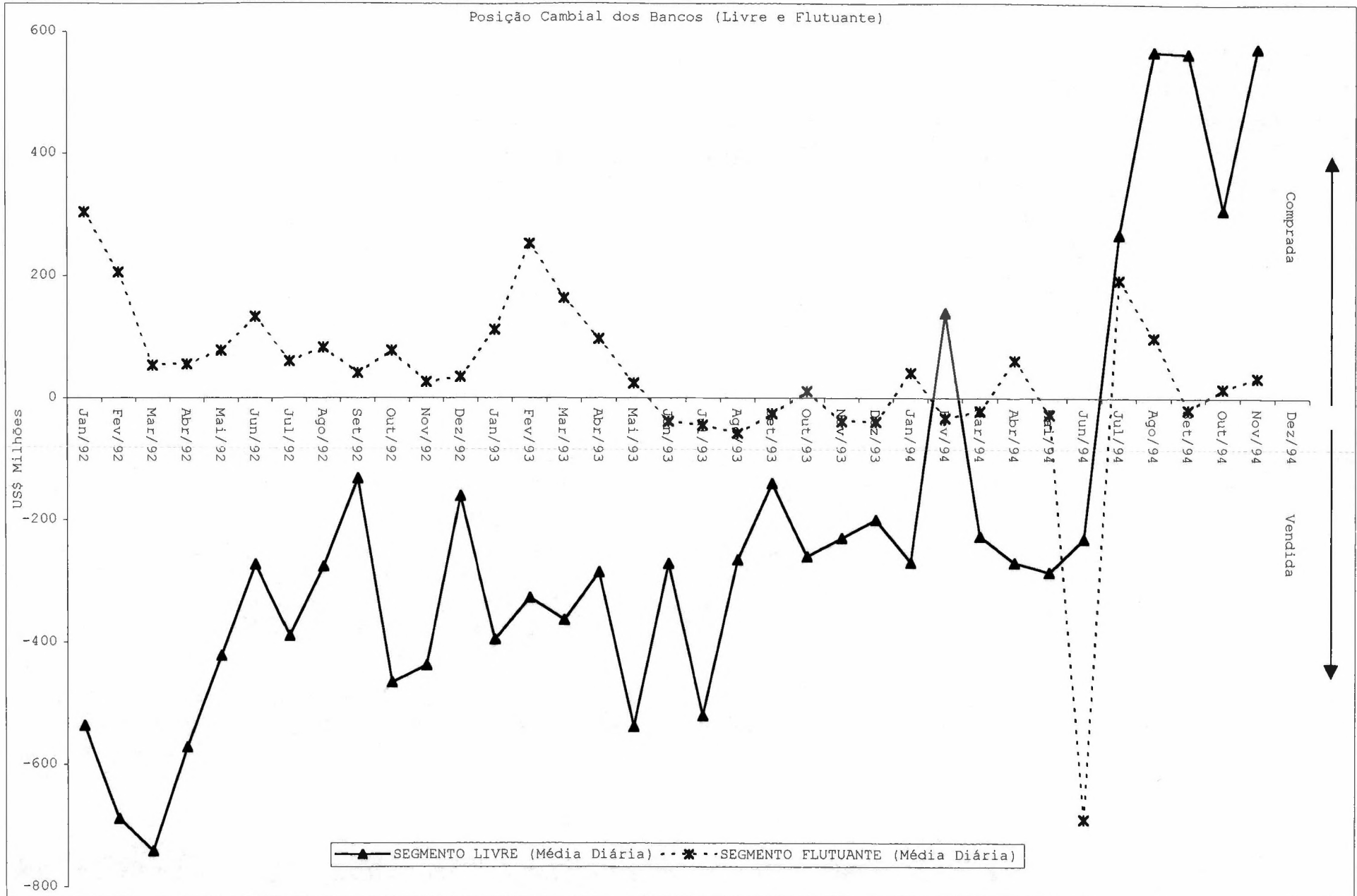


GRÁFICO 27

Compra e Venda Líquidas de Divisas pelo Banco Central (-) = Vendas / (+) = Compras

