

O MERCADO PARALELO DE
DÓLARES NO BRASIL

(Tese de Doutorado)

por *Clarice Pechman*

Rio, EPGE/FGV, nov./83

T/EPGE
P365m

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS

O MERCADO PARALELO DE DÓLARES NO BRASIL

TESE SUBMETIDA À CONGREGAÇÃO DA
ESCOLA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA (EPGE)
DO INSTITUTO BRASILEIRO DE ECONOMIA
PARA OBTENÇÃO DO GRAU DE

DOUTOR EM ECONOMIA

POR

CLARICE PECHMAN

RIO DE JANEIRO, RJ

Novembro, 1983

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS



**TESE DE DOUTORADO
APRESENTADA À EPGE**

POR: Clarice Fechmann

EM: 1º de novembro de 1983


Prof. Ney Coe de Oliveira
SUPERINTENDENTE ADM. EPGE/FGV

BIBLIOTECA MARIO HENRIQUE SIMONSON
FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS

ESCOLA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
DO INSTITUTO BRASILEIRO DE ECONOMIA
DA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS

C I R C U L A R N.º 37

Assunto: Defesa Pública de Tese
de Doutoramento.

Comunicamos formalmente à Congregação da Escola que está marcada para dia 12 de dezembro de 1983 (2a. feira), às 16:00h, no Auditório Eugenio Gudim (10º andar), a apresentação e defesa pública da Tese de Doutorado, intitulada "O MERCADO PARALELO DE DÓLARES NO BRASIL", da candidata ao título de Doutor em Economia, Clarice Pechman.

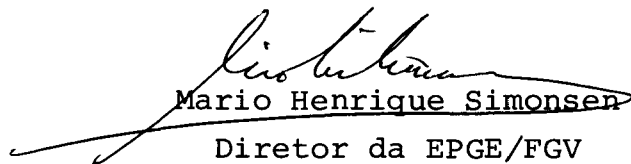
Remetemos, em anexo, aos membros da Congregação, cópia da súmula da referida Tese, para que seja antecipadamente apreciada pelos Professores desta EPGE.

A Banca-Examinadora "ad hoc" designada pela Escola será composta pelos doutores: Antonio Carlos Porto Gonçalves, Fernando de Holanda Barbosa, Clovis D. L. de Faro e Rudiger Dornbusch (Presidente).

Com esta convocação oficial da Congregação de Professores da Escola, estão ainda convidados a participarem desse ato acadêmico todos os alunos da EPGE, interessados da FGV e de outras instituições.

Rio de Janeiro, 7 de novembro de 1983.




Mario Henrique Simonsen
Diretor da EPGE/FGV

LAUDO SOBRE TESE DOUTORAL

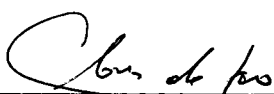
Como integrante da Banca Examinadora, designado pela EPGE para julgar a tese doutoral, intitulada "O MERCADO PARALELO DE DÓLARES NO BRASIL", da candidata ao título de Doutor em Economia, Clarice Pechman, apresento as seguintes ponderações que justificam meu voto e grau:

Examinei o trabalho em referência e posso declarar que o mesmo, tanto em termos de demonstração de conhecimentos de Teoria Econômica, como no de sua correta aplicação ao assunto tratado, contribuição acadêmica e utilidade prática, preenche perfeitamente os requisitos de uma tese doutoral.

Deste modo, sou de parecer que a referida Tese seja aprovada e outorgado o título pretendido pela candidata e autora deste trabalho, atribuindo-lhe a nota ou grau 10 (dez).

Rio de Janeiro, 12 de dezembro de 1983





Clovis de Faro, Professor da EPGE

LAUDO SOBRE TESE DOUTORAL

Como integrante da Banca-Examinadora, designada pela EPGE para julgar a tese doutoral, intitulada "O Mercado Paralelo de Dólares no Brasil", da candidata ao título, Sra. CLARICE PECHMAN, apresento as seguintes ponderações que justificam meu voto e grau:

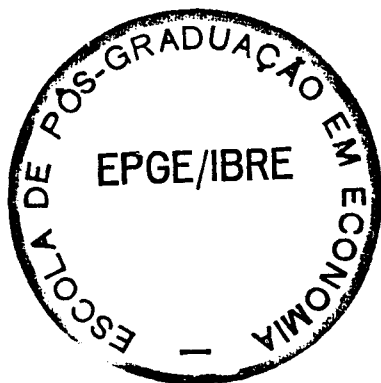
- 1) A autora utiliza teoria econômica e métodos estatísticos para elaborar um estudo empírico bastante interessante sobre o mercado paralelo de dólares, que tem longa tradição na economia brasileira.
- 2) A autora demonstra, ao longo de todo o seu trabalho, que domina com proficiência as técnicas de pesquisa que se esperam de um candidato ao título de doutor.

Assim e nessas condições, sou de parecer que a referida tese seja aprovada e autorgado o título pretendido pela candidata e autora deste trabalho, atribuindo-lhe a nota ou grau 10 (dez).

Rio de Janeiro, 12 de dezembro de 1983.



Fernando de Holanda Barbosa
Subdiretor Pesquisa/EPGE



LAUDO SOBRE TESE DOUTORAL


Como integrante da Banca Examinadora, designado pela EPGE para julgar a tese doutoral, intitulada "MERCADO PARALELO DE DÓLARES NO BRASIL", da candidata ao título, Sra. CLARICE PECHMAN, apresento as seguintes ponderações que justificam meu voto e grau:

- 1) O assunto é inédito, original, e de muita importância na análise do portfólio dos brasileiros; os dados também são inéditos.
- 2) A tese é uma bela aplicação de um modelo teórico formal e suas extensões, ilustrando a utilidade da teoria econômica, nêstes tempos em que tanto se duvida dela.

Sou de parecer, portanto, que a referida Tese seja aprovada e outorgado o título pretendido pela candidata e autora deste trabalho, atribuindo-lhe a nota ou grau 10 (dez).

Rio de Janeiro, 12 de dezembro de 1983.




Antonio Carlos Porto Gonçalves,
Subdiretor de Ensino da EPGE.

LAUDO SOBRE TESE DOUTORAL

Como integrante da Banca-Examinadora, designado pela EPGE para julgar a tese doutoral, intitulada "O MERCADO PARALELO DE DÓLARES NO BRASIL", da candidata ao título, Sra. CLARICE PECHMAN, apresento as seguintes ponderações que justificam meu voto e grau:

- 1) A tese representa um trabalho imaginativo e cuidadoso de economia aplicada.
- 2) Desde a coleta de dados às aplicações históricas e econômicas, essa tese demonstra uma alta dose de esforço e habilidade, constituindo um empreendimento suficientemente digno de um doutor.

Assim e nessas condições, sou de parecer que a referida Tese seja aprovada e outorgado o título pretendido pela candidata e autora deste trabalho, atribuindo-lhe a nota ou grau 10 (dez).

Rio de Janeiro, 12 de dezembro de 1983



Rudiger Dornbusch,
Professor da EPGE e
Presidente da Banca - Examinadora

A meu avô, K. Messer
(In Memoriam)

A G R A D E C I M E N T O S

Por mais que eu me esforce, ou que aqui escreva, não tenho como agradecer tudo o que devo ao grande mestre e amigo, RUDIGER DORNBUSCH, presidente do comitê de Tese, pela força de suas idéias que tanto marcaram minha formação acadêmica e profissional.

Sou profundamente grata aos professores Mario Henrique Simonsen e Claudio Luiz da Silva Haddad, pela influência igualmente marcante que ambos exerceram na minha formação, e pela resposta, sempre calcada na lógica e no bom-senso, a todas as minhas perguntas e dúvidas como estudante e profissional de Economia.

Agradeço também aos professores Fernando de Holanda Barbosa, Antonio Carlos Porto Gonçalves e Clóvis de Faro, membros do comitê de tese, pela atenção e interesse demonstrados ao longo do desenvolvimento deste trabalho.

Estendo ainda meus agradecimentos aos demais professores da EPGE, pelo que cada qual acrescentou à bagagem acadêmica adquirida nesta escola.

Pelos valiosos comentários e sugestões recebidos ao longo da elaboração deste trabalho, além daqueles já aqui citados nominalmente, sou grata a Olivier Blanchard, Carl Van Duyne, Stanley Fischer, Paul Krugman, Julio Rotemberg, Jeffrey Sachs, Roberto R. Rocha e Demétrio Simões. Pela colaboração atenciosa, agradeço ainda a Domingo Cavallo.

Sylvia de Almeida Rego Figueira de Mello, Lucinda Hermeto Fernandes e Roberto Moreira de Carvalho auxiliaram-me imensamente na tarefa de coleta e preparação dos dados.

A dedicação paciente de Ricardo Weiss Muricy e de Henriette Privulsky possibilitaram a datilografia de todo o manuscrito original.

Gostaria também de registrar a colaboração prestativa de Sonia Uderman, membro do departamento técnico da ANDIMA.

A realização deste trabalho não teria sido possível, não fosse pela confiança irrestrita e colaboração constante daqueles que vivem o dia-a-dia do mercado paralelo de dólares no Brasil. A estes, o meu agradecimento.

Finalmente, e não menos importante, agradeço, àqueles de cu
jo convívio e amizade desfruto, que tanto contribuíram com seu apoio,
carinho e compreensão para que eu concluísse este trabalho a contento.

I N D I C E

RELAÇÃO DAS TABELAS

RELAÇÃO DOS GRÁFICOS

1. APRESENTAÇÃO

2. INTRODUÇÃO

- Capítulo I - A política cambial no Brasil durante o período 1946/1983.
- I-1. As fases da política cambial do Brasil.
- I-2. O estabelecimento do controle da exportação e da importação.
- I-3. As fases distintas do sistema cambial brasileiro e o comportamento do mercado paralelo de dólares.
- I-4. Conclusões.

Capítulo II - A natureza dos mercados negros.

II-1. O que é um mercado negro?

II-2. A mecânica de funcionamento do mercado paralelo de dólares no Brasil.

II-3. Síntese da literatura sobre mercado negro.

II-4. Conclusões.

Capítulo III - O modelo formal.

III-1. Introdução.

III-2. O modelo.

III-3. Efeitos das mudanças reais e financeiras.

III-4. Aspettare il baritono.

III-5. Fatores Sazonais.

III-6. Conclusões.

Capítulo IV - Resultados Empíricos do Modelo.

IV-1. Introdução.

IV-2. Determinantes do ágio no mercado de dó
lares no Brasil.

IV-3. Conclusões.

Capítulo V - Testes de Prêmio de Risco e de Antecipação de
Eventos.

V-1. Introdução.

V-2. A hipótese de mercado eficiente: modelos
alternativos.

V-3. Revisão sumária dos estudos existentes.

V-4. Resultados empíricos para o mercado paralelo
de dólares no Brasil.

V-5. Uma medida da expectativa de desvalorização
da Taxa de Câmbio Oficial.

V-6. A resposta imediata do ágio do merca
do paralelo de dólares a essa medida.

V-7. Conclusões.

Capítulo VI - Os determinantes do "spread" do agente
("dealer") do mercado paralelo de dólares.

VI-1. Teorias sobre a atuação do "market
maker".

VI-2. A evidência empírica na literatura.

VI-3. O comportamento do "spread" dos
agentes do mercado paralelo de dóla
res no Brasil.

Capítulo VII - Comentários Finais.

Referências Bibliográficas

Gráfico	T Í T U L O	Pág.
1	Regimes Característicos da Exportação/Importação Brasileira e do seu controle	26/32
2	Ágio mensal do paralelo set/47 a jan/53	84
II-1	O mercado negro de divisas: Apenas revenda	316
II-2	A taxa de câmbio no mercado negro: apenas oferta direta	319
II-3	O mercado negro de divisas: revenda e oferta direta	321
II-4	Determinação do preço no mercado negro segundo Boulding (1937)	341
II-5	Efeitos de "steady-state" de diversas perturbações	384
III-1	Ágio mensal do paralelo jan/1971 a ago/1983	393
III-2	Equilíbrio no mercado negro de dólares	400
III-3	Efeitos de um aperto da política monetária sobre o mercado negro	403
III-4	Efeitos de uma desvalorização da taxa oficial sobre o mercado negro	405
III-5	Efeitos da expectativa de uma máxidesvalorização futura da taxa oficial	409
III-6	Processo de ajustamento do ágio a uma máxidesvalorização cambial	409
III-7	Efeitos dos Fatores Sazonais sobre o mercado negro	414
III-8	A sazonalidade ao longo do tempo	414
IV-1	Ágio mensal do paralelo; nov/1961 a ago/1983	419
IV-2	Taxa de Câmbio Real cruzeiro/peso argentino	437

Gráfico	T Í T U L O	Pág.
IV-3	Taxa de Câmbio real Efetiva cruzeiro/peso argentino	438
IV-4	Taxa de Câmbio real e Taxa de Câmbio real efetiva cruzeiro/peso argentino	439
IV-5	Diferença entre coeficientes de variáveis explicativas (regressão 2, Tabela IV-4)	446
IV-6	Funções de Autocorrelação e de Autocorrelação Parcial dos Ágios do Mercado Paralelo de Dólares. Dados Mensais; 1975-1982	454/455
V-1	Comportamento eficiente de mercado com retorno esperado de equilíbrio constante	477
V-2	Comportamento eficiente de mercado quando o retorno esperado de equilíbrio oscila fortemente	477
V-3	Resíduos da Regressão log-linear $\log e_t = a + b \log e_{t-1} + c \log (1 + i_{t-1}) + u_t$	499
V-4	Função de Autocorrelação da Série de Cotações de Venda no Mercado Paralelo de Dólares. Dados Bimestrais, 1974-1983	509
V-5	Função de Autocorrelação Parcial da Série de Cotações de Venda no Mercado Paralelo de Dólares. Dados Bimestrais; 1974-1983	510
V-6	Função de Autocorrelação da Série de Ágios do Mercado Paralelo de Dólares. Dados Bimestrais; 1974-1983	511
V-7	Função de Autocorrelação Parcial da Série de Ágios do Mercado Paralelo de Dólares. Dados Bimestrais, 1974-1983	512
V-8	Função de Autocorrelação da Série das Diferenças dos Logaritmos Naturais das Variáveis e_t e e'_t ; Dados Bimestrais; 1974-1983	513

Gráfico	T Í T U L O	Pág.
V-9	Função de Autocorrelação Parcial da Série das Diferenças dos Logaritmos Naturais das Variáveis e_t e e'_t ; Dados Bimestrais; 1974-1983	514
V-10	Cotação Mensal de Venda do Paralelo (LOG) NOV/1961 - AGO/1983	517
V-11	Ágio Diário das ORTN ABR/1979 - AGO/1983 - ALTERNATIVA 1	525/527
V-12	Ágio Diário das ORTN ABR/1979 - AGO/1983 - ALTERNATIVA 2	528/530
V-13	Ágio Diário das ORTN ABR/1979 - AGO/1983 - ALTERNATIVA 3	531/533
V-14	Ágio Mensal das ORTN ABR/1979 - AGO/1983 - ALTERNATIVA 1	537
V-15	Ágio Mensal das ORTN ABR/1979 - AGO/1983 - ALTERNATIVA 2	538
V-16	Ágio Mensal das ORTN ABR/1979 - AGO/1983 - ALTERNATIVA 3	539
VI-1	"Spread" diário do "Dealer", Ágio Diário do Paralelo mar/1979 - ago/1983	556/560
VI-2	Ágio Diário do Mercado Paralelo mar/1979 - ago/1983	561/565
VI-3	"Spread" mensal do "Dealer", Ágio mensal do Paralelo mar/1979 - ago/1983	566
VI-4	Ágio mensal do paralelo jan/1977 - ago/1983	567
VI-5	"Spread" Mensal do "Dealer"; variância do Ágio do Paralelo (log) mar/1979-ago/1983	568
VI-6	"Spread" Mensal do "Dealer", Variância do ágio do Paralelo log (1+variância) mar/1979 - ago/1983.	569