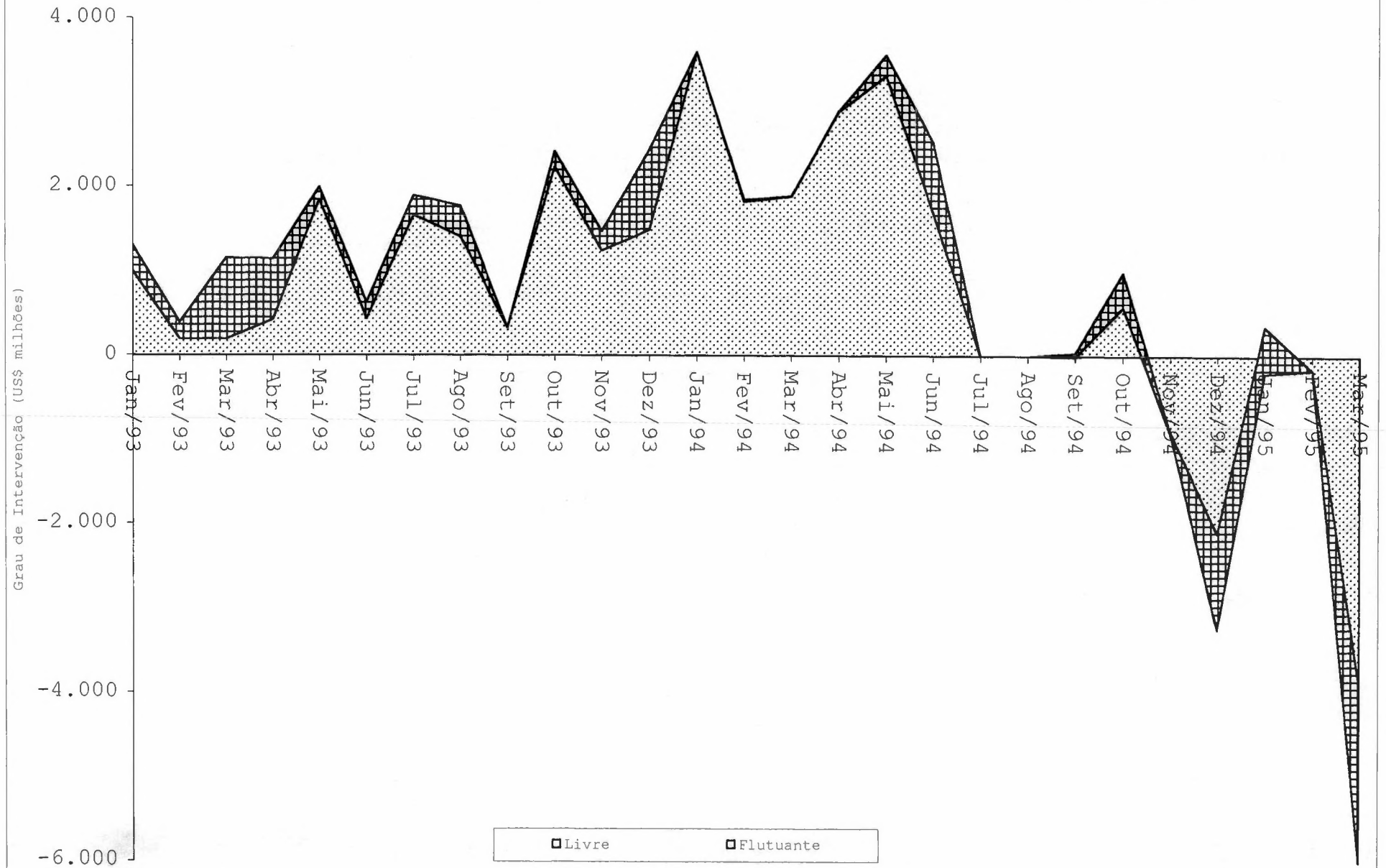


GRÁFICO 28

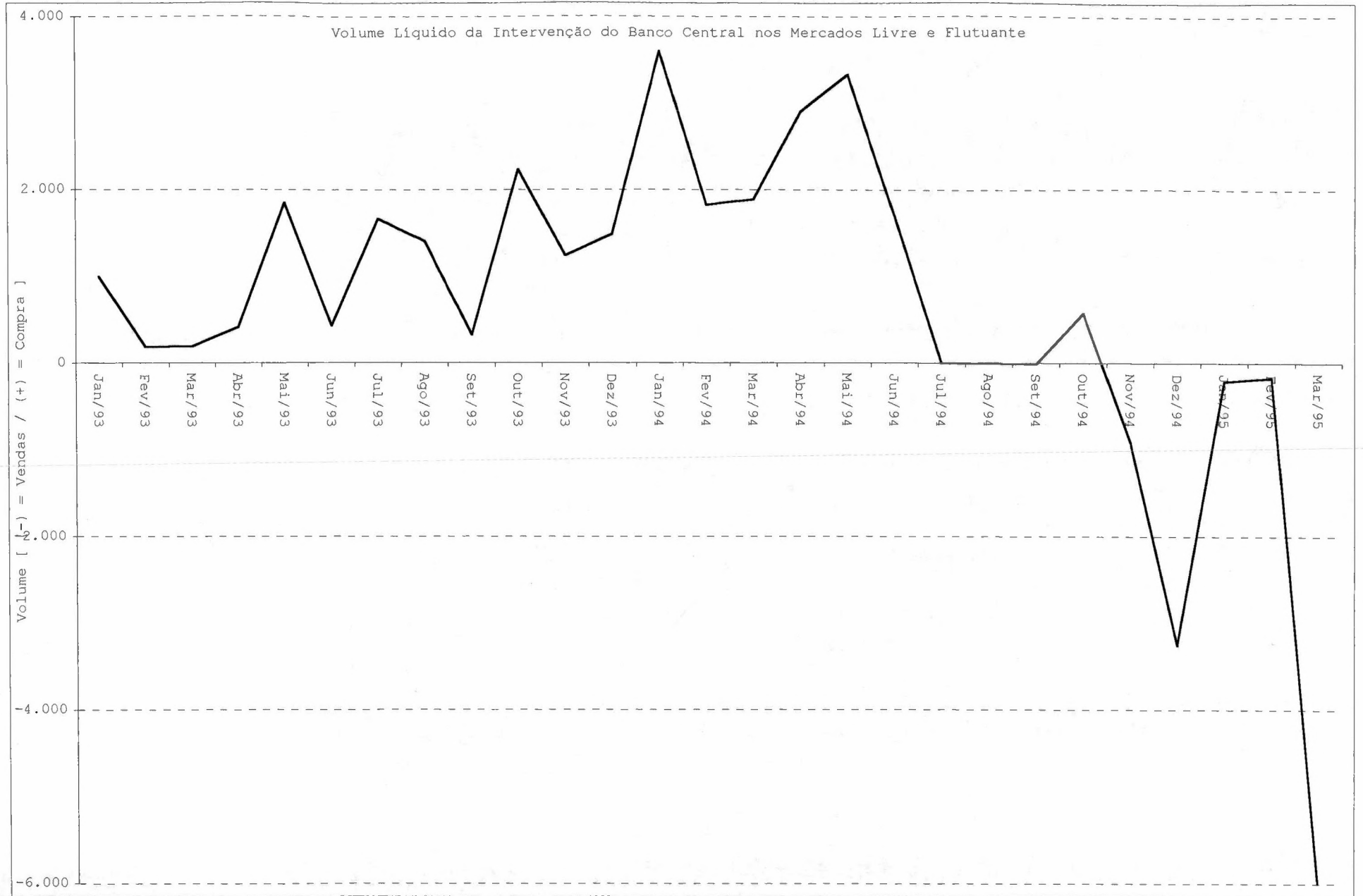




GRÁFICO 29

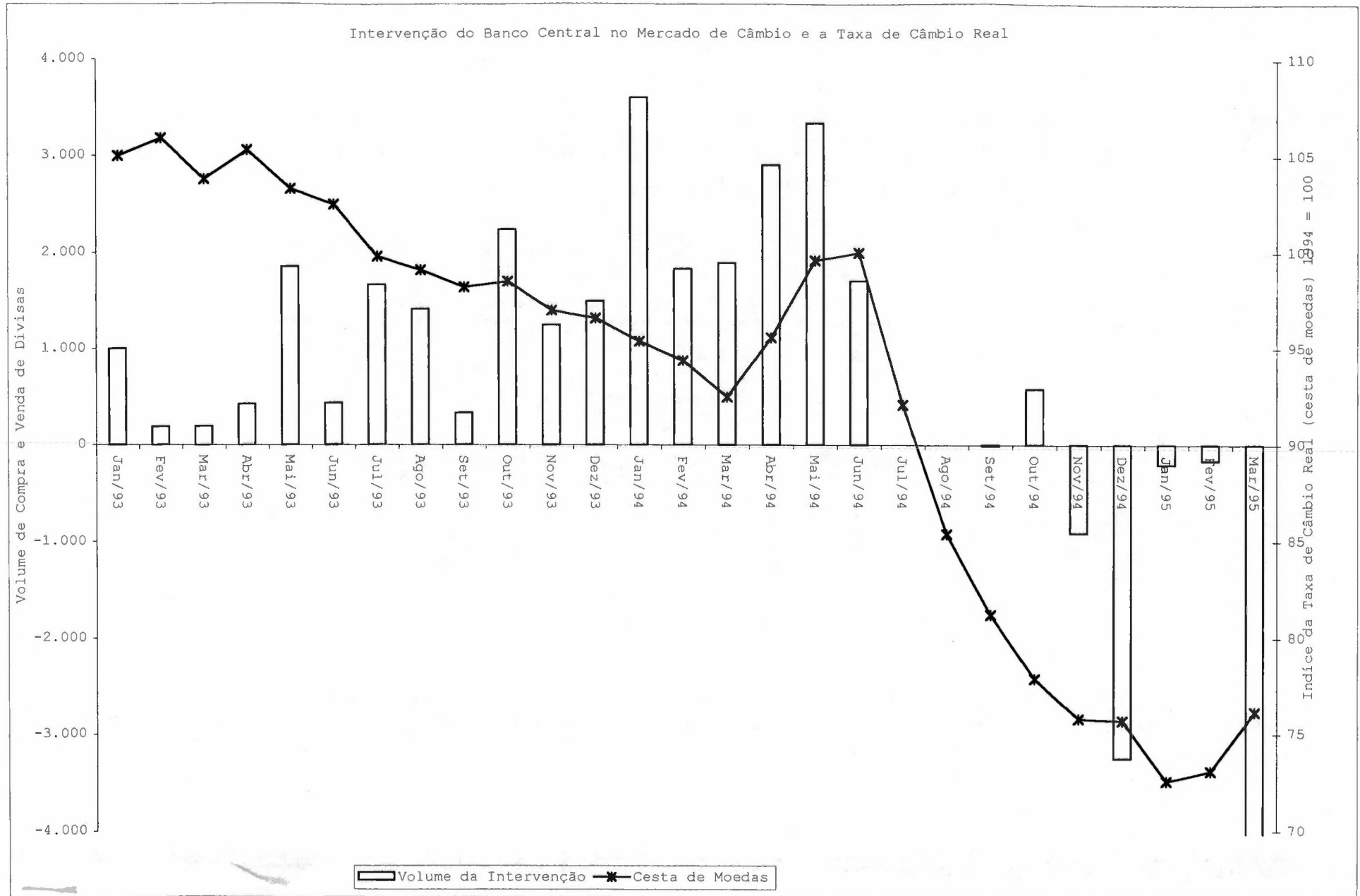


GRÁFICO 30

Intervenção do Banco Central no Mercado de Câmbio e Variação das Reservas Internacionais