RELAÇÃO DAS TABELAS

(QUADROS)

Tabela (Quadro)	T Í T U L O	Pág.
I	Cotação do Dólar (1953 a 1960)	61/62
II	Exportação 1947/52	74
III	Ágio do Dólar no Período Setembro/1947 a Janeiro/1953	81 -
IV	Período de Espera de Câmbio em Meses.	82
V	Ágio do Dólar - 1953	90
VI	Taxas Médias de Câmbio - Outubro de 1953/Agosto de 1957	103
VII	Taxas Especiais para Importação - Outubro de 1953/Agosto de 1957	104
VIII	Tributações Alfandegárias	106
IX	Taxa de Câmbio: Mercado Livre, Categoria Geral e Categoria Especial	113
X	Cotação Mensal do Dólar Novembro de 1961/Julho 1983	185/195
XI	Balança Comercial no 1º semestre - 1966/67	245.
XII	Exportação - Importação 1966/67	248
II-1	Determinantes do ágio no mercado negro segundo Blejer, M. (1978) (dados anuais <u>52/73</u>)	373
II-2	Determinantes do Ágio no Mercado Negro segundo Blejer, M. (1978) (dados anuais <u>52/82</u>)	375
IV-1	Determinantes do Ágio no Mercado Negro (dados bimestrais, <u>1974-81</u>)	428

RELAÇÃO DAS TABELAS

cont. 1

(QUADROS)

Tabela (Quadro)	T Í T U L O	Pág.
IV-2	Determinantes do Ágio no Mercado Negro (dados bimestrais, <u>1974-82</u>)	431
IV-3	Determinantes do Ágio no Mercado Negro (dados bimestrais, <u>1974-83</u>)	433
IV-4	Determinantes do Ágio no Mercado Negro (dados bimestrais, <u>1974-83</u>)	436
IV-5	Determinantes do Ágio no Mercado Negro (dados bimestrais, <u>1974-83</u>)	445
IV-6	Teste t na diferença das Variáveis Construídas Sazonais.	447
IV-7	Determinantes do Ágio no Mercado negro (dados bimestrais, <u>1974-83</u>)	448
IV-8	Funções de Autocorrelação e Autocorrelação Parcial do Ágio do Mercado Paralelo de Dólares.	453
IV-9	Determinantes do Ágio no mercado negro (dados bimestrais, <u>1974-83</u>)	458
IV-10	Determinantes do Ágio no mercado negro (dados bimestrais, <u>1974-83</u>)	459
V-1	Funções de Autocorrelação das Séries semanais e mensais para a <u>Índia</u> (Gupta, 1981)	488
V-2	Funções de Autocorrelação das Séries semanais e mensais para a <u>Coréia do Sul</u> (Gupta, 1981)	489
V-3	Funções de Autocorrelação das Séries semanais e mensais para <u>Taiwan</u> (Gupta, 1981)	490

(QUADROS)

Tabela (Quadro)	T Í T U L O	Pág.
V-4	O teste Q aplicado a séries semanais e mensais	491
V-5	Eficiência do Mercado Paralelo de Dólares do Brasil (dados bimestrais, <u>1974-83</u>)	496
V-6	Eficiência do Mercado Paralelo de Dólares do Brasil (dados bimestrais, <u>1974-83</u>)	502
V-7	Funções de Autocorrelação e Autocorrelação Parcial das Cotações de venda deflacionadas e dos ágios no mercado paralelo - 1974 (2ºB) / 1983 (2ºB)	507
V-8	Funções de Autocorrelação e Autocorrelação Parcial das Variações na Cotação de Venda no Paralelo ajustada do diferencial de juros - 1974(2ºB)/1983(2ºB)	508
V-9	Determinantes do ágio no mercado negro (dados bimestrais, <u>1974-83</u>)	540
V-10	Determinantes do ágio no mercado negro (dados bimestrais, <u>1974-83</u>)	541

1. APRESENTAÇÃO

O que é o mercado negro ou mercado "paralelo" de dólares no Brasil? Quais as motivações que levam compradores e vendedores de câmbio a fazer uso do mercado paralelo? Qual a dimensão de cada faixa de operadores neste mercado? - entendendo-se por faixa, a parcela do total das operações no mercado negro, em um dado período, que compartilhem de uma mesma motivação. Tal dimensão é variável ao longo do tempo? Quais os seus determinantes? Existirá uma regra determinada de comportamento para o diferencial percentual da cotação do dólar nos mercados paralelo e oficial ? Tal regra ou modelo é válido para todo o período pós-segunda guerra mundial no caso dos dados para o câmbio cruzeiro/dólar? Esta regra estaria acima do sistema cambial vigente, confirmando-se pois, qualquer que fosse a política cambial adotada, ou seria algo circunscrito a tal política? Qual a relevância e o sentido do mercado paralelo para as Autorida

des Monetárias no dia a dia do acompanhamento da evolução da economia?

Estas, bem como muitas outras, são questões que se apresentam de imediato com respeito a este aspecto específico do mercado cambial conhecido por mercado paralelo.

A natureza das motivações que levam compradores e vendedores de câmbio a utilizar o "mercado negro" é bastante diversificada e não constitui segredo ou mistério algum. Inicialmente destaca-se a manutenção de uma taxa cambial irrealista a qual não estimularia a colocação da produção doméstica no mercado externo. A longo prazo, inviabilizaria a capacidade de importar do país e, em última instância, colocaria em cheque a própria abertura para o comércio exterior. Em segundo lugar pode-se citar a instabilidade política, agravada em certas fases, e que gera o que se convencionou chamar de "fuga" de capitais, geralmente em condições ilegais, isto é, não permitidas pelos controles cambiais. Finalmente, o desejo de furtar-se às exigências fiscais, a fim

de reduzir a penalização dos retornos das aplicações financeiras. Um grande chamariz para o mercado paralelo é o anonimato por ele defendido. Aqueles que transacionam no chamado mercado negro não se identificam, e tal característica sempre foi, e é, fundamental para induzir operações fora das normas e regulamentos cambiais.

Reconhecidas as motivações, desconhece-se, no entanto, a porção do mercado caracterizada por cada uma das motivações apontadas para operações no mercado negro. O que se pode dizer, acreditamos, é que a dimensão de cada faixa é variável; parece razoável se admitir que quanto maior seja o grau de controle no setor cambial maior deva ser a demanda canalizada para o "mercado negro". Só assim pode-se compreender a exacerbação das taxas cambiais em função de fatores que, pelo menos na área cambial, não se revestem de características eminentemente econômicas, ou seja, decorrentes da interação de oferta e procura de moedas estrangeiras.

. Quanto ao modelo para explicar o comportamento

do ágio do mercado paralelo sobre o câmbio oficial, com base nos resultados obtidos no presente trabalho, pode-se dizer que sua adequação se comprova. Cabe, contudo, a qualificação de que sua aplicabilidade não independe do sistema cambial vigente - o que significa dizer que o teste do modelo, utilizando-se a série histórica obtida para o ágio no câmbio negro, desde seu início - 1947 - até os dias de hoje, não foi satisfatório como, aliás, era de se prever: dadas as inúmeras modificações no sistema cambial brasileiro ao longo do período mencionado, o próprio significado dos valores identificados para os chamados mercados oficial e paralelo de câmbio se "deturpava" no tempo.

Com um movimento diário estimado da ordem de 10 milhões de dólares (entre Rio de Janeiro e São Paulo) , o mercado de câmbio paralelo de dólares é, decerto, inteiramente desprezível comparativamente aos mercados financeiros. Com base nisto, é bastante razoável a hipótese de se tratar de um mercado marginal sem quaisquer efeitos, dentre outras

variáveis, sobre a taxa de câmbio oficial. Apesar das características acima apontadas, é interessante ressaltar que o comportamento da cotação do dólar no "paralelo", bem como o do ágio do paralelo sobre o oficial, são regularmente acompanhados pelas Autoridades Monetárias, desempenhando o papel de barômetro ou indicador sintético das condições vigentes na economia. É claro que o paralelo não é um indicador suficiente, mas é um medidor de alta sensibilidade. Daí, aliás, provém a volatilidade substancial do ágio do dólar paralelo sobre o oficial ao longo do tempo.

Assim, o mercado "negro" no Brasil, que opera sob a forma de moeda manual, transferências interbancárias e aquisição de depósitos, é ilegal no sentido de que não se permite aos operadores transacionar com divisas, assim como os agentes no mercado não podem manter moeda estrangeira em sua carteira de ativos. Por outro lado, o mercado negro não é clandestino. Na verdade recebe o nome de mercado paralelo, o que sugere um meio caminho no que tange a legalidade: é um mercado ilegal porém, ao mesmo tempo, é notoriamente público e, não sem razão, tolerado oficialmente.

2. INTRODUÇÃO

O presente trabalho procura apresentar os principais determinantes do comportamento do mercado paralelo de dólares no Brasil , tanto em nível teórico como empírico. O tema será tratado, a partir' deste ponto, em sete capítulos.

O capítulo I é um retrospecto da política cambial no Brasil durante o período 1946/1983. Analisam-se as diversas fases da política cambial brasileira. Aborda-se a questão do estabelecimento do controle do fluxo de mercadorias em relação ao exterior. Procura-se traçar um paralelo entre as fases do sistema cambial brasileiro e o comportamento do mercado paralelo de dólares.

O capítulo II se detém na questão dos mercados negros. A abordagem se divide em três aspectos. O primeiro se refere aos fatores geradores de oferta e demanda em um mercado de fluxo. O segundo é o aspecto operacional do mercado paralelo de dólares no Brasil, especificamente. O terceiro, por fim, é a crítica dos modelos que compõem a literatura sobre mercado negro.

O capítulo III apresenta o modelo formal proposto neste trabalho para explicar, efetivamente, o comportamento do ágio no mercado paralelo de dólares no Brasil. Elabora-se, inicialmente, um modelo das considerações de equilíbrio de carteira que orientam os encaixes de estoque existente. Estudam-se várias aplicações de estática comparativa. Por fim, desenvolvem-se duas aplicações especiais: uma desvalorização futura antecipada, e o papel dos fatores sazonais no mercado.

O capítulo IV consta de algumas evidências empíricas para o Brasil dos determinantes do ágio do mercado negro apresentados no modelo teórico do capítulo III.

O capítulo V testa se o mercado paralelo de dólares no Brasil é eficiente na forma fraca. Em seguida, constrói-se a série do ágio efetivo das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional com cláusula de correção cambial; apresenta-se a série como "proxy" da expectativa de desvalorização cambial. Finalmente, usam-se os valores calculados dos ágios das ORTN como variável explicativa da regressão testada no capítulo IV.

O capítulo VI trata de analisar empiricamente os determinantes do "spread" do agente do mercado paralelo de dólares no Brasil. Toma por base a literatura existente sobre o "spread" do "market-maker" do mercado acionário.

CAPÍTULO I

POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL DURANTE O PERÍODO 1946/1983

1. As fases da política cambial do Brasil.

Do término da Segunda Guerra Mundial até os dias de hoje, o sistema cambial brasileiro foi objeto de inúmeras alterações. Em linhas gerais podem-se distinguir 8 etapas:

- a) a da liberdade cambial com taxas fixas, de fevereiro de 1946 a junho de 1947;
- b) a do controle cambial com taxas rígidas e contenção quantitativa das importações, de junho de 1947 a janeiro de 1953;
- c) uma etapa de transição com mistura de câmbios rígidos e mercado livre, de janeiro a outubro de 1953;
- d) a do auge das taxas múltiplas, de outubro de 1953 a agosto de 1957;

- e) a das taxas múltiplas simplificadas de agosto de 1957 a março de 1961;
- f) nova etapa de transição para um realismo cambial, de março de 1961 a março de 1964;
- g) a de um mercado cambial unificado, com a presença de maxidesvalorizações, de maio de 1964 a agosto de 1968; e
- h) a etapa das minidesvalorizações, de agosto de 1968 até o momento atual.

O gráfico 1 dá uma razoável visualização dos diferentes estágios tanto para as importações como para as exportações.

2. O estabelecimento do controle da exportação e da importação.

Em termos de política cambial, entre 1946-47, as reservas de divisas foram consumidas para custear as importações e havia liberdade cambial quase irrestrita. Era

GRÁFICO 1REGIMES CARACTERÍSTICOS DA EXPORTAÇÃO BRASILEIRAE DO SEU CONTROLE - 1941/1983

PERÍODO PREPARATÓRIO

Taxa cambial oficial una, com monopólio de câmbio pelo Banco do Brasil.

Estabelecimento da licença prévia de exportação.

Início de alguns controles sobre produtos minerais (Quartzo, etc...).

Proibição de exportação de sucata.

Estabelecimento do regime de licença prévia para a importação em 1946.

1941 42 43 44 45 1946

1º PERÍODO

Taxa cambial oficial una, com monopólio de câmbio pelo Banco do Brasil.

Licença prévia de exportação e importação.

Controle da exportação pela CEXIM, com exceção do Café, a cargo de órgão próprio.

Melhora do controle de preços dos produtos minerais.

Admissão de algumas operações vinculadas.

47 48 49 50 51 52

GRÁFICO 1REGIMES CARACTERÍSTICOS DA IMPORTAÇÃO BRASILEIRAE DO SEU CONTROLE - 1946/1983

PERÍODO PREPARATÓRIO

Período anterior ao regime de licença prévia.

Balança do comércio exterior favorável.

Bastante liberdade; raros controles.

1º PERÍODO

Regime da taxa oficial de câmbio com respectivo monopólio pelo Banco do Brasil.

Tarifas alfandegárias específicas.

Rígido controle das importações a partir de 1948.

GRÁFICO 1REGIMES CARACTERÍSTICOS DA EXPORTAÇÃO BRASILEIRAE DO SEU CONTROLE - 1941/1983

2º PERÍODO	3º PERÍODO	4º PERÍODO	5º PERÍODO
Criação do Mercado Livre.	Advento da Instrução 70.	Passagem para o câmbio livre de 20% das cambiais de exportação.	Advento da instrução 112.
Taxas mistas para Exportação (médias ponderadas das taxas do mercado oficial e do mercado livre).	Instituição de duas bonificações, uma para o Café (Cr\$ 5) e outra para os demais produtos (Cr\$ 10).		Instituição de 4 categorias de produtos de exportação, com 4 bonificações crescentes a partir do dólar-café.
			Mudança e melhorias de categorias para diversos produtos.
			Elevação gradual das bonificações (ao fim do período iam de Cr\$ 18,70 (café) para Cr\$ 73,64 (4a. categoria)).
53	54	55	56 57 58

GRÁFICO 1REGIMES CARACTERÍSTICOS DA IMPORTAÇÃO BRASILEIRAE DO SEU CONTROLE - 1946/1983

2º PERÍODO	3º PERÍODO	4º PERÍODO
Instrução 70 com instituição das taxas múltiplas e do regime de licitação cambial em 5 categorias.	Instrução 113 para atração dos investimentos estrangeiros.	Lei 3244; instituição de 2 categorias para importação (geral e especial); certificado de cobertura cambial para a geral e licença prévia para a especial, ambas as categorias com licitação.
Tarifas específicas.	Manutenção das demais características do 2º período.	Instituição de tarifas Ad.Valorem.
Instituição do câmbio de custo e de leilões especiais para certos produtos.		Concessão de subsídios à produção nacional de papel de imprensa e de fertilizantes pelo fundo dos ágios; subsídios à indústria automobilística, diretos e indiretos, a partir de 1956.

GRÁFICO 1REGIMES CARACTERÍSTICOS DA EXPORTAÇÃO BRASILEIRAE DO SEU CONTROLE - 1941/1983

6º PERÍODO

Passagem da 4a. cat. para o câmbio livre.

Passagem de outras mercadorias para a 4a. cat.

Manutenção do café na 1a. cat.

7º PERÍODO

Diminuição do número de categorias para duas.

Passagem de diversas mercadorias para o câmbio livre.

Elevação progressiva de todas as bonificações, inclusive do dólar-café.

8º PERÍODO

Advento das instruções 204 e 208.

Elevação gradual do dólar de custo e do dólar-café até eliminação do câmbio de custo e passagem de todas as exportações para o câmbio livre, mantendo retenção de aproximadamente 50% das cambiais geradas pelo café.

Admissão de exportações financiadas.

59

60

61

1962

GRÁFICO 1REGIMES CARACTERÍSTICOS DA IMPORTAÇÃO BRASILEIRAE DO SEU CONTROLE - 1946/1983

5º PERÍODO

Instruções 204 e 208 para liberar a categoria geral colocando-a no câmbio livre; extinção do câmbio de custo.

Tarifas Ad.Valorem.

Liberalização do comércio exterior.

Timidez em aplicar os postulados das instruções 204 e 208, mantendo uma taxa de câmbio livre artificial e taxa especial para o petróleo.

GRÁFICO 1REGIMES CARACTERÍSTICOS DA EXPORTAÇÃO BRASILEIRAE DO SEU CONTROLE - 1941/1983

9º PERÍODO

.Irrealismo cambial.
 .Retenção de 80% das cambiais geradas pelo café.

.Prioridade às empresas exportadoras de manufaturados.

10º PERÍODO

.Instrução 263-divisão entre taxas fixas e flutuantes.

.Instrução 289 sobre mercado de câmbio futuro.

.Irrealismo cambial.

.Res.63

.Redução para 70% a retenção das cambiais do café.

1963

64

65

66

67

GRÁFICO 1REGIMES CARACTERÍSTICOS DA IMPORTAÇÃO BRASILEIRAE DO SEU CONTROLE - 1946/1983

6º PERÍODO

.Irrealismo cambial
 .Instrução 242 para importação de mág. e equipamentos sem cobertura cambial ou financiadas no exterior.

.Instruções 254 e 256 sobre novo regime de recolhimento compulsório.

.Redução para US\$ 15 mil o limite máximo de compras de cambiais/empresa/semana.

.Instrução 263-taxas fixas e flutuantes.

.Regulamentação da lei de remessas de lucros.

7º PERÍODO

.Unificação cambial pela Instrução 270.

.Res. nº 9 sobre redução de encargos para importação.

.Abolição da CCC e criação da Guia de Importação.

.Novo tratamento tarifário, mais suave.

.Circular nº 90, sobre identificação de compradores de cambiais

.Res.62.

GRÁFICO 1REGIMES CARACTERÍSTICOS DA EXPORTAÇÃO BRASILEIRAE DO SEU CONTROLE - 1941/1983

11º PERÍODO

.Estímulo à entrada de divisas.

.Revogação da Instrução 289.

12º PERÍODO

.Realismo cambial.

.Isenção de IPI, ICM, imposto de importação.

.Instituição do "drawback".

.Financiamentos à exportação (FINEX)

.Obtenção de empréstimos antes do embarque da mercadoria.

.Disciplinou-se o ingresso de divisas.

Refinanciamentos em moeda nacional à exportação de bens de capital e outros.

.Decretos-lei 1216, 1236, 1244 de estímulo à entrada de capitais e transferência de fábricas.

68

69

70

71

72

GRÁFICO 1REGIMES CARACTERÍSTICOS DA IMPORTAÇÃO BRASILEIRAE DO SEU CONTROLE - 1946/1983

8º PERÍODO

.Restrição à saída de divisas.

9º PERÍODO

.Instituição do "drawback".

.Isenção de Imposto de Importação (para produtos a serem exportados).

REGIMES CARACTERÍSTICOS DA EXPORTAÇÃO BRASILEIRAE DO SEU CONTROLE - 1941/1983

13º PERÍODO

.Depósito de 25%
(mais tarde, 40%)
sobre empréstimos
de 4131, Res. 63
e Res. 64 (Res. 236).

.Permitiram-se
depósitos pelos ban-
cos no BC de empré-
stimos de Res. 63 e
64, rendendo juros.

.Congelamento dos
empréstimos toma-
dos em moeda con-
versível.

14º PERÍODO

.Orientação
de livre-comér-
cio; elimina-
ção de incenti-
vos fiscais.

15º PERÍODO

.Pacote de
Dez./1979.

.Política de
juros irrea-
lista.

.Política cam-
bial irrealista.

73

74 75 76 77 78

79

80

GRÁFICO 1REGIMES CARACTERÍSTICOS DA IMPORTAÇÃO BRASILEIRAE DO SEU CONTROLE - 1946/1983

10º PERÍODO

.Proibido o financia-
mento externo de im-
portações sujeitas a
tributação superior
a 55%.

.Revogação da suspen-
são temporária ou da
redução de impostos
de importação.

.Aumento na tributação
à importação.

11º PERÍODO

.Redução gra-
dual do depô-
sito de im-
portação.

12º PERÍODO

.Pacote de
Dez/1979.

.IOF sobre im-
portações é
introduzido.

GRÁFICO 1

REGIMES CARACTERÍSTICOS DA EXPORTAÇÃO BRASILEIRA
E DO SEU CONTROLE - 1941/1983

16º PERÍODO

- .Fim da pre-
fixação cambial.
- .Fim do tabela-
mento dos juros.
- .Liquidez apertada.

81 . 82 83

GRÁFICO 1

REGIMES CARACTERÍSTICOS DA IMPORTAÇÃO BRASILEIRA
E DO SEU CONTROLE - 1946/1983

13º PERÍODO

- .Centralização
das operações de
câmbio.
- .Importações
proibidas.
- .Monopólio
cambial.

importante eliminar os saldos de divisas no exterior pela necessidade de garantir preços competitivos aos produtos brasileiros de exportação. Com efeito, o fortalecimento conjuntural do cruzeiro estimulava as importações que haviam sido dificultadas durante o período da Guerra (demanda reprimida). A partir de 1947, foi instituído o regime de licença-prévia para controle das operações de importação e exportação a cargo da CEXIM - Carteira de Exportação e Importação, do Banco do Brasil. Tal regime, conjugado ao monopólio do câmbio e ao sistema de taxa única, vigorou até 1953 (1), quando se instituiu, pela Instrução nº 70 da Superin-

(1) Todas as leis de licença prévia encerravam teoricamente um caráter de favorecimento às exportações e de contenção das importações; eram raros os casos em que se podia denegar uma exportação, previstas apenas hipóteses de escassez interna, compromissos internacionais, inconveniência de moeda ou irreabilidade de preço.

tendência da Moeda e do Crédito, o regime de taxas múltiplas e de leilões cambiais, com 5 categorias de mercadorias. Foram estabelecidas categorias de câmbio, desde as que eram fortemente subsidiadas até as que recebiam grande encarecimento. No primeiro caso, estavam o trigo, petróleo, papel de imprensa. A maquinaria também era privilegiada, embora em escala menor. Este sistema se complementava pelo confisco cambial. Pela aplicação deste último, o seu ônus recaía principalmente sobre os produtores-exportadores de café. Extinguiu-se, logo depois, a CEXIM: substituída, a partir de então, por novo órgão, a atual Carteira de Comércio Exterior - CACEX. Esta última continuou a atuar doutrinariamente segundo as linhas da CEXIM, sem modificações de substância a não ser o tratamento a ser dispensado aos investimentos de capital estrangeiro, que foram disciplinados e favorecidos pela Instrução nº 113 da SUMOC de 18 de janeiro de 1955. A Segunda Guerra Mundial acentuou a necessidade de promover a expansão do parque industrial e, sobretudo,

a implantação de uma indústria pesada, capaz de sustentar a demanda que vinha crescendo. Nestas condições, a solicitação de recursos financeiros externos ficou politicamente reduzida aos fornecimentos norte-americanos, situação que se prolongou até 1950, quando a reconstrução econômico-financeira européia adquiriu certa solidez. Isso abriu um conflito entre duas tendências: aquela que favoreceu a entrada de capitais estrangeiros, por um lado, e a tendência de estimular as empresas de caráter privado e a retomada do comportamento nacionalista, que privilegiava a iniciativa estatal e o recurso às disponibilidades financeiras nacionais, por outro. A política desenvolvimentista de J.Kubitscheck teve como resultado fundamental traçar o rumo a ser tomado no direcionamento da economia brasileira. O Plano de Metas realizou-se com o objetivo de fortalecer a iniciativa privada e a internacionalização mais ampla da economia capitalista brasileira. Daí as facilidades concedidas aos investidores estrangeiros desde que associados a capitalistas brasilei-

ros, conforme determinava a Instrução nº 113 da SUMOC acima citada. Sem grandes alterações, todo o sistema continuou até 1957 quando a lei 3244 de 14/08/57, em vez das 5 categorias então existentes para licitação cambial, instituiu apenas duas categorias de importação, a geral e a especial, além das beneficiadas pelo câmbio de custo (2); a mesma lei 3244 reestruturou fundamentalmente a tributação alfandegária que passou a ser cobrada na base de alíquotas "ad-valorem", em vez de específicas e procedeu, simultaneamente, a uma reforma cambial parcial..

Em 1961 as Instruções 204 e 208 da SUMOC, de 13 de março e 27 de junho, respectivamente, procuraram ex-

-
- (2) A substituição das cinco por duas categorias de câmbio resultou, naturalmente, da dificuldade e complexidade da classificação das mercadorias; da intervenção de uma parcela de livre arbítrio em tal classificação; da tendência, manifestada desde a extinção da CEXIM, a uma maior liberdade e a uma desvinculação do controle do mecanismo do Estado.

tinguir o regime de câmbio favorecido e colocaram gradualmente as operações de importação e exportação no regime de câmbio livre, com exceção das mercadorias consideradas de luxo, cuja importação na categoria especial obrigava ainda à aquisição de divisas em leilão cambial e a exportação de café sobre cujo dólar de exportação no mercado livre, havia sensíveis retenções especiais. Pode-se dizer que se assistiu, então, a uma rápida liberalização do comércio externo, com tendência à adoção de uma taxa única de câmbio - a do mercado livre.

Contudo, de 1961 a 1964 a instabilidade política e social vigente cujo auge foi atingido ao longo do ano de 1963 inviabilizou, em grande medida, tal processo de liberalização conforme atesta, por exemplo, a Instrução 254 da SUMOC de 11 de outubro de 1963, segundo a qual o percentual do depósito compulsório para importação foi elevado de 80 para 100 por cento; o período de retenção foi fixado em 210 dias; e a opção de compras de letras do tesouro (confor

me resolução de abril 23, 1963) foi eliminada - o depositante receberia papéis do Banco do Brasil de 180 dias, sem render juros, 30 dias após feito o depósito. A Instrução 256 da SUMOC, de 23 de outubro de 1963, com este mesmo espírito de restringir as importações, instituiu o aumento para 200 por cento do percentual do depósito compulsório para a importação de bens na Categoria Especial e de mercadorias específicas (normalmente bens menos essenciais) da Categoria Geral. A eliminação, no governo Jânio, dos subsídios às importações de trigo, de petróleo e de outros produtos destinados ao consumo geral promoveram nova elevação do custo de vida, agravada pela contenção salarial. Pressionado pelo desgaste político, o governo Quadros apelou para a abertura de novos mercados, buscando concretizar a promessa da política externa independente. O malogro da tentativa de conciliar tantos objetivos conflitantes terminou por levar à crise política que determinou a renúncia do Presidente.

O Governo Goulart, por sua vez, tentou ensaiar

uma política antiinflacionária, articulando-a à execução do Plano Trienal, elaborado sob a responsabilidade de Celso Furtado. Esta nova orientação restritiva deveria incidir sobre os procedimentos creditícios, cambiais, orçamentários federais e salariais. Pressionado por estas exigências e pelas reivindicações do trabalhismo populista sobre o qual se apoiava, o Governo Goulart acabou por relegar a segundo plano o combate à inflação e a colocação em prática das diretrizes do Trienal. Retornaram os subsídios ao trigo, petróleo, além de várias outras medidas semelhantes.

A partir de 1964, o Governo brasileiro adotou uma política severa de combate à inflação, consoante as normas do FMI e executadas segundo as diretrizes do PAEG - Programa de Ação Econômica do Governo (1964-66) elaboradas pelo seu principal defensor, o Ministro Roberto Campos. Pela Instrução 270 da SUMOC, de 9 de maio de 1964, as taxas especiais de Cr\$ 600 para compra, e Cr\$ 620 para venda, por US\$ 1, aplicadas para importação de trigo, papel de jornal,

petróleo e derivados, e para remessas para pagamento do serviço da dívida externa brasileira e de dívidas oficiais para com o FMI e agentes financeiros norte-americanos, e para exportações de açúcar e petróleo deixaram de vigorar. A partir de então, tais transações se dariam à taxa livre de mercado, com exceção das importações de petróleo e da maior parte de seus derivados. Este era, mais uma vez, um passo no sentido da unificação do mercado de câmbio no Brasil. Por outro lado, o realismo cambial que as autoridades governamentais objetivavam, no sentido de se manter a paridade do poder de compra do cruzeiro, viu-se comprometido pela fixação de maxidesvalorizações pelas autoridades monetárias cuja descontinuidade acentuada aliada a uma taxa de inflação doméstica ainda elevada (descontada a inflação externa) gerava a sobrevalorização da moeda nacional. Medidas com vistas à unificação cambial e à liberalização das importações foram tomadas no período 1964-1968. Em novembro de 1966 a Resolução nº 41 do Banco Central anunciou a transferência

das importações da Categoria Especial para a Categoria Geral a partir de março de 1967, e o decreto-lei nº 63 estabeleceu a reforma das tarifas aduaneiras a vigorar também em março de 1967, em substituição à política tarifária regida pela legislação de agosto de 1957, com a sua redução generalizada, principalmente no que tangia a importação de matéria-primas e bens intermediários. A partir de 1964, também concederam-se amplas garantias aos investimentos estrangeiros diretos ou sob a forma de empréstimos. Pela lei nº 4390, de agosto de 1964, em substituição à lei nº 4131 de setembro de 1962 (lei da Remessa de Lucros) e revogando o decreto 53.451, concedeu-se tratamento mais favorável ao capital estrangeiro. Pela Instrução 289 da SUMOC de janeiro de 1965, o Departamento de Câmbio do Banco do Brasil tinha autorização para, uma vez tendo comprado divisas, garantir a quem lhe vendeu o direito de recompra até o mesmo montante, à taxa livre de mercado vigente quando da recompra, isento do depósito antecipado e de encargos financeiros, no prazo de

90 a 360 dias após a venda inicial. O Decreto 55762 regulamentou a implantação da Lei de Remessa de Lucros em fevereiro de 1965, e em agosto de 1967 a Resolução 63 do Banco Central autorizou aos bancos a obtenção de créditos externos sob certas condições, para repassá-los ao setor privado doméstico com vistas a financiar as despesas de capital no Brasil.