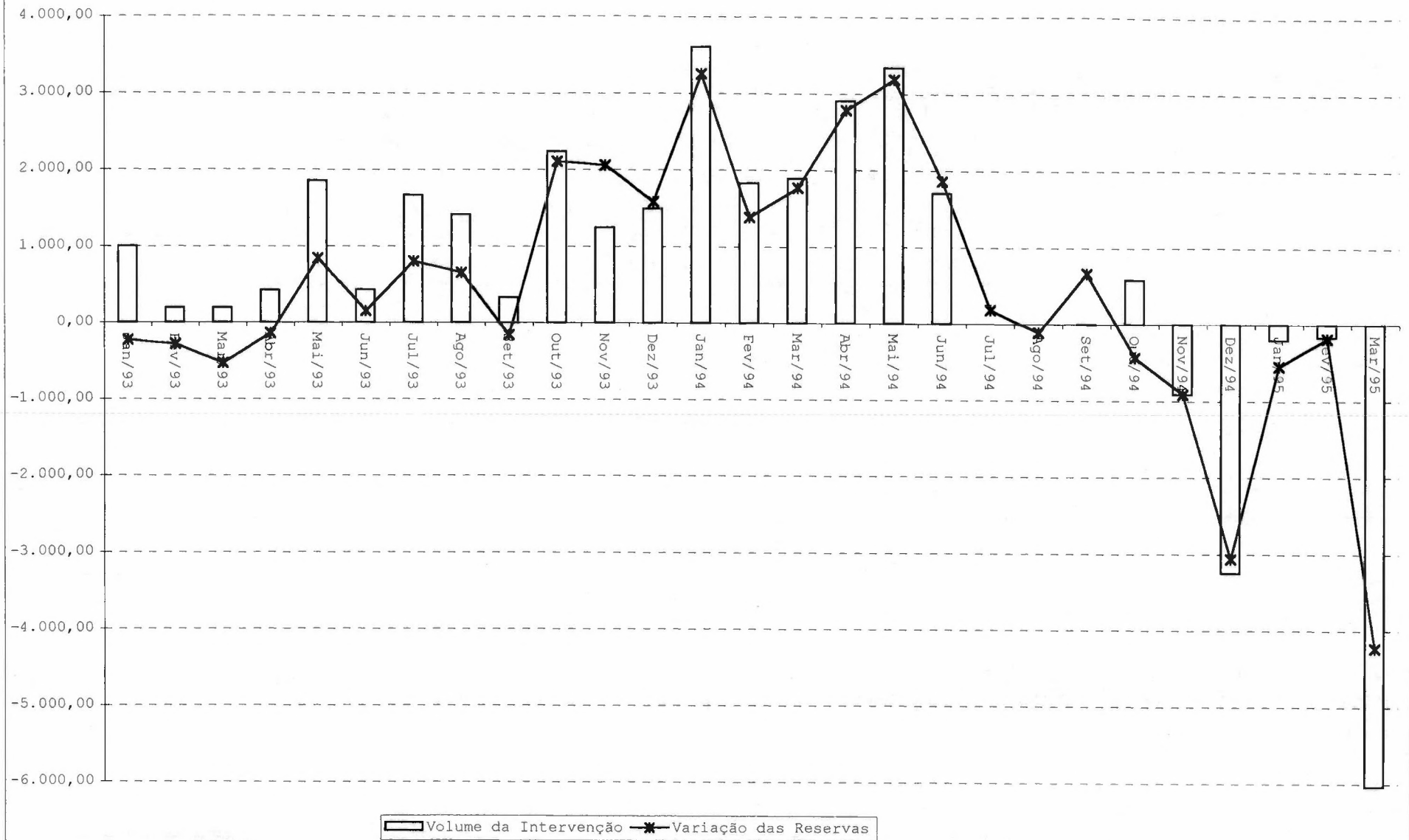
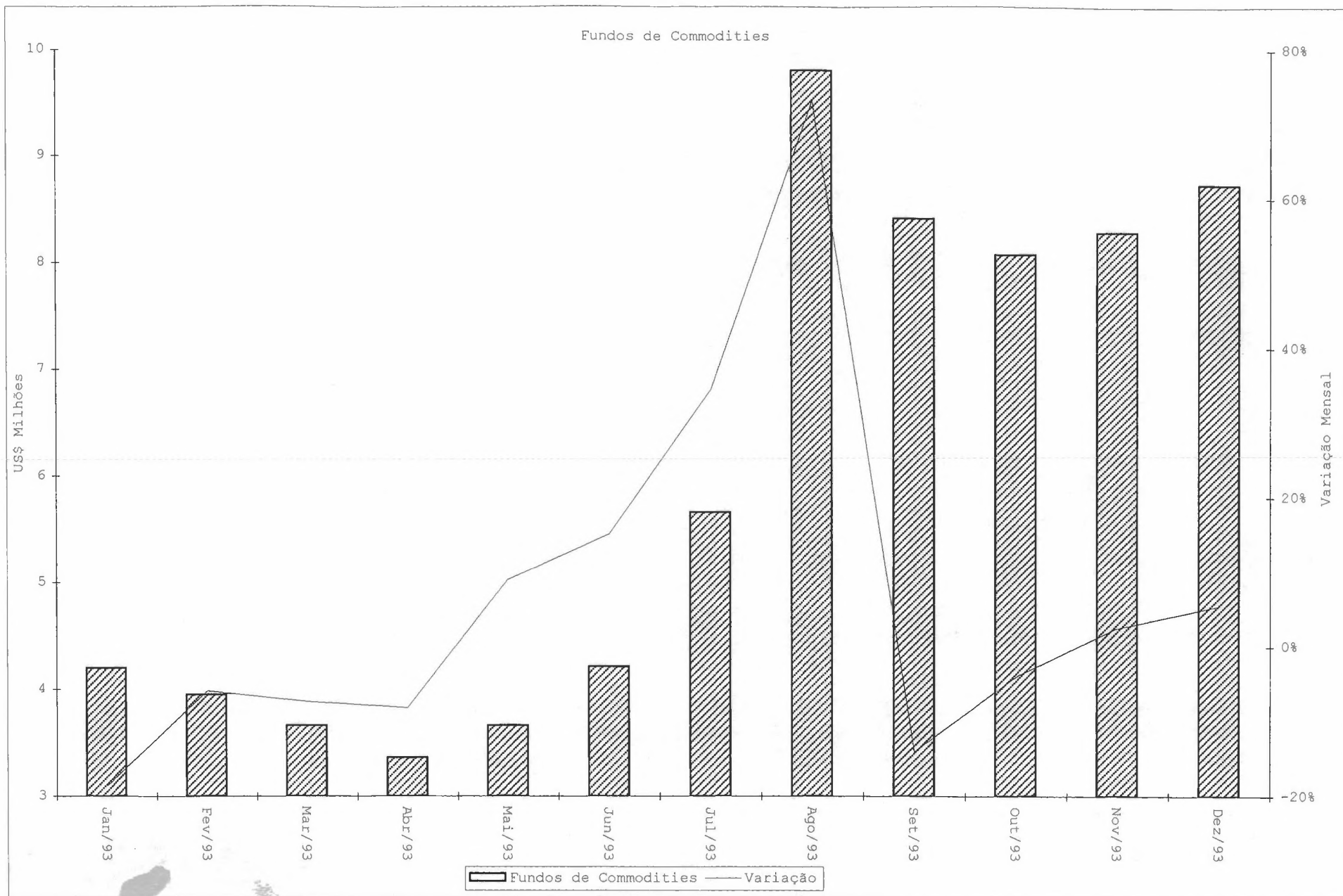