Conforme descrevemos, até 1968, a política cambial consistia em desvalorizações infreqüentes, com o propósito de desfazer perdas de competitividade devidas à inflação interna. Desde 1968, a política de minidesvalorização adotada tornou tal processo menos abrupto: orientou-se no sentido de estabilizar as taxas reais e, para tanto, visava eliminar diferenciais inflacionários doméstico e externo (4) através da depreciação cambial. Com o Governo Médici, especialmente entre 1969-73, coincidiu o período de maior expan

(4) Para o cálculo da inflação externa consideram-se os principais parceiros comerciais do Brasil.

são do novo modelo da economia brasileira. O grande suporte deste período foi o esforço para integrar a economia brasileira no contexto mundial mediante a diversificação da pauta de exportações, resultado de toda uma série de subsídios. Embora não tenha havido em 1973 uma mudança no regime cambial adotado, o choque do petróleo afetou de modo desfavorável a balança comercial brasileira. Entre 1968 e 1973, o chamado "milagre" brasileiro ocorreu: o PIB real cresceu a uma média anual de 11.5% no período, a taxa de inflação estava sob controle, as exportações cresceram à taxa de 24.6% ao ano, após 20 anos de relativa estagnação e os recursos externos afluíam em abundância. A partir de 1974, contudo, choques internos e externos reverteram o comportamento das variáveis macroeconômicas, e o esgotamento da euforia econômica começou a se manifestar. No que tange ao setor externo, a evasão de recursos para financiar as importações e outros encargos promoveu nova aceleração no endividamento externo. Se até meados de 1979 o Governo não fez uso

de uma política de desvalorização ativa, o oposto passou a ser verdade face ao déficit vultoso na balança comercial e à dívida externa crescente constatados. Acreditando ser possível corrigir-se o desequilíbrio externo através de uma mudança nos preços relativos via desvalorização, as autoridades monetárias optaram por uma maxidesvalorização de 30% do cruzeiro em dezembro de 1979 (5). A partir de meados de 80, voltou-se à ortodoxia em termos de política econômica. No

-
- (5) Apesar da maxidesvalorização cambial de dezembro de 1979 , que fez parte de todo um pacote de medidas desde meados daquele ano - quando da mudança que se verificou no Ministério do Planejamento - até fins de 1980, não discriminamos tal fase na periodização que fizemos da política cambial brasileira. Isto porque acreditamos que a maxi de 1979, apesar das distorções que provocou, veio a acelerar e substituir minidesvalorizações futuras que, na sua ausência, teriam ocorrido. O mesmo pode ser dito sobre a maxidesvalorização recente, efetivada em 18 de fevereiro último.

momento, a prioridade em termos de condução da política econômica está sendo dada à resolução dos problemas ligados ao Balanço de Pagamentos, dada a grande vinculação da economia brasileira com o setor externo, decorrente da opção adotada de financiar o desenvolvimento via poupança externa. Entretanto, para este segundo semestre de 1983 que ora vivemos, a continuidade do bom desempenho comercial exigirá desacelerar-se ainda mais o crescimento do produto de modo a diminuir as importações e aumentar o excedente exportável, o que parece muito difícil de ser conseguido daqui por diante. Além do mais, para a captação de recursos externos, apesar do difícil acesso aos recursos necessários, a situação deverá agravar-se ainda mais daqui por diante. As medidas do Governo, desde meados de 1980, com vistas a manter as taxas de juros internas acima das obtidas no sistema financeiro internacional vêm perdendo em termos de eficácia. Face às altas taxas de juros internacionais, o Governo passou por sérias dificuldades para estimular as empresas aqui domici-

liadas a recorrerem à captação externa. Chegou-se à seguinte situação: ou abre-se mão das freqüentes minidesvalorizações do cruzeiro, de modo a não fazer com que encareça ainda mais a captação externa, ou continua-se com esta política de desvalorizações, a fim de manter os estímulos às exportações e destimular as importações em detrimento de um resultado mais favorável na obtenção de poupança externa. Foi objetivo da política econômica a desvalorização real do cruzeiro em relação ao dólar em 10% no ano de 1981 e, novamente, no ano de 1982. Tendo em vista o acompanhamento da correção cambial e a monetária verificada desde 1980, e diante da conseqüente valorização do cruzeiro frente às outras moedas, para que se cumprisse o objetivo da redução do déficit comercial, as desvalorizações tiveram que ser cada vez mais intensificadas, de modo a compensar a queda de competitividade dos produtos exportáveis e recuperar o crescimento das exportações. E isto, ainda hoje, continua a ser verdade. Mediante o exposto acima não se espera qualquer mu

dança radical na atual política cambial do Governo até o fi
nal do ano corrente.

3. As fases distintas do sistema cambial brasileiro e o com-
portamento do mercado paralelo de dólares.

3.1 O período de liberdade cambial com taxas fixas - feverei-
ro de 1946 a junho de 1947.

Durante a Segunda Guerra Mundial, o balanço de pagamentos do Brasil manteve-se em permanente superávit. Essa posição incomum do saldo das nossas transações com o exterior devia-se às condições de economia de guerra; os países com que mantínhamos relações, ao mesmo tempo em que restringiam suas vendas ao Brasil, intensificavam a sua demanda pelos nossos produtos elevando-se, em consequência, o volume e o preço das nossas exportações. O resultado é que as nossas reservas em divisas, que antes da guerra não iam além de 71 milhões de dólares, decuplicaram durante o conflito, chegando a 708 milhões em

1945. Além disso, a entrada de dólares e a sua conversão em moeda nacional produziu um surto inflacionário. A conjuntura do conflito mundial favoreceu as especulações e o enriquecimento dos que exploravam o câmbio negro, a alta do custo de vida e, naturalmente, os que se articulavam às vendas de produtos para o exterior.

As condições favoráveis em relação às necessidades acumuladas de importação durante a guerra constituíram fator importante na decisão das autoridades no sentido de inverter completamente o sistema de controle cambial em vigor desde 1933 (6). Pouco depois de terminada a guerra, o Brasil retornava ao regime democrático. E, tão logo se empossava o novo Governo, iniciava-se, mais ou menos intencionalmente, a política de gastar as divisas acumuladas nos anos anteriores. Intencionalmente no fato de que o Governo pretendia, pela diminuição dessas reservas, desafogar a demanda de importações que

(6) Ver boletim da SUMOC, V.1, nº 4, 1955, pp. 12-20, para um breve resumo da política cambial nesses anos.

se reprimira durante a guerra e, ao mesmo tempo, utilizar o déficit do balanço de pagamentos como instrumento de combate à inflação. Não intencionalmente na rapidez com que se liquidaram as disponibilidades no exterior.

O instrumento legal de execução dessa política fora o Decreto-lei nº 9025, de 27/02/1946, que estabelecia a absoluta liberdade nas operações cambiais de qualquer natureza, salvo pequenas restrições nas remessas de capitais e lucros-assegurava aos capitais estrangeiros aplicados no Brasil o direito de retorno ao país de origem, mas na proporção máxima de 20% ao ano; assegurava-lhe também o direito de remeter para o estrangeiro os juros, lucros e dividendos produzidos no Brasil, porém, no máximo, até 8% ao ano. Ao longo da fase de liberalismo que então se iniciava, a taxa de câmbio iria manter-se aproximadamente fixa, em torno de Cr\$ 18,00 por dólar (7). O resul-

(7) No início de 1946, a taxa do mercado "livre" foi de 19,50, baixou para 18,96 em 20 de julho de 1946 e para 18,72 em 18 de agosto do mesmo ano. Nessa época, passou a ser a taxa oficial, que vigorou para importações até 21 de fevereiro de 1953.

tado dessa fase de liberdade cambial é bem conhecido: em pouco mais de um ano esgotou-se a maior parte das nossas reservas em dólares. Para isso, contribuíram, pelo menos, seis fatores:

- 1 - a demanda reprimida de importações de bens de capital e de bens de consumo durável que se havia acumulado durante a guerra;
- 2 - a desvalorização inflacionária do cruzeiro conjugada com as taxas de câmbio praticamente fixas - a taxa de câmbio tinha sido fixada à taxa de paridade de 1937 entre os Estados Unidos e o Brasil, ao passo que os preços no Brasil umentaram quase duas vezes mais do que nos EUA até 1945;
- 3 - o aumento da renda real e o conseqüente incremento da demanda de importações;
- 4 - a concentração das nossas importações no mercado norte-americano, numa fase em que se suspendiam os sistemas multilaterais de pagamentos com a Europa; no caso específico dos saldos congelados na Inglaterra, essa a única maneira de viabilizá-los, devido à profunda crise econômica e financi

ra por que então passava;

5. A cessação dos controles de preços nos Estados Unidos com a conseqüente abertura da inflação norte-americana e a resultante queda do poder aquisitivo das nossas reservas;
6. O peso do comércio externo e, em particular, do café no desenvolvimento do Brasil. Era preciso importar muito e, em última instância, nossa capacidade de importação está determinada por nossa capacidade de exportação. Dada a estreita diversificação de nossa pauta de exportações no período, não era sem fundamento o dito de que nenhum Presidente da República resistia à luta com o "General Café"...

A partir de fevereiro de 1946, com a liberdade cambial as transferências financeiras passaram a ser feitas no mercado "livre" e, posteriormente, no "oficial". Como se se ria de se esperar passou logo a existir um mercado "negro".

Com a taxa de câmbio mantida fixa pelo governo a despeito da progressiva deterioração do cruzeiro, o que era justi-

ficado pela própria experiência passada comprovadora da inelasticidade-preço da demanda por café, o câmbio negro tinha tudo para continuar sendo explorado com sucesso; contudo, do mercado "negro" de há 20 anos, nenhuma anotação, aparentemente, se salvou. Hoje se desconhecem as taxas deste mercado para o período anterior a setembro de 1947. Em junho de 1947, reiniciava-se no Brasil o controle cambial.

3.2 Causas e efeitos das Distorções Cambiais.

Seria ocioso afirmar que os controles verificados nas 4 etapas a seguir - de junho de 1947 a março de 1961 - foram instituídos sob o pretexto de que era necessário equilibrar ou, pelo menos, atenuar o desequilíbrio do balanço de pagamentos. O pretexto, todavia, não justifica a adoção dos mecanismos distorcivos que se criaram ao longo destes quinze anos. O caso brasileiro parece confirmar uma repu-tação da vantagem do controle cambial comumente citada de que este é flexível e rápido no sentido de corrigir uma situação de desequilíbrio. Haveria soluções muito simples, e provavelmente muito mais eficazes para se perseguir o e-

quilíbrio do balanço de pagamentos. O que houve, na realidade, é que ao lado desse propósito figuravam , implicitamente, vários outros, tais como:

- (i) o de subsidiar certas importações consideradas preferenciais, como petróleo e derivados, trigo, fertilizantes, papel de jornal (este, por razões políticas), certas máquinas e equipamentos etc...;
- (ii) o de tornar proibitivas as importações destinadas ao consumo supérfluo;
- (iii) o do protecionismo à indústria nacional no pós-guerra; a indústria brasileira ficara completamente vulnerável e incapaz de crescer, na ausência de mecanismos de defesa, só obtida quando da instituição do regime de licença-prévia tal como aplicado na CEXIM. Se o regime propiciou abusos inúmeros, deu a certas indústrias e industriais a segurança necessária para reinvestir, aplicar e reembolsar recursos de terceiros e progredir rapidamente. Mesmo com a instrução nº 70 da SUMOC de 1953, continuou-se a assegurar protecionismo através do regime de licença prévia, embora sob a capa de li-

berdade importatória; se esta existia "de jure", a realidade econômica continuava a garantir uma proteção "de facto" à indústria nacional, através dos ágios diferenciais e crescentes para as diferentes categorias;

(iv) o de esconder, tanto quanto possível, os efeitos da inflação sobre a taxa de câmbio - estabilização externa do cruzeiro (dólar prestígio);

(v) o de conter, na medida do possível, a remuneração dos exportadores a fim de evitar a alta interna dos preços dos produtos de exportação, e a fim de tornar desinflationário o saldo das operações de compra e venda de moeda estrangeira pelo Governo.

É fácil perceber que esses propósitos dificilmente se poderiam conciliar com os objetivos básicos de restaurar o equilíbrio do balanço de pagamentos e acelerar o ritmo de desenvolvimento econômico. Não é de estranhar, portanto, que do controle cambial tenham resultado vários subprodutos indesejáveis, tais como:

- (i) o desestímulo às exportações, provocado pela insistência do Governo em remunerar os exportadores com cruzeiros supervalorizados. A exportação brasileira sofreu ao longo desse período com a diferença entre o poder aquisitivo cada vez menor do cruzeiro e a fixação do seu valor cambial em níveis artificialmente altos. Todo o problema da exportação dependeu sempre da taxa de câmbio e do afastamento da mesma para a do mercado livre.
- (ii) o incentivo aos investimentos de baixa prioridade; impedir a importação de bens de consumo supérfluo pela imposição de tarifas aduaneiras ou taxas cambiais proibitivas é medida salutar, mas desde que acompanhada por uma pesada tributação dos similares produzidos no país. No Brasil, porém, os impostos sobre a produção e o consumo dos bens de luxo eram ridiculamente suaves. O resultado dessa descoordenação fiscal foi um enorme estímulo às indústrias de artigos supérfluos; eram as mais protegidas contra a concorrência externa, e goza-

vam da complacência dos tributos internos, excessivamente baixos para afastar os consumidores do mercado;

(iii) o desincentivo às substituições de importações mais prioritárias; o subsídio cambial a elas concedido tornava-as cada vez mais onerosas ao nosso balanço de pagamentos. Em primeiro lugar, porque se prejudicava o desenvolvimento da produção nacional substitutiva (este é um exemplo típico da política econômica às avessas: enquanto se concediam enormes estímulos à produção nacional de bens de consumo supérfluo, desincentivava-se a dos produtos mais essenciais).

Em segundo lugar, porque se tornava desinteressante a opção pelo uso de tecnologias que poupassem as importações contempladas com o subsídio cambial. E, finalmente, porque se criavam hábitos de consumo exagerado de algumas dessas importações (exemplo típico : papel de jornal). Nos últimos anos do controle cambial o Governo procurou compensar o desestímulo à produção substitutiva dessas importações, quer instituindo diferen -

ciais de tributação em favor da produção nacional (caso dos derivados de petróleo), quer subsidiando diretamente os similares produzidos no país (caso do trigo, do papel para jornal), quer ainda recusando o subsídio cambial àquelas importações que pudessem ser substituídas, nas quantidades e qualidades requeridas, por produtos da indústria nacional (caso dos bens de capital) (8). A compensação, no entanto, foi apenas parcial. Frequentemente, os diferenciais tributários eram recebidos com atraso. Muitas vezes, também os com

-
- (8) Na instrução do assunto, funcionava a Seção de Inquéritos e Pesquisas que apurava inicialmente se a escassez do produto redundava em danos para a economia nacional; em seguida, estudava-se a existência ou não de produção nacional substitutiva em qualidade e quantidade e, finalmente, no caso de reconhecida a necessidade de importação, fixava-se a quantidade e a moeda (convertível ou inconvertível) de acordo com as necessidades do mercado apuradas segundo o critério da tradição.

pradores de bens de capital sofisticavam desnecessariamente as especificações, de modo a não encontrar similar nacional e conseguir, com isso, licenças para importação.

- (iv) o desestímulo ao afluxo e o incentivo ao êxodo dos capitais estrangeiros, provocado pela supervalorização da taxa de câmbio.

Até 1953, enquanto apesar da desvalorização interna do cruzeiros, o dólar se mantinha congelado em menos de Cr\$ 20,00, tivemos um saldo fortemente negativo no balanço de capitais. A situação melhorou consideravelmente desde que se criou o mercado livre e, principalmente, com a Instrução 113 da SUMOC em fevereiro de 1955 que estabeleceu critérios para a aprovação dos investimentos de capital estrangeiro e para registro ao câmbio livre de financiamentos relativos à importação de equipamentos para certas indústrias, enquanto se mantinha o câmbio de custo para outras e o regime de cinco categorias para as importações com cobertura ime

diata. Ainda assim, todavia, durante a vigência do sistema de taxas múltiplas, o governo interveio repetidas vezes no mercado livre, procurando evitar a subida do dólar conseqüente à inflação; para isso, vendia nesse mercado (onde as compras se destinavam quase que exclusivamente às remessas de lucros, às saídas de capitais e às despesas de turismo) recursos em divisas que normalmente deveriam alimentar os leilões de câmbio para a importação. A medida era, basicamente, de motivação política: o povo tem o hábito de encarar o dólar do mercado livre como um indicador da inflação e o Governo, dentro de suas práticas habituais, não contendo as causas, procurava esconder os sintomas. Economicamente, isso não passava de uma insensatez. Nem ao menos se tratava de um subsídio às importações, mas apenas ao turismo, às remessas de lucros e às saídas de capitais (9);

(9) Uma forma cômoda e abusiva de remessas injustificadas de lucros, era a do pagamento de "royalties" e de ser-

(v) as incongruências de tratamento cambial; o sistema de taxas múltiplas, adotado a partir de 1953, com a complicação de seus mecanismos não tardou a criar uma série de incongruências de tratamento cambial. A título de exemplo, até o início de 1961 o dólar do mercado livre, pelo qual se remetiam os lucros e se compravam divisas para turismo, era mais barato do que o da categoria geral, pelo qual se importavam máquinas (não contempladas com o subsídio do câmbio de custo), equipamentos e matérias-primas essenciais para o país, conforme mostram os dados do Quadro I a seguir :

(9) viços técnicos fora das proporções usuais; patentes estrangeiras caídas no domínio público tinham ainda sua utilização paga por filiais brasileiras; e, antes de as remessas financeiras serem colocadas no mercado livre de câmbio pela Lei 1807 de 07.01.1953, todos esses pagamentos mereciam registro e prioridade ao amparo de câmbio oficial.

Q U A D R O I
COTAÇÃO DO DÓLAR (1953 a 1960)

ANO MES	MERCADO	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
JAN.	I	18.72	53.52	75.97	101.25	83.97	111.66	244.61	208.54
	L	38.30	55.00	75.30	72.50	65.70	98.00	146.50	186.00
	PRE	104.6	2.8	-0.9	-28.4	-21.8	-12.2	-40.1	-10.8
FEV.	I	41.20	61.67	87.27	119.39	86.26	130.60	280.07	214.25
	L	41.20	60.50	77.80	71.50	66.50	99.50	141.50	186.20
	PRE	0.0	-1.9	-10.9	-40.1	-22.9	-23.8	-49.5	-13.1
MAR.	I	48.0	58.89	104.57	107.05	84.92	137.00	291.63	243.75
	L	48.0	58.30	82.80	74.30	66.50	109.00	141.00	192.00
	PRE	0.0	-0.9	-20.8	-30.6	-21.7	-20.4	-51.7	-21.2
ABR.	I	42.80	50.93	105.46	145.00	85.72	158.10	238.51	241.82
	L	42.80	53.50	81.00	80.50	70.00	124.50	139.00	189.00
	PRE	0.0	5.0	-23.2	-44.5	-18.3	-21.3	-41.7	-21.8
MAI.	I	47.00	49.02	105.43	147.61	84.43	149.98	194.32	237.63
	L	47.00	57.00	81.30	84.00	74.20	125.50	133.00	185.50
	PRE	0.0	16.3	-22.9	-43.1	-12.1	-16.3	-31.6	-21.9
JUN.	I	47.73	49.14	103.47	137.11	84.02	150.20	183.20	231.92
	L	44.50	59.50	77.00	83.50	72.00	134.50	149.50	187.50
	PRE	-6.8	21.1	-25.6	-39.1	-14.3	-10.5	-18.4	-19.2
JUL.	I	43.28	58.04	102.90	114.79	88.54	156.14	182.23	228.75
	L	42.50	62.50	73.00	77.50	74.50	135.50	154.50	185.80
	PRE	-1.8	7.7	-29.1	-32.5	-15.9	-13.2	-15.2	-18.8
AGO.	I	39.67	65.10	109.93	105.61	108.39	169.38	177.13	228.36
	L	39.50	63.00	70.00	74.20	79.50	168.00	155.50	187.00
	PRE	-0.4	-3.2	-36.3	-29.7	-26.7	-0.8	-12.2	-18.1

COTAÇÃO DO DÓLAR (1953 a 1960)

ANO MÊS	MERCADO	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960
SET	I	38.55	63.17	97.24	99.81	89.42	209.66	216.42	228.75
	L	38.80	63.50	69.00	69.50	83.00	158.00	167.00	191.50
	PRE	3.2	0.5	-29.0	-30.4	-7.2	-24.6	-22.8	-16.3
OUT	I	47.51	67.31	100.11	91.68	83.02	204.78	221.62	228.92
	L	47.00	66.50	67.20	68.20	87.30	147.50	186.00	191.50
	PRE	-1.1	-1.2	-32.9	-25.6	5.2	-28.0	-16.1	-16.3
NOV	I	52.72	91.82	99.62	88.08	79.42	198.98	212.24	228.92
	L	53.00	74.40	66.80	67.50	91.50	140.40	198.00	194.50
	PRE	0.5	-19.0	-32.9	-23.4	15.2	-29.4	-6.7	-15.0
DEZ	I	47.71	79.80	90.92	86.30	86.32	209.57	209.06	228.92
	L	56.50	76.50	67.50	66.50	91.00	141.50	203.00	205.50
	PRE	18.4	-4.1	-25.8	-22.9	5.4	-32.5	-2.9	-10.2

NOTA: PRE = (L-I)/I

OBSERVAÇÕES SOBRE O QUADRO I

I Câmbio para importações em geral - referente a operações de venda de câmbio - excetuando-se aquelas que tivessem tratamento cambial favorável (igual ao de importações governamentais) ou desfavorável (a categoria especial). Trata-se de médias das cotações diárias, salvo anotação em contrário.

- Janeiro de 1953 : Mercado livre, depois chamado "Mercado Oficial" com taxa fixada pelo governo. Fonte: International Financial Statistics do FMI.

- Fevereiro de 1953 a Maio de 1953: Cotação do Mercado Livre no Rio de Janeiro (outros bancos, venda, fechamento, último dia do mês). Fonte: Boletim da SUMOC.

- Junho de 1953 a Setembro de 1953: Mercado livre no Rio de Janeiro. Fonte: Mensário Estatístico do SEEF.

- Outubro de 1953 a Agosto de 1957: Média ponderada dos ângios das 5 categorias no Rio de Janeiro, acrescida da taxa oficial em vigor. Fonte: Conjuntura Econômica (CE).

- Setembro de 1957 a Dezembro de 1960: Idem, para a cate-

goria geral apenas. O dado de dezembro de 1960 é para todas as bolsas do país. Fonte: CE.

L Câmbio livre, para transferências financeiras particulares - referente a operações de venda de câmbio. As cotações são do último dia de cada mês. O termo "livre" aqui empregado significa o mercado que realmente independe de qualquer ato governamental, salvo eventualmente o levantamento estatístico.

- Janeiro de 1953: Mercado negro. Fonte: IFS, sob o nome de "curb rate".

- Fevereiro de 1953 a dezembro de 1960: Mercado Livre.

Fonte: Boletim da SUMOC.

3.3 O período do controle quantitativo das importações com taxas cambiais fixas - Junho de 1947 a Janeiro de 1953.

De todas as etapas de nosso controle cambial, a que provavelmente provocou maiores distorções no sistema de preços, na orientação das atividades econômicas e na estrutura do nosso balanço de pagamentos, foi a que se iniciou em junho

de 1947, estendendo-se até janeiro de 1953. Sua característica básica foi a imobilização da taxa de câmbio em torno da paridade de Cr\$ 18,00 por dólar declarada ao Fundo Monetário Internacional, ao mesmo tempo em que o nível interno de preços era continuamente impelido pela inflação (entre junho de 1947 e janeiro de 1953 o custo de vida no então Estado da Guanabara subiu de 67%). O êxito desse sistema de controle cambial dependia em grande parte de três fatores. Primeiro, os bancos comerciais teriam de prestar uma colaboração total, embora o Banco do Brasil exigisse relatórios sobre a espécie e o volume das operações cambiais. Segundo, a saturação da alta procura por importações. Terceiro, a ausência de uma psicologia de fuga de capitais e da compra especulativa de importações.

Porém, a inadequação das medidas tomadas com vistas a equilibrar as contas de comércio exterior ficou evidente pelos resultados dessa política de imobilização da taxa cambial

durante a inflação: desestimularam-se as exportações e as entradas de capitais estrangeiros, uma vez que os exportadores tinham de vender todos os resultados da exportação aos bancos autorizados à taxa oficial, além do que os exportadores eram obrigados a investir 20% dos resultados da exportação a 3% e 120 dias em notas do Tesouro Nacional; incentivaram-se as importações e as remessas de capitais e lucros a um ponto tal que se tornou necessário contê-las por restrições quantitativas, pois pelo novo sistema cambial, os exportadores podiam vender o restante do seu câmbio ao público de conformidade com uma lista de prioridades de pagamento. A lista de prioridades continha importações essenciais, seguidas de transferências de capital, lucros, juros e dividendos até determinado limite. As importações não essenciais situavam-se na lista antes de viagem e outros itens de "serviços" mencionados. É bem verdade, a categoria I, de importações essenciais, recebia 70% do câmbio total depois de a

tendidas as necessidades do governo (9a); excitou-se, finalmente, o desenvolvimento de um mercado negro de câmbio onde, naturalmente, as moedas estrangeiras eram cotadas muito acima do seu valor legal. O controle quantitativo das importações iniciou-se em junho de 1947 sob a forma amena de filas de câmbio. Em tese, qualquer importação era permitida, mas os importadores eram obrigados a sujeitar-se às filas para compra de divisas, as quais eram organizadas de acordo com a prioridade e a antiguidade dos pedidos. As importações de bens de consumo su-

(9a) Cabe aqui observar que as "operações vinculadas" mencionadas, a despeito do que se comentou sobre a penalização das exportações até janeiro de 1953, foram a única modalidade de incentivo cambial às exportações; e ainda assim, menos por iniciativa do Governo do que pela do setor privado. Exportador e importador combinavam negociar, entre si, as cambiais na base de um dólar superior ao do mercado oficial.

pêrfluo não eram proibidas mas desestimulavam-se pela longa espera nas filas. Apesar deste controle, as reservas utilizáveis (conversíveis) caíram a níveis ainda mais perigosos em princípios de 1948. O déficit da balança comercial em moeda conversível para o ano de 1947 foi de US\$ 313,2 milhões (10). Não havendo, por outro lado, restrições às transferências, a principal falha do sistema era a ausência de controle de tempo sobre as importações que podiam entrar livremente no país desde que os exportadores estrangeiros estivessem dispostos a esperar pelo pagamento. As mercadorias ficavam retidas no cais até que os importadores obtivessem o câmbio necessário (11). Faturas por pagar acumulavam-se nos bancos brasileiros.

Em dezembro de 1947 o montante de faturas a pagar atingia a mais de US\$ 100 milhões e os atrasos no recebimento de câmbio do Banco do Brasil iam a quatro meses (12). Outros

(10) Fonte: Apêndice do Anuário Estatístico de 1960, IBGE. A taxa de câmbio utilizada foi de 18,48 cruzeiros por dólar.

problemas foram criados por esses controles frouxos. Não havia um meio efetivo de conferir todas as transações dos bancos comerciais no tocante ao câmbio e ocorriam inúmeras infrações nos regulamentos. Em fevereiro de 1948, mediante o quadro acima descrito, o Governo resolveu substituir o sistema das filas por um controle mais drástico: tanto as importações quanto as exportações passaram a submeter-se ao regime de licença prévia. Os controles seriam exercidos através da CEXIM e da FIBAN. Tal sistema perdurou por todo o resto do período em análise. Ostensivamente as autoridades estavam, então, dotadas da força adequada para controlar as importações. Uma vez que não era possível contratar câmbio sem uma licença oficial, estava fechada a saída do antigo sistema, pela qual os exportadores estrangeiros limitavam-se a esperar o pagamento enquanto os brasileiros importavam em larga escala sem cobertura cambial. Durante o período de monopólio de câmbio e de taxa única em vigor até outubro de 1953, estabe-

(11) Uma larga parcela destes atribuída a artigos de luxo.

leceu-se um conjunto de critérios normativos em que, muitas vezes, simplesmente, nos chamados critérios impeditivos, se negava câmbio para importação de mercadorias de produção interna considerada satisfatória, mesmo que o importador, por motivos de melhor qualidade do artigo estrangeiro ou de um melhor conhecimento do mesmo, estivesse disposto a suportar grandes diferenças de preços; para outras só se permitia a aquisição em moedas fracas, numa seleção minuciosa de mercadorias, origens e quantidades. Além disso, tal como no antigo sistema, as transações privadas eram proibidas. Os bancos autorizados eram também obrigados a depositar no Tesouro Cr\$ 1 milhão ao valor de paridade em títulos da Dívida Pública Federal. E as agências de turismo e de viagens autorizadas a comprar e vender moeda estrangeira eram obrigadas a depositar Cr\$ 250 milhões nesses mesmos títulos. Durante os anos de 1948, 1949 e 1950 a CEXIM apertou bastante seus controles a ponto de conseguir reequilibrar o balan-

(12) Fonte: Documento não divulgado do Central Hanover Bank and Trust Co., 1947, pp. 2 e 3.

ço de pagamento saldando, inclusive, a maior parte dos atrasados comerciais dos anos anteriores. A contenção de importações custava à economia brasileira uma boa dose de sacrifícios que, decerto, teriam sido muito melhor distribuídos caso o Governo não insistisse em manter imóvel a taxa de câmbio. O principal critério de distribuição de cambiais pela CEXIM era o da tradição; cada importador teria direito a uma certa quota em divisas proporcional ao seu volume de transações registrado antes da introdução do sistema de licenciamento. Conquanto se abrissem exceções a esse critério, é fácil perceber que ele dava margem a algumas importações desnecessárias, ao mesmo tempo que tolhia outras de maior prioridade. Em particular, tornava bastante difícil o desenvolvimento de novas indústrias que dependessem de suprimentos do exterior. Adicionalmente, o regime propiciou abusos inúmeros originados no alto valor de uma licença de câmbio em relação ao seu preço baixo. Exemplo disso estava no fato de que tal sistema tornava os funcionários que controlavam as

licenças de câmbio extremamente suscetíveis ao suborno por parte dos importadores, sempre prontos a pagar altos prêmios por ela. Em 1951 decidiu-se proceder a uma liberação de importações, tendo em vista obter um efeito anti-inflacionário, uma reposição de estoques e o receio de que a Guerra da Coréia se alastrasse num novo conflito mundial, o que levaria a uma futura escassez de suprimentos do exterior, tal como ocorrera em 1939. O resultado é que as importações, que até então se mantinham entre 900 e 950 milhões de dólares anuais, passavam para 1703 milhões em 1951 e 1702 milhões em 1952 (valores FOB). Parte desse aumento foi compensado pelo incremento do valor das exportações conseqüente à excepcional elevação das cotações internacionais do café; grande parte, porém, teve que ser financiada com atrasados comerciais e financiamentos oficiais compensatórios. O déficit do balanço de pagamentos chegou a 291 milhões de dólares em 1951 e a 615 milhões de dólares em 1952.