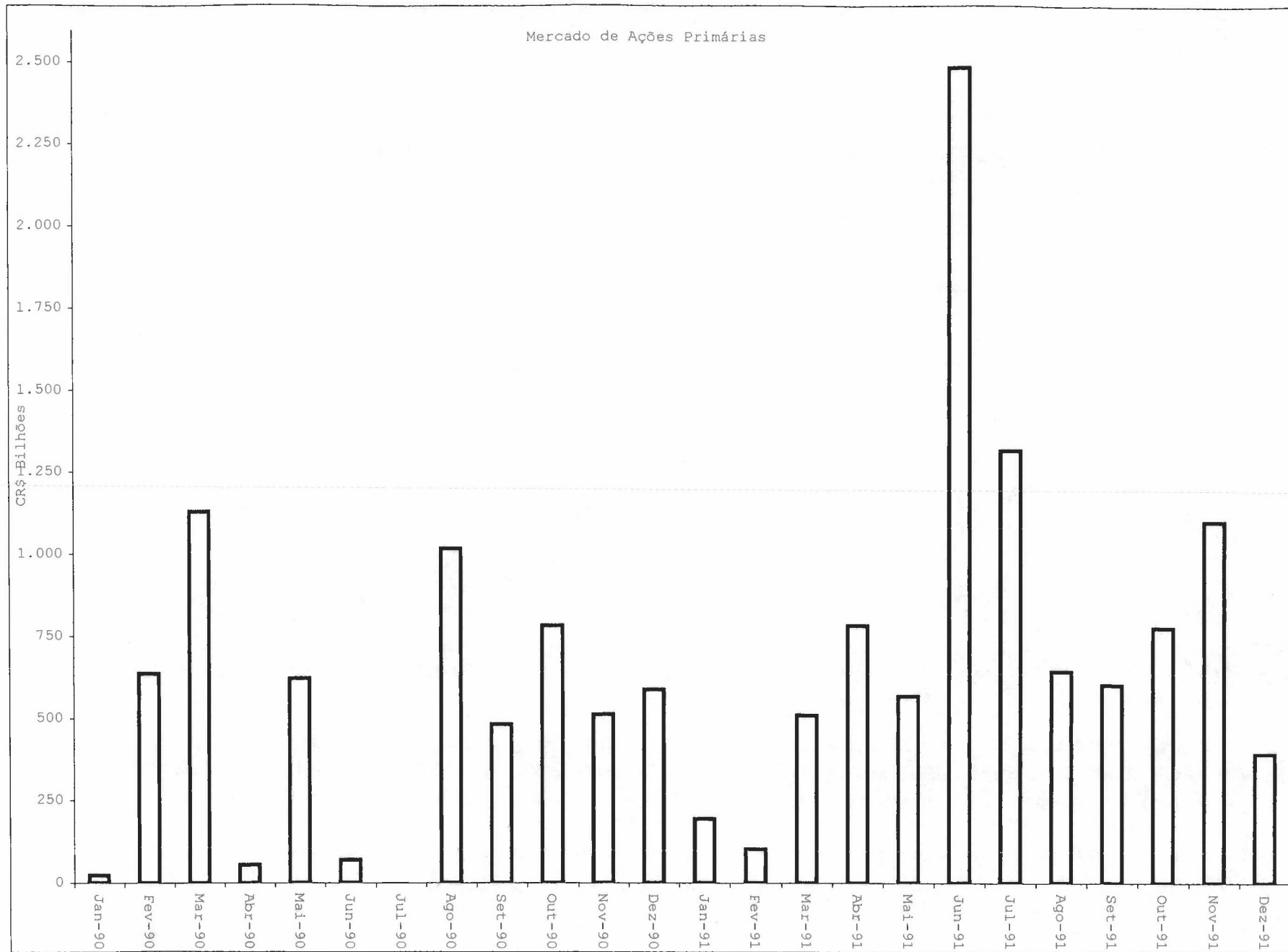


GRÁFICO 31



## Mercado de Ações Primárias



Captação de Recursos Externos (1989/1993)

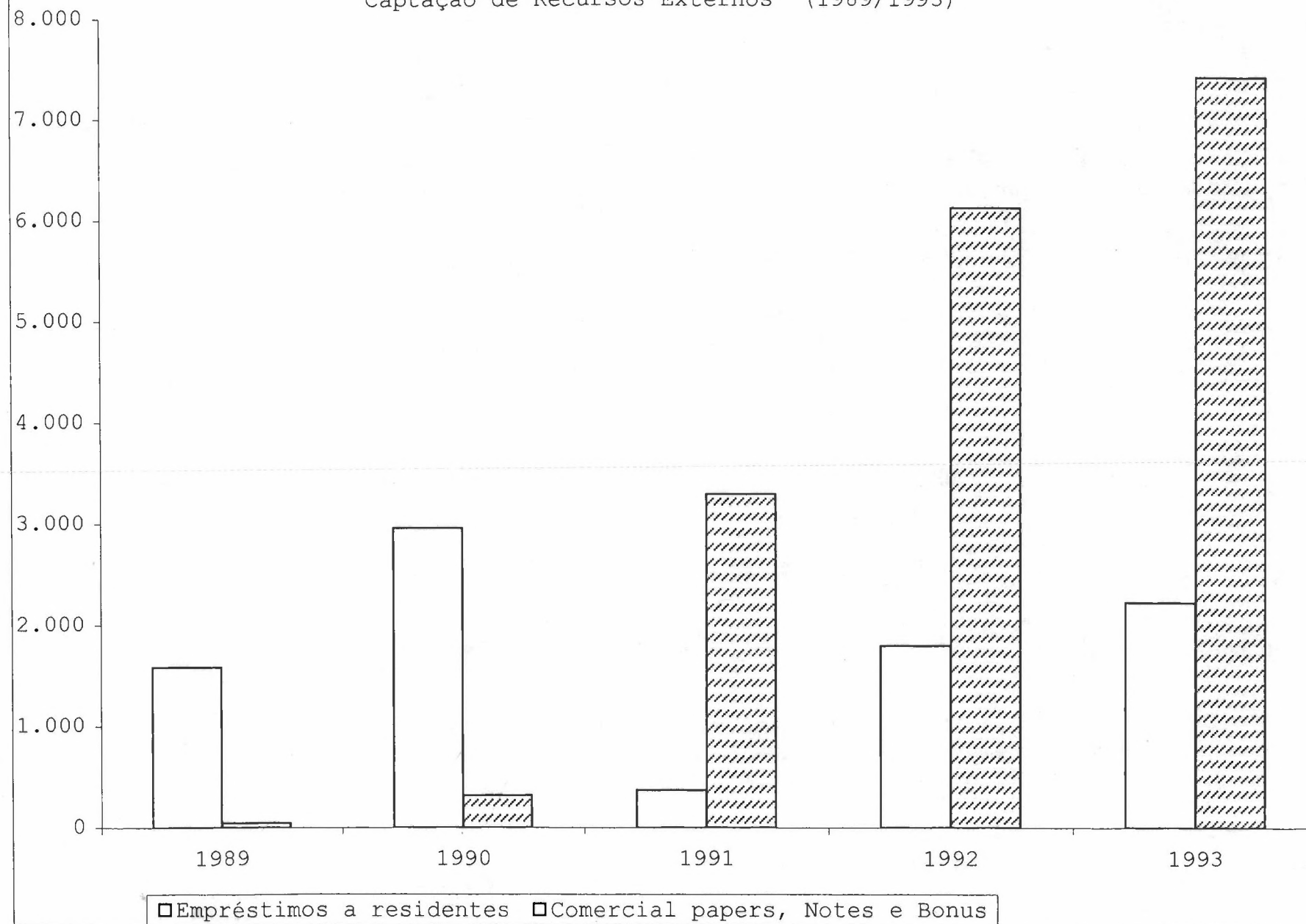