A segunda consequência natural da imobilização da taxa de câmbio durante a inflação deveria ser o declínio das exportações. Em volume físico, elas de fato caíram de 36% entre 1948 e 1952. Em condições normais, isto teria provocado uma queda da receita cambial suficientemente acentuada para convencer o Governo de que era necessário reajustar a taxa de câmbio. No entanto, entre 1948 e 1952 ocorreu uma extraordinária elevação das cotações externas do café, desencadeada com o esgotamento dos estoques do Departamento Nacional do Café e reforçada pela exigüidade da colheita de 1949. Assim, embora entre 1948 e 1952 a quantidade exportada desse produto tivesse caído de 10%, o seu valor em divisas aumentou de 113%, em virtude de os preços se terem elevado de 137%. Isso mais do que compensou a queda das demais exportações brasileiras, de modo que a receita cambial, ao invés de baixar, aumentou, conforme indica o Quadro II a seguir :

Q U A D R O II

ANO	EXPORTAÇÕES (MILHÕES DE DÓLARES-VALORES FOB)		
	<u>CAFÉ</u>	<u>OUTROS</u>	<u>TOTAL</u>
1947	417	740	1157
1948	491	692	1183
1949	633	467	1100
1950	864	495	1359
1951	1061	709	1770
1952	1046	370	1416

Fonte: Boletim da SUMOC

Essa alta de preços do café incutiu nos dirigentes brasileiros várias ilusões extremamente perniciosas. Uma delas foi a crença de que a maneira natural de neutralizar o impacto da inflação sobre as exportações não era a desvalorização cambial e, sim, a alta dos preços externos; essa ilusão custou-nos um enorme desestímulo a quase todas as exportações além do café. Em particular, desviou para o suprimento do mercado interno muitos investimentos que normalmente se teriam destinado ao setor de exportação. A ilusão nutrida pelas autoridades governamentais sobre a inelasticidade-preço do café, espe-

cificamente, levou o Governo a fomentar a especulação altis
ta dos preços do café, e que iria atingir o auge em 1954,
quando a cotação da Bolsa de Nova York chegou a 89 cents por
libra-peso. Contudo, o Governo se esquecia de que os coefi-
cientes de elasticidade não são os mesmos a curto e a longo
prazo. As conseqüências, que não tardaram a ocorrer, e que
tão bem conhecemos foram o estímulo à concorrência interna-
cional, a perda pelo Brasil de grande parte da sua participa-
ção no suprimento mundial do café e o fomento de uma enorme
superprodução da qual seríamos a maior vítima.

Ressalte-se, também, que as "operações vinculadas" já
mencionadas, instituídas com o objetivo de estimular as ex -
portações via câmbio, mantidas sob o controle da CEXIM, fo-
ram tratadas, durante algum tempo, com bastante critério e
austeridade, exigindo que realmente se envolvessem exporta-
ções de produtos gravosos e importações de pelo menos um cer-
to grau de essencialidade. O sistema, todavia, não tardou a
desmoralizar-se, dando margem a inúmeros abusos e fraudes.

Por outro lado, a taxa de câmbio supervalorizada representava um incentivo negativo à entrada de capitais. Os investimentos de capital estrangeiro privado nunca excederam os US\$ 50 milhões em ano nenhum do período e, em geral, constituíam apenas uma pequena parcela desse montante. Em parte responsável por essa situação era o controle legal a que as remessas de lucros e o retorno dos capitais estavam sujeitos; de acordo com a Instrução nº 25 da SUMOC de 03/06/1947, as primeiras não podiam exceder 8% ao ano sobre o capital registrado, e as transferências para amortização limitavam-se anualmente a 20%. É muito provável que, se em vez dessas restrições quantitativas, se tivesse uma taxa de câmbio realista, fossem muito menores tanto as remessas de lucros como as repatriações de capital; e, certamente, seriam muito maiores os investimentos diretos estrangeiros (privados) que, a título de exemplo, em 1951 chegaram a ser negativos em US\$ 4 milhões.

Finalmente, inevitável, embora tenha sido a menos nociva das conseqüências da política cambial do período junho de ...

1947/janeiro de 1953, foi o desenvolvimento de um mercado negro de câmbio, o qual funcionou normalmente até 21 de fevereiro de 1953, quando foi regulamentada a Lei nº 1807, de 7 de janeiro daquele ano, com a instituição do mercado livre.

Podemos distinguir duas situações básicas em que tal mercado proliferou: a primeira foi o mercado que funcionava nos principais canais bancários e era incentivado pelos regulamentos que permitiam aos bancos autorizados reter certa percentagem de câmbio adquirido dos exportadores e vendê-los aos comerciantes; a outra, tinha a aparência de um mercado livre porque as taxas de câmbio eram cotadas livremente pelas agências de viagens e de turismo, hotéis, lojas e alguns bancos pequenos.

Nesta última situação mencionada acima, o mercado negro abastecia-se principalmente junto aos turistas (ordens de pagamento, cheques de viagem e cheques simples) e aos exportadores (através de saldos no exterior acumulados através de acordos privados de compensação). Estima-se que os turistas

trouxeram cerca de US\$ 4,5 milhões em 1947 e US\$ 7,5 milhões em 1948. Mas o Banco do Brasil recebeu apenas US\$ 858.000 no primeiro semestre de 1948. Essa perda líquida de câmbio era importante porque constituía quase 20% do déficit do Balanço de Pagamentos de 1948 (12a).

Quanto às perdas de câmbio resultantes de contas mantidas no exterior por brasileiros, o processo era o seguinte: os exportadores subfaturavam suas vendas. A diferença era paga à sua conta no exterior. Os dólares provenientes dessas contas eram então vendidos aos importadores de bens de luxo. As autoridades admitiam que era muito difícil descobrir o subfaturamento, especialmente quando ocorriam grandes variações de preços.

Com relação aos produtos gravosos de exportação, especifica-

-
- (12a) Estimativas apresentadas num documento não divulgado do Banco do Brasil. O déficit do Balanço de Pagamentos de 1948 era de US\$ 558 milhões, medido pelo financiamento compensatório.

mente, muitos deles só podiam ser vendidos com prejuízo devido aos custos inflacionados da produção. Frequentemente informava-se que os gravosos saíam clandestinamente do país, do contrário, não eram exportados. Evidentemente, qualquer receita daí advinda acabava fluindo para o mercado negro de dólares. Que havia forte incentivo a essa maneira de agir despreende-se da comparação entre a taxa efetiva de compra do dólar e a taxa oficial medida pela diferença percentual entre as duas taxas a que denominaremos de ágio, cujos valores são apresentados no Quadro III em anexo.

Havia, também, o outro lado da moeda: o superfaturamento das importações. Faltavam à CEXIM elementos para fazer juízo dos preços pedidos por equipamentos industriais completos e certos bens de produção; as tentativas de superfaturamento eram constantes e inúmeras foram coroadas de êxito, com considerável evasão de divisas.

Quando o investidor era nacional, as divisas excedentes re tornavam para venda ao câmbio negro do Rio de Janeiro e ou

tras cidades; no caso do investidor estrangeiro, tal superfaturamento foi meio de remessa de excessos de lucros às matrizes ou de obter financiamento das novas iniciativas à custa da diferença entre o dólar livre e o dólar-prestígio do câmbio oficial fixado pelo Acordo de Bretton-Woods. As autoridades não ignoravam essas atividades mas estas eram muito difíceis de coibir, mesmo se isso tivesse sido tentado com rigor. A Carteira de Exportação e Importação do Banco do Brasil (CEXIM) afirmou em diversas ocasiões que com os meios de que dispunha, poderia descobrir muito poucas práticas fraudulentas, a menos que conhecesse as cotações precisas por parte de todos os negociantes (13).

No caso do mercado negro em funcionamento nos principais canais bancários, por sua vez, este existia nas mercadorias em que a percentagem de câmbio atribuída aos Bancos comerciais pelas autoridades era insuficiente para cobrir as necessidades de importações autorizadas dos comerciantes. A cota de 25% em vigor em princípios de 1948 era mais do que suficiente para centros exportadores como Santos, Bahia e Belém.

(13) Ver Relatório de 1951, CEXIM, Banco do Brasil.

QUADRO IIIÁGIO DO DÓLAR NO PERÍODO SETEMBRO/1947 A JANEIRO/1953(PERCENTAGEM)

ANO MESES	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953
JAN		23.7	41.6	61.1	65.6	66.9	104.6
FEV		23.9	46.9	76.3	56.3	73.6	
MAR.		33.5	53.6	73.3	73.6	81.6	
ABR.		34.9	52.2	74.7	73.6	81.6	
MAI.		41.6	54.9	79.0	73.1	83.0	
JUN.		44.2	62.9	78.2	60.3	77.9	
JUL.		46.9	65.6	64.0	54.9	79.0	
AGO.		70.9	61.6	69.1	53.8	76.3	
SET.	22.9	65.6	66.9	72.3	57.6	85.9	
OUT	20.2	62.9	73.6	77.1	49.6	100.3	
NOV.	22.9	49.6	44.2	80.6	56.0	97.6	
DEZ.	24.2	41.8	64.3	70.9	60.3	95.0	

Fonte: Conjuntura Econômica Setembro/1963 (14)

(14) Para o mercado oficial, a taxa mensal é a média das cotações diárias; a taxa do câmbio negro é a cotação do último dia de cada mês.

Mas nos centros predominantemente importadores, tais como Rio, São Paulo e Porto Alegre, as necessidades de importações autorizadas não podiam ser preenchidas (15). Existiam também diferenças de tempo, porque alguns bancos cumpriam com rigor maior os regulamentos. Os períodos de espera de câmbio em outubro de 1948 figuram no Quadro IV.

QUADRO IV
PERÍODO DE ESPERA DE CÂMBIO EM MESES

	CATEGORIA I	CATEGORIA IV
Rio	5	5 1/2
Porto Alegre	4 1/2	8
São Paulo	2 1/2	3 1/2
Bahia	0	0
Belém	0	0

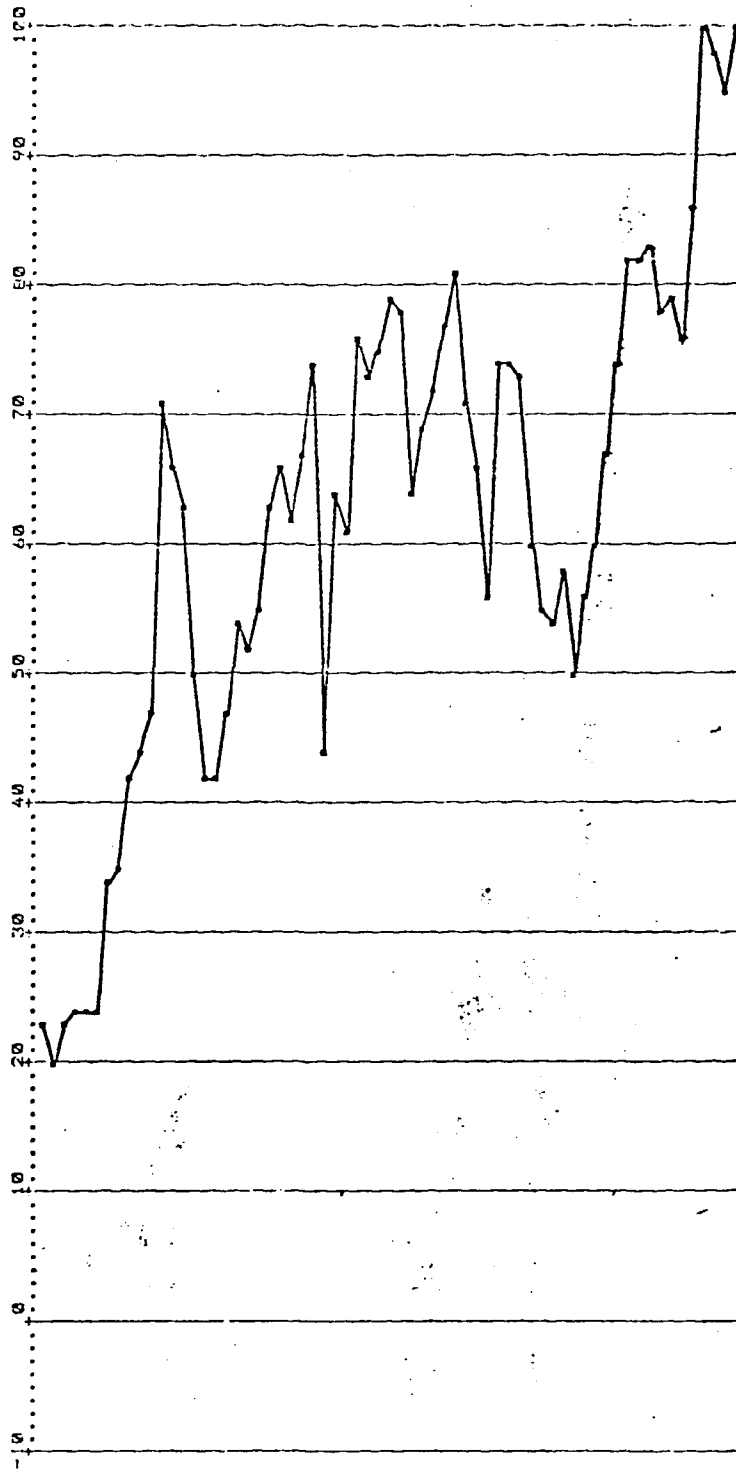
-
- (15) O mecanismo da transferência de câmbio estrangeiro entre bancos existia mas era pouco utilizado desde que o Banco do Brasil tinha prioridade sobre as ofertas e comprava todo o câmbio oferecido. Parece também que muitos Bancos Comerciais tinham notificado seus correspondentes estrangeiros que não lhes endereçassem as cobranças.

Fonte: Donald L.Huddle, Balanço de pagamentos e controle de câmbio no Brasil, diretrizes políticas e história, 1946/1954.

Essa diferença de tempo fazia com que certos bancos pudessem pagar um prêmio aos exportadores e em seguida recuperar um prêmio sobre câmbio liberado imediatamente. A licença de retenção dos 25% juntamente com as falhas do câmbio permitiam que os bancos obtivessem enormes lucros às custas do público. Parece que a "parcela" dos bancos comerciais representava cerca de 5.4% do resultado total das exportações. O fato é que este mercado negro resultava primordialmente da distribuição injusta das cotas de câmbio aos Bancos.

O comportamento do ágio do dólar no câmbio negro para o período de junho de 1947 a janeiro de 1953 apresentado no Quadro III e melhor visualizado no gráfico 2, tem sua explicação básica no distanciamento cada vez mais pronunciado da taxa oficial mantida fixa ao longo de todo o período - em relação à taxa que garantisse a paridade do poder de compra do cruzeiro. Dado este pano de fundo, podemos procurar justifi-

Ágio mensal do paralelo - Setembro/1947 a Janeiro/1953



car alguns dos movimentos do ágio mensal com base nas medidas tomadas pelas autoridades governamentais.

Assim, entre fevereiro e março de 1948, o ágio, que se encontrava desde setembro de 1947 no patamar dos 20%, sobe de 23.9% para 33.5%, quando da substituição do sistema das filas para controle das importações pela licença prévia em 23 de fevereiro de 1948. Pelo decreto nº 25314, de 3 de agosto de 1948, incluem-se no regime de licença prévia, de que trata a Lei nº 262 de 23 de fevereiro de 1948, importações de vários produtos que menciona; é possível que tal medida tenha contribuído para explicar a subida do ágio de 46.9% em julho para 70.9% em agosto de 1948, quando o ágio atinge um pico para, em seguida, voltar a cair. A partir do início de 1951 - com a liberação das importações - até janeiro de 1952, o ágio se mantém sempre abaixo do pico de 80.6% alcançado em novembro de 1950, pouco antes da liberação das importações pela CEXIM. Em 1º de janeiro de 1952, quando o imposto sobre remessas subiu de 5 para 8%, elevando a taxa de câmbio efetiva de Cr\$ 19,656

(Cr\$ 18,72 por US\$ 1 + imposto sobre remessas de 5%) para Cr\$ 20,2176 por dólar, o ágio sobe, o que continua fazendo até atingir o pico de 100.3% em outubro de 1952. É possível que este pico reflita, até certo ponto a expectativa e a antecipação da mudança no regime cambial em função dos problemas de balanço de pagamentos existentes. Em 5 de dezembro de 1952 a apresentou-se ao Congresso a proposta do mercado de câmbio livre para algumas transações; esta foi assinada em 7 de janeiro de 1953, mês em que o ágio atingiu o seu valor máximo para todo o período em estudo-de 104.6% - e foi colocada em execução em 21 de fevereiro de 1953 quando, como não poderia deixar de acontecer, o ágio cai a zero, com a elevação da cotação oficial do dólar de Cr\$ 18,72 para Cr\$ 41,20, valor este 7.6% superior à cotação do câmbio negro de Cr\$ 38,30 para o mês de janeiro imediatamente anterior.

3.4 A Instituição do Mercado Livre- O período das Taxas Mistas de Exportação - Janeiro a Outubro de 1953.

Em janeiro de 1953, o Governo Brasileiro dava o primeiro pas

so importante no sentido da adoção de um sistema cambial flexível, promulgando a Lei 1807 que criava o mercado livre de câmbio. Por esse mercado, onde o preço da moeda estrangeira passava a determinar-se pelo livre jogo de oferta e procura, poderiam processar-se, sem qualquer restrição, as entradas e saídas de capitais e de seus rendimentos, os donativos internacionais, a compra e venda de divisas para turismo e outras transações de natureza estritamente financeira. As importações continuavam sujeitas ao controle da CEXIM, realizando-se à taxa oficial de paridade (Cr\$ 18,72 por dólar). As exportações também continuavam sob o mesmo regime; no entanto, no caso dos produtos gravosos, o Conselho da SUMOC poderia transferi-las, parcial ou totalmente, para o mercado livre. Com vistas a encorajar todas as exportações, especialmente dos produtos gravosos, até 50% dos resultados dos gravosos poderiam ser vendidos no câmbio livre o qual foi logo cotado em cerca de 120% acima da taxa oficial. Assim, criou-se um novo sistema de taxas mistas: parte das cambiais

de exportação desses produtos seriam negociadas à taxa oficial, e parte à taxa do mercado livre. Mais especificamente, de acordo com a instrução nº 48, baixada pela SUMOC em fevereiro de 1953, os produtos gravosos ficaram divididos em três categorias: para os da primeira, permitia-se que 15% das cambiais fossem negociadas no mercado de taxa livre; para os da segunda, 30% e para os da terceira, 50%.

Várias instruções posteriores ampliaram a lista dos gravosos e, ao cabo de algum tempo, todos eles foram transferidos para a terceira categoria, isto é, passaram a ter 50% de suas cambiais negociadas no mercado livre. Quanto às exportações de produtos não gravosos, como o café, o cacau, o algodão e outros, a Lei nº 1807 exigia a sua negociação pelo mercado da taxa oficial. Não obstante, com a permissão explícita da Carteira de Câmbio, desenvolveu-se uma transferência parcial para o mercado livre através do chamado sistema da "pauta mínima": os exportadores ficariam obrigados a vender no mercado oficial apenas as divisas correspondentes a determinados preços mínimos, sendo-lhes facultado dispor particularmente das

divisas excedentes. Finalmente, as amortizações e juros dos empréstimos estrangeiros e as remessas de lucros dos investimentos de capital externo poderiam ser remetidos à taxa de mercado oficial desde que fossem considerados essenciais ao desenvolvimento econômico do país (a juízo da SUMOC) e desde que os juros não excedessem 8% ao ano, quando se tratasse de empréstimos, e que as remessas não excedessem 10% ao ano sobre o capital, quando se tratasse de investimentos diretos.

O novo regime canalizou o câmbio negro para o mercado livre. Além disso, a saída livre de capital e invisíveis encorajaria a entrada de capitais estrangeiros, incluindo a repatriação de capital retido por brasileiros no exterior, através do mercado livre, dessa forma provendo recursos para as importações. Houve alguma redução da procura de importações através do deslocamento destas para o mercado livre de taxa mais elevada. As importações passaram a prover o Governo dos lucros da escassez que antes iam parar nas mãos de importadores favorecidos. O ágio do dólar no mercado livre passou, a

partir de fevereiro de 1953, como já se disse anteriormente, a ser nulo, assim se mantendo até junho daquele ano (veja o Gráfico 2 apresentado). Desde junho, infelizmente, o Governo no se mostrou preocupado em conter a taxa do dólar livre e, para isso, tratou de alimentá-lo com divisas obtidas no oficial. Conforme o Quadro V a seguir, em alguns meses entre junho e outubro de 1953, por conta de uma ativa intervenção no mercado por parte das autoridades cambiais, o ágio no mercado livre mostrou-se negativo. Essa manobra ditada por motivações psicológicas e políticas, de um lado minguou o estímulo às exportações e aos afluxos de capitais e, de outro lado, criou vários estímulos indesejáveis ao turismo, às remessas de lucros e a outras transferências de renda para o exterior.

Q U A D R O V

ÁGIO DO DÓLAR - 1953 - PERCENTAGEM

JAN.	FEV.	MAR.	ABR.	MAI.	JUN.	JUL.	AGO.	SET.	OUT.
104.6	0.0	0.0	0.0	0.0	-6.8	-1.8	-0.4	3.2	-1.1

Obs.:

Janeiro/1953 - O ágio é a diferença percentual entre a cotação do dólar nos mercados de câmbio negro e de câmbio oficial.

Fevereiro/1953 a Outubro/1953 - O ágio é a diferença percentual entre a cotação do dólar nos mercados de câmbio livre e de câmbio para importação.

Fonte: Conjuntura Econômica.

Em outubro de 1953, o sistema de mercado livre flutuante com controles quantitativos foi bruscamente abolido. Apesar de alguns êxitos na movimentação das exportações, redução das importações e atração de capitais estrangeiros (no último semestre de 1953), havia uma insatisfação crescente com o sistema de licença prévia. E, apesar da "regra da tradição" (uma média de importações anuais superior às do período trienal anterior) ser teoricamente obedecida na concessão das licenças de importação, muitos importadores não tinham obtido as quantidades que julgavam necessárias ou justas. Sabia-se que os importadores que não se negavam a pagar a certos fun -

cionários bonificações, recebiam licenças de câmbio sem nenhuma demora. O mercado não oficial de licenças de câmbio estava bem organizado e variava de acordo com a oferta e procura. Os preços variavam e dizia-se que chegavam a atingir até 30% do valor da licença (16).

3.5 A Primeira Fase do Sistema de Taxas Múltiplas - Outubro de 1953 a Agosto de 1957.

A necessidade de comprimir importações desde fins de 1953 devido a atrasados comerciais provocou uma tremenda irritação no comércio importador o que, junto com as acusações de favoritismo e corrupção, levou a instituição, em outubro de 1953, pela Instrução 70 da SUMOC, de um novo regime cambial e, logo depois, à substituição da CEXIM pela Carteira de Comércio

(16) Fontes: 1- Prática Cambial, Max Limonad, São Paulo, 1956, especialmente pp. 248-249 e 48-70.

2- Multiple exchange rate- The Brazilian Experience por E. Gudin, Economia Internazionale, agosto de 1956.

Exterior-CACEX. A essência desta reforma cambial era :

a) ficava extinto o controle quantitativo das importações e instituído o regime de leilões para a aquisição de cambiais de importações; os ágios pagos nas licitações cambiais de veriam ser utilizados para pagamento das bonificações aos produtos de exportação, segundo a categoria em que fossem colocados, postulando-se que os saldos seriam empregados pa ra financiar e tonificar as atividades agropecuárias do país.

b) as mercadorias de importação ficavam classificadas em cin co categorias (17), conforme o seu grau de essencialidade,

- (17) O regime das 5 categorias estabelecido pela Instrução 70 foi alvo entre 1953 e 1957 de outras Instruções da SUMOC tais como as 87 (20/03/54), 107 (19/10/54), 118 (22/06/55), 126 (27/01/56), 137 (08/08/56), 138 (20/09/56), 145 (28/03/57), mas os princípios que nortearam o estabelecimento das diferentes listas de mercadorias foram fundamentalmente os mesmos.

a cada uma delas correspondendo uma taxa cambial diferente, determinada nos leilões a serem promovidos pela Carteira de Câmbio; é bem verdade que a gradação nessas listas foi perturbada por se passar a levar em conta a existência do similar nacional; mas a consideração da essencialidade já estava largamente espalhada.

c) algumas importações consideradas preferenciais, como as do petróleo e derivados, papel imprensa e equipamentos considerados essenciais ao desenvolvimento do país ficavam dispensadas dos leilões, passando a realizar-se pela taxa do mercado oficial acrescida das sobretaxas que fossem determinadas pelo Conselho da SUMOC(18)-câmbio de custo. Para os fins de outorga de favores, distinguia a SUMOC os empreendimentos em três grandes classes: aqueles com especial interesse para o progresso do desenvolvimento econômico do país, aqueles com relevante interesse e aqueles sem interesse marcante, afora aqueles decididamente prejudiciais ou indiferentes;

(18) Foram, também, instituídos leilões especiais para certos produtos, a exemplo dos agropecuários, em que a cota de câmbio alocada tinha destinação específica; assim, não havia disputa dentro da categoria e os âgios se mantinham na vizinhança dos mínimos aceitáveis.

aos de especial interesse era outorgado o câmbio favorecido ou de custo com cobertura imediata ou diferida (registro de financiamento); aos de relevante interesse, o registro para reembolso pelo câmbio livre; os demais, então, eram denegados e, apenas aos indiferentes, era facultado o deferimento quando se tratava de capital estrangeiro.

d) extinguíam-se as taxas mistas, bem como o sistema de pauta mínima nas exportações; o Banco do Brasil readquiriria o monopólio da compra de cambiais de exportação, as quais passariam a ser negociadas à taxa oficial (cerca de Cr\$ 18,00 por dólar) acrescida de uma bonificação de Cr\$ 5,00 por dólar, no caso do café, e de Cr\$ 10,00 por dólar no caso dos demais produtos.

e) as transações de natureza estritamente financeira continuariam a realizar-se pelo mercado livre, nos termos da Lei nº 1807.

f) também nos termos da Lei nº 1807, poderiam processar-se pela taxa oficial, agora acrescida das sobretaxas determinadas pelo Conselho da SUMOC, as remessas de lucros, amortiza-

ções e juros correspondentes aos investimentos estrangeiros considerados essenciais ao desenvolvimento do país.

O sistema não tardou a receber uma série de acréscimos e modificações que o complicaram ainda mais.

Além daquelas já aqui mencionadas, estabeleceram-se ágios mínimos para os leilões de divisas que, com a inflação, foram repetidas vezes elevados por instruções da SUMOC. Também o regime de bonificações às exportações sofreu várias alterações; durante algum tempo se retornou ao sistema de mistura de taxas fixas com a do mercado livre, depois se abriram exceções, depois se revogaram essas exceções e assim por diante. Finalmente, a instrução 112 da SUMOC em janeiro de 1955, instituiu quatro categorias de exportação atribuindo a todas elas determinadas bonificações fixas. A inflação, naturalmente, exigiu que essas bonificações fossem reajustadas por várias instruções posteriores da SUMOC.

Desde 1953, pretendeu-se limitar a importação dentro do "quantum" disponível de divisas, só oferecendo moeda estrangeira para licitação cambial quando a mesma tivesse sido ge-

rada por exportações ou por operações financeiras de crédito. Ocorre, como vimos, que os atrasados comerciais, em consequência, se acumularam.

Esse regime continuou sem alterações de monta até agosto de 1954 quando, por morte do Presidente Vargas, ascendeu à Presidência da República, o Vice-Presidente Café Filho.

O crescimento vertiginoso da demanda de produtos manufaturados, ao passo que vinha favorecendo o crescimento acelerado da indústria tipicamente nacional sofria retardamento, se baseado na parca disponibilidade do capital interno, insuficiente para o estabelecimento de grandes indústrias, em moldes modernos, que exigem inversão a curto prazo. Daí a aspiração crescente do consumidor no sentido de que uma violenta expansão do parque industrial seria indispensável para o abastecimento interno, não obstante a resistência de certos grupos industriais nacionais, que exerciam um monopólio de fato em alguns setores da produção. Tal situação explica a razão das medidas tomadas para atração do capital estrangeiro: a nova administração manteve a orientação geral anterior, mas

para atender à circunstância apontada, procurou liberalizar o processo de entrada de capitais e investimentos estrangeiros, através da célebre Instrução 113 da SUMOC, de fevereiro de 1955. Tal instrução estabeleceu critérios para a aprovação dos investimentos de capital estrangeiro e para registro ao câmbio livre de financiamentos relativos à importação de equipamentos para certas indústrias, enquanto se mantinha o câmbio de custo para outras e o regime de cinco categorias para as importações com cobertura imediata. Tal providência estimulou um considerável afluxo de capitais estrangeiros nos anos seguintes.

É fácil avaliar o grau de complicação a que se conseguiu chegar com todas estas disposições.

Houve época em que se contavam no Brasil algumas dezenas de taxas de câmbio; a taxa oficial, a taxa oficial acrescida das sobretaxas mínimas, as taxas das cinco categorias de importações as quais variavam conforme a área de conversibilidade da moeda estrangeira, as taxas das quatro categorias de expor-

tação (que também variavam conforme se tratasse ou não de exportações para países de moeda conversível), as taxas dos leilões específicos, a taxa do mercado livre etc... Seria bastante fastidiosa a enumeração completa das minúcias de transformação do sistema cambial brasileiro nesse período.

As linhas gerais já foram descritas. Em resumo, podem-se notar os seguintes pontos positivos e negativos da sistemática estabelecida pela Instrução nº 70 e transformada alguns meses após em diploma legal pela Lei 2145 de dezembro de 1953:

1) - fez cessar o livre arbítrio de um grupo de funcionários por vezes acusados de exercerem uma ditadura burocrática no controle da importação;

2) - fez cessar o privilégio de cotas de importação atribuídas aos chamados "importadores tradicionais";

3) - substituiu o critério da tradição, que tendia ao monopólio por parte de poucos, por um mecanismo, mais elástico, aberto a todos e representado pela compra em bolsa do direito a certa parcela das disponibilidades em moeda estrangeira, mecanismo teoricamente capaz de refletir as possibilidades de

colocação de venda de produtos classificados em categorias de câmbio em função de sua essencialidade; entretanto, o no vo mecanismo não eliminava, de todo, com a instituição de 5 categorias de câmbio, a interferência humana e o arbítrio.