GRÁFICO 34

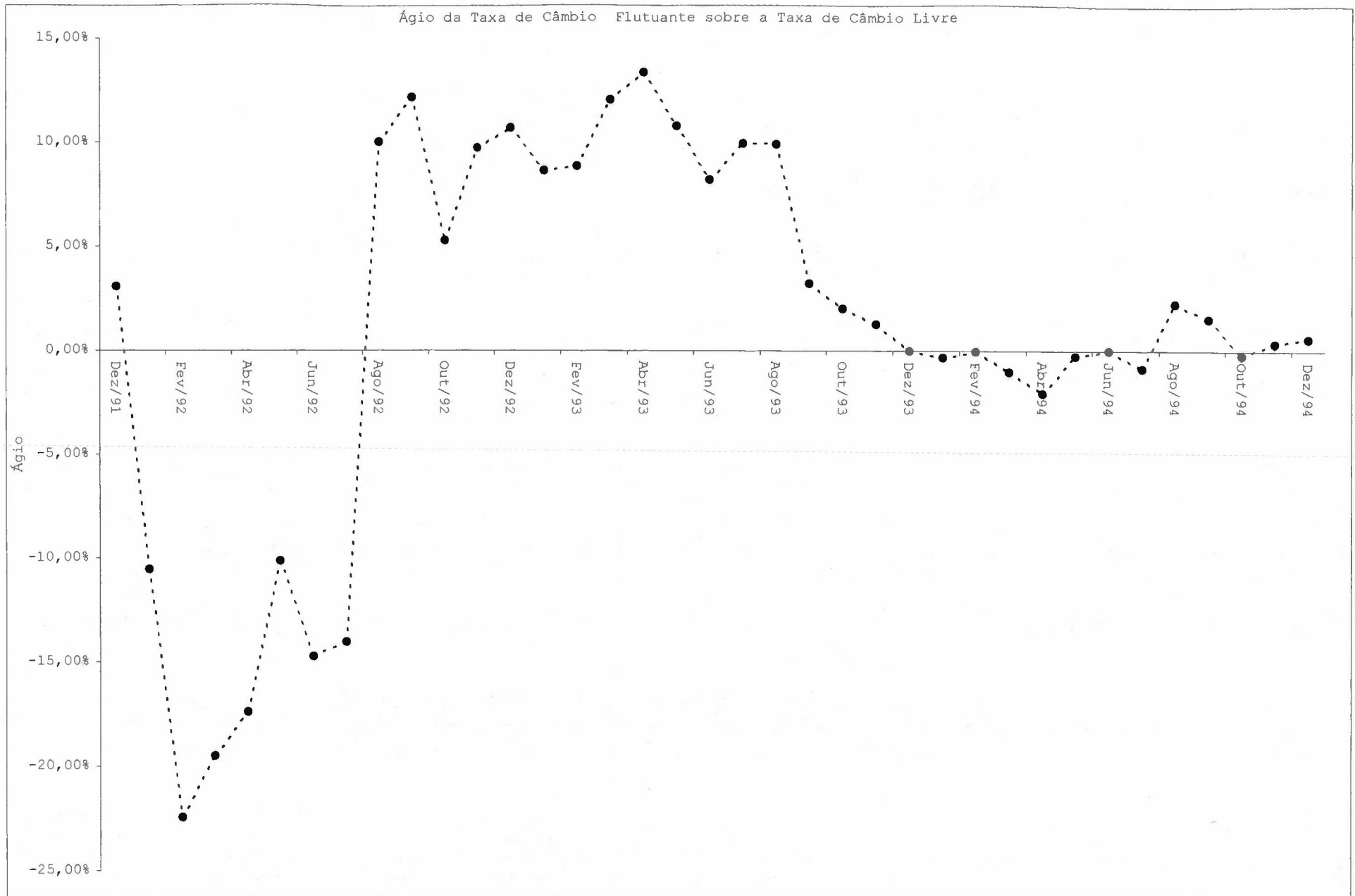




GRÁFICO 35

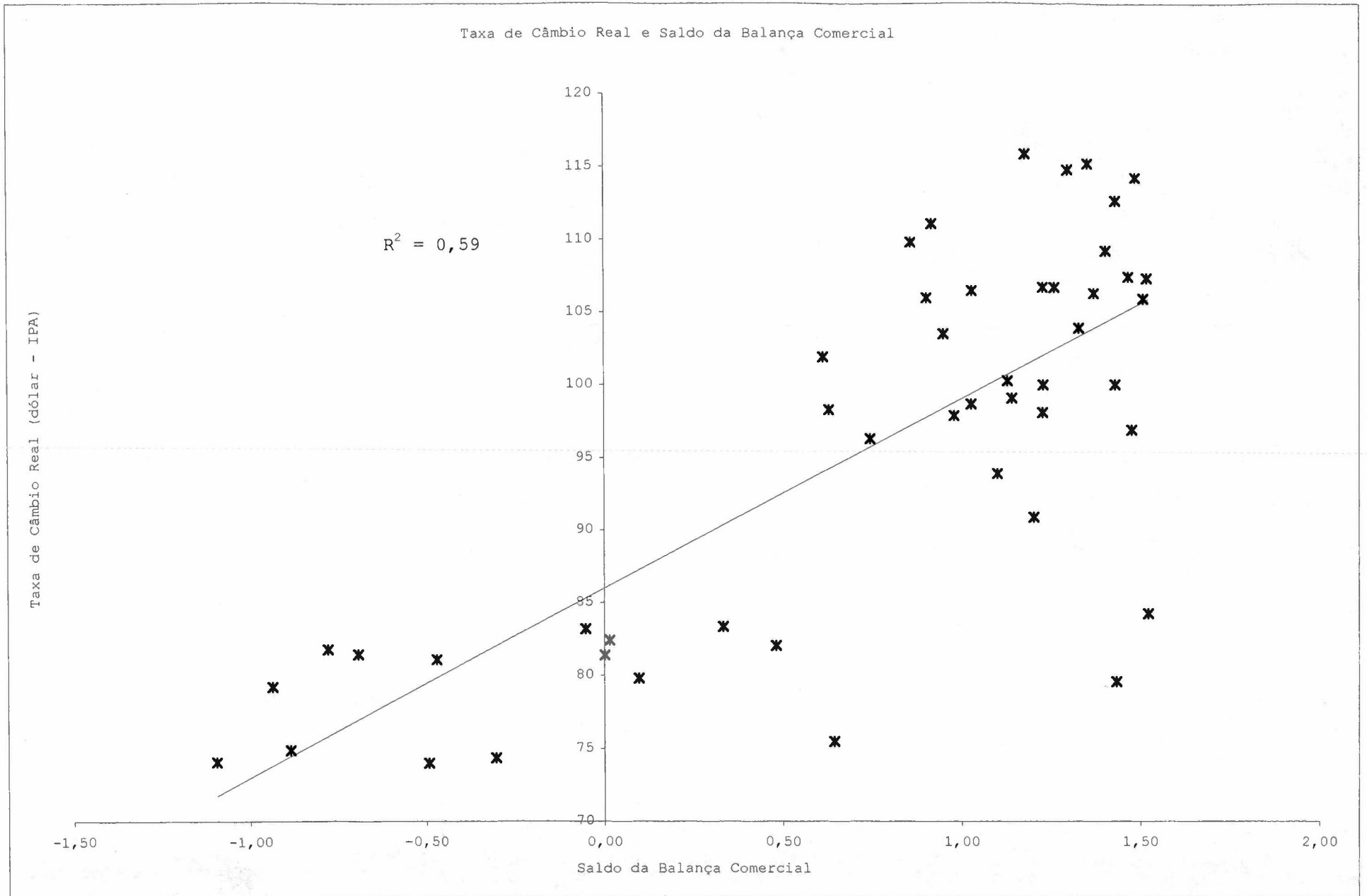


GRÁFICO 36

Peso do Saldo Comercial Sobre as Reservas Internacionais

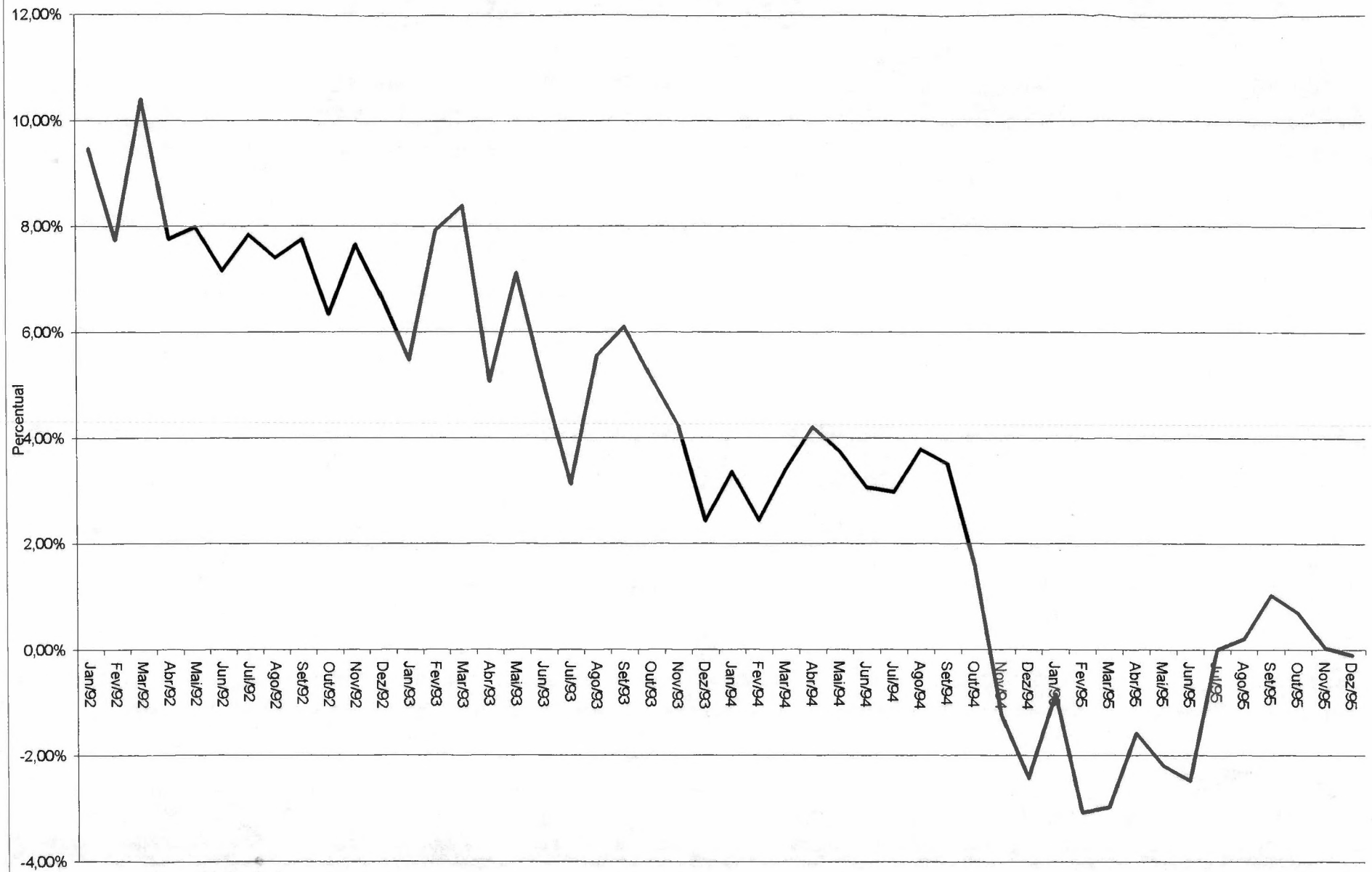


GRÁFICO 37