4) - a adoção do regime de taxas múltiplas já representava, decerto, um curto progresso em relação à política de imobilização da taxa de câmbio durante um período inflacionário.

5) - não obstante, o sistema pecava pela flagrante assimetria da flexibilidade cambial do lado das importações com a rigidez (ainda que periodicamente registrada) do lado das exportações.

6) - as taxas múltiplas de importação tinham efeito análogo ao de uma tarifa aduaneira com alíquotas diferenciadas de a acordo com a essencialidade dos produtos; o sistema, na realidade, era mais flexível que uma tarifa instituída por Lei, pois o Poder Executivo poderia modificá-lo à vontade, independentemente de autorização do legislativo; mais flexível, porém mais desordenado, ocorria a plurivalência de categoria atribuída a certos bens, na dependência da finalidade indus

trial a que se destinavam: assim, a categoria cambial da importação de um motor variava conforme a máquina a que estivesse acoplado, ou a indústria que o fosse empregar. Verificava-se também a colocação mais favorável nas listas de importação de certos produtos acabados do que as matérias-primas e produtos semi-acabados utilizados pela indústria nacional na respectiva fabricação.

7) - como todo sistema equivalente às tarifas aduaneiras diferenciadas de acordo com a essencialidade das importações, as taxas múltiplas se, em geral, melhoravam a composição qualitativa das nossas compras no exterior, pioravam a orientação dos investimentos destinados à substituição de importações: os mais estimulados eram precisamente os menos prioritários.

8) - as bonificações pagas aos exportadores, ainda que periodicamente reajustadas, sempre se mantiveram em atraso em relação à inflação. Isso por três razões: em primeiro lugar porque o Governo relutava em ceder a arrecadação extra-orçamentária (e como tal, muito mais facilmente manobrável pelo

Executivo) representada pelo saldo dos ágios sobre as bonificações; em segundo lugar, porque o Governo parecia convenencer-se de que remunerar mal os exportadores constituía um método infalível para melhorar as relações de troca do país com o exterior; finalmente, porque o Governo via nessa política uma fórmula para conter os preços internos de determinados produtos de exportação. É dispensável salientar que o resultado disso tudo foi um progressivo desestímulo às exportações.

Os Quadros VI e VII a seguir apresentam um resumo da evolução das principais taxas de câmbio durante o período em questão :

Q U A D R O V ITAXAS MÉDIAS DE CÂMBIO - OUTUBRO DE 1953/AGOSTO DE 1957CRUZEIROS/DÓLAR

<u>ANO</u>	1953*	1954	1955	1956	1957 **
Taxa oficial	18,82	18,82	18,82	18,82	18,82
Taxa do mercado livre					
Leilões de importação:					
1a.categoria	31,77	39,55	87,70	83,05	60,76
2a.categoria	38,18	44,63	105,23	111,10	81,56
3a.categoria	44,21	57,72	176,00	149,99	106,34
4a.categoria	52,19	56,70	223,16	219,58	151,93
5a. categoria ***	78,90	108,74	303,54	309,28	316,39
Taxas de Exportação:					
1a.categoria	-	-	31,50	37,06	38,16
2a.categoria	-	-	37,91	40,10	43,06
3a.categoria	-	-	43,18	49,88	55,00
4a.categoria	-	-	50,98	59,12	67,00

(*) Outubro/Dezembro (exceto mercado oficial e livre).

(**) Janeiro/Agosto (exceto mercado oficial e livre).

(***) de 09/10/53 a 15/08/54: Cr\$ 23,36/dólar para o café e Cr\$ 28,36/dólar para os demais produtos.

De 16/08/54 a 10/11/54: Cr\$ 30,70/dólar para o café e Cr\$ 35,12/dólar para os demais produtos.

De 11/11/54 a 17/01/55: Cr\$ 31,50 por dólar para o café e Cr\$ 37,79/dólar para os demais produtos.

Q U A D R O VIITAXAS ESPECIAIS PARA IMPORTAÇÃO - OUTUBRO DE 1953/AGOSTO DE 1957

(Cr\$/dólar)

DISCRIMINAÇÃO	(2) 1953	1954	1955	1956	(3) 1957
Papel de Imprensa	18,82	18,82	18,82	18,82	18,82
Trigo (1)	25,82	25,82	25,82	-	-
Materiais para lavoura	60,42	33,22	43,16	-	51,70
Adubos (4)	-	-	45,20	45,24	44,76
Inseticidas (4)	-	-	47,35	47,35	44,96
Chassis de veículos	-	-	-	108,57	-
Frutas	-	-	39,94	51,57	53,73
Artigos de Natal	-	-	114,46	116,37	-
Petróleo e derivados	18,82	29,82	53,49	55,00	55,00
Materiais para Imprensa	18,82	18,82	43,82	43,82	51,32
Entidades Públicas	25,82	40,82	43,82	43,82	51,32
Filmes, livros, etc...	25,82	40,82	43,82	43,82	51,32

(1) Taxa oficial (Cr\$ 18,82) mais sobretaxa (ágio).

(2) Outubro/dezembro

(3) Janeiro/Julho

(4) Em 1953/4 englobado em "materiais para lavoura".

3.6 A Lei das Tarifas de Alfândega e a Evolução de Taxas Múltiplas - Agosto de 1957/Março de 1961.

Em agosto de 1957, deu-se uma nova reforma cambial e procurou-se, dentro do espírito da Lei 3.244, estender proteção à indústria nacional com as novas tarifas alfandegárias "ad-valorem" e as decisões do Conselho de Política Aduaneira. As principais modificações introduzidas eram as seguintes:

a) a proteção ao produto nacional passou, com a Lei 3.244, a ser dispensada através dos tributos alfandegários, em vez de o ser através de critérios impeditivos (regime da CEXIM) ou das taxas diferenciais de câmbio (regime da Instrução 70); esta mesma Lei 3.244 reestruturou fundamentalmente a tributação alfandegária estabelecendo um sistema de cobrança de direitos "Ad-valorem" calculados em função do valor CIF, de a

líquotas fixadas na lei para cada mercadoria e de um valor convencional fixado para o dólar, chamado dólar fiscal, determinado segundo o câmbio livre e vigente para cada três meses, em vez de específicos, além de terem sido consideravelmente majorados. Para se verificar a diferença de tributações alfandegárias entre o regime de tarifas específicas e as alíquotas "ad-valorem" estabelecidas em 1957, citam-se, no Quadro VIII a seguir, alguns valores para os dois períodos.

Q U A D R O V I I I
TRIBUTAÇÕES ALFANDEGÁRIAS

PRODUTO DE CONSUMO	INCIDÊNCIA DA TARIFA ESPECÍFICA S/PREÇO CIF	ALÍQUOTA BÁSICA (Lei 3.244)
Cimento Portland	2.8%	100%
<u>Maquinaria</u>		
Motor diesel de 71.000 kg	0.1%	30%
Gerador de 800 kg	5.5%	80%
Gerador de 250.000 Kg	0.8%	50%
Turbina de 34.000 Kg	1.0%	10%
Transformador de 1.360 Kg	0.6%	80%
Transformador de 25.000 kg	0.6%	30%

É fácil perceber que sem os critérios impeditivos da CACEX ou sem o regime das taxas múltiplas, ter-se-ia, antes de 1957, uma verdadeira e virtual liberdade alfandegária no Brasil, sem nenhuma contrapartida nos países com o que o Brasil negociava para entrada dos produtos brasileiros.

b) - foram instituídas apenas duas categorias para importação de mercadorias - a geral e a especial - com ênfase distinta segundo a essencialidade; a categoria especial, a de sobretaxa mais alta, englobava mercadorias de luxo ou de importação indesejável, a exemplo de carros de passeio (19); destinou-se o âgio geral às importações normais com cobertura imediata e para os registros de financiamento de empreendimentos que, embora considerados de relevante interesse para o progresso e desenvolvimento econômico nacional, não atingiram a conceituação

-
- (19) A categoria especial era utilizada, embora parcialmente e sem homogeneidade, para proteger artigos cuja produção era considerada completamente satisfatória.

de essencial.

c) - mantinha-se uma taxa cambial especialmente favorecida para a importação de trigo, petróleo e derivados, papel de imprensa, fertilizantes, equipamentos considerados prioritários, bem como para o pagamento das amortizações e juros dos empréstimos externos considerados essenciais ao desenvolvimento econômico do país, e com essa cláusula, registrados na SUMOC; essa taxa, denominada câmbio de custo, seria determinada pela SUMOC, não devendo ser inferior (em cruzeiros por moeda estrangeira) à média considerada das taxas pagas aos exportadores.

Quanto às exportações, procurou-se, também, simplificar a documentação e o controle em 1958 para facilitar as operações de exportação; só permaneceram os vistos prévios relativos à exportação de minérios e minerais. De resto, continuaram sob o regime de bonificações fixas, nas quatro categorias já existentes.

As transferências financeiras também continuaram a realizar-se pelo mercado livre.

Em termos de indústria, nesse período, devem-se assinalar

como fatos marcantes, o enorme surto da indústria automobilística, disciplinados seus investimentos pelo GEIA-Grupo Executivo da Indústria Automobilística - e o aparecimento dos estaleiros de construção naval apreciados pelo GEICON.

Por sinal, o tratamento aos investimentos de capital estrangeiro continuou a ser feito durante os anos de 1958, 1959 e 1960 de acordo com a orientação da Instrução 113 da SUMOC e das Normas do Capítulo V do Decreto 42.820.

Tudo isso, evidentemente, constituía um grande estímulo à quantidade e um grande desincentivo à economicidade da produção industrial. Diga-se de passagem, a lei das tarifas foi promulgada numa época em que a preocupação fundamental do Governo era a industrialização a galope: o que lhe interessava era a implantação de novas indústrias, de preferência para a produção de bens ainda não fabricados no país; escalas de prioridade e custos comparativos não pareciam entrar nas cogitações dos dirigentes.

A nova fase do sistema de taxas múltiplas estendeu-se até março de 1961. As principais características da sua evolução

se descrevem a seguir:

a) - O abuso do câmbio de custo

Em agosto de 1957 o câmbio de custo para as importações preferenciais (trigo, petróleo e derivados, etc) foi fixado em cerca de Cr\$ 53,00 por dólar; essa taxa permaneceu quase inalterada até outubro de 1958, quando uma orientação mais equilibrada das Autoridades Monetárias conseguiu elevá-la para Cr\$ 80,00 por dólar; novamente em janeiro de 1959, numa tentativa de se imprimir maior realismo ao sistema cambial, o câmbio de custo era reajustado para Cr\$ 100,00 por dólar. Daí por diante, porém, o Governo resolveu congelar essa taxa preferencial, e tal situação se prolongou até março de 1961. A atitude do Governo baseava-se na ilusão de que o reajustamento do câmbio de custo seria inflacionário, ilusão esta que se explica pela já aludida incompreensão dos fenômenos de alta corretiva dos preços. Como entre janeiro de 1959 e março de 1961 o nível geral de preços aumentou de mais de 80%, é fácil avaliar a intensidade das distorções provocadas pela imobilização do câmbio de custo durante esse período;

b) - O problema do dólar café

A partir de 1957, o Governo brasileiro passou a enfrentar um problema bastante grave no setor de exportações: o da superprodução do café - consequência natural da política de preços externos que havia praticado alguns anos antes. Como o total produzido se elevava a cerca do dobro da produção comercializável, o Governo não viu outra alternativa senão a de comprar os excedentes. (É provável que nos anos de 1957 e 1958 o Governo agisse melhor e vendesse mais a menores preços. Todavia, o volume da superprodução era tal que não se podia, em nenhuma hipótese sensata, evitar a compra dos excedentes). No terreno cambial, o Governo adotou uma solução razoável para o problema: passou a remunerar os exportadores de café com taxas de câmbio mais ou menos equivalentes à metade das taxas de importação, adquirindo os excedentes com os cruzeiros obtidos pela diferença de taxas de compra e venda de moeda estrangeira.

c) - A transferência de exportações para o mercado livre

Um dos principais defeitos apresentados pelo sistema cam

bial brasileiro antes de 1959 consistia na rigidez das bonificações pagas aos exportadores, em contraposição com a flexibilidade das taxas de importação. Se bem que periodicamente reajustadas, essas bonificações se mantinham sistematicamente atrasadas em relação à inflação, e o resultado era um forte desestímulo às exportações. Em janeiro de 1959, a Instrução nº 167 da SUMOC galgou uma primeira etapa da solução do problema, transferindo para o mercado livre as exportações de manufaturas. Pouco depois foi-se ampliando a lista das mercadorias exportáveis pela taxa livre e, finalmente, em dezembro de 1959, a Instrução nº 192 passou para esse mercado todas as exportações, excetuadas as do café, óleo mineral cru, mamona em bagas e cacau;

d) - A transferência dos fretes para o mercado livre

Outro passo importante no sentido de uma maior liberalização do sistema cambial brasileiro foi a decisão contida na Instrução 181 da SUMOC (abril de 1959), segundo a qual os fretes de importação passavam a ser pagos pela taxa de mercado livre;

e) - A incongruência da posição relativa das taxas de mercado livre e da categoria geral

Desde 1958 até março de 1961 o dólar do mercado livre se manteve sistematicamente abaixo do da categoria geral. Isto significava conceder às empresas que remetiam lucros para o exterior e aos brasileiros que saíam em viagens de turismo, um câmbio mais favorecido do que o que se cobrava aos importadores de matérias primas e equipamentos essenciais à economia do câmbio de custo).

Esse posição relativa, obviamente, constituía um contrasenso; o Governo, no entanto, insistia em mantê-la a fim de, valorizando o cruzeiro no mercado livre, esconder um dos sintomas da inflação aos olhos do povo (o povo, em particular a classe média, tinha o hábito de aferir o valor do cruzeiro pela taxa de mercado livre).

Q U A D R O I X

TAXA DE CÂMBIO: MERCADO LIVRE, CATEGORIA GERAL
E CATEGORIA ESPECIAL

Cr\$/Dólar	1957 *	1958	1959	1969
Mercado livre	86,5	131,83	159,54	190,17
Categoria geral	89,31	165,50	220,92	229,21
Categoria especial	228,37	325,58	352,17	538,14

* Agosto/Dezembro

Tendo em vista todas as características referentes ao período em que vigoravam as taxas múltiplas de câmbio, ou seja, outubro/1953 - março 1961, torna-se inócua qualquer a valização e quantificação do prêmio do dólar no câmbio negro. Embora tal mercado de câmbio tenha operado durante toda esta fase, a multiplicidade de taxas simultaneamente vigentes, conforme esclarecemos, nos levaria a uma solução de livre arbítrio com relação a qual delas escolher como representativa da taxa oficial de câmbio e qual adotar como taxa de câmbio negro; o resultado seria, naturalmente, irrelevante e não confiável. Portanto, neste trabalho, quando passarmos à análise econométrica dos dados, em capítulo mais adiante, este período - outubro 1953/março 1961 - será desconsiderado.

3.7 A Reforma Cambial - março de 1961/março de 1964

O ano de 1961 caracterizou-se no setor cambial por três fases distintas. A primeira, até março, refletiu principalmente as medidas que vinham sendo adotadas pelo Governo que findou em janeiro, ainda sob o sistema de taxas múltiplas.

A segunda, de abril a agosto, decorreu sob a orientação que ditou as Instruções 204, 205 e 208 da SUMOC. A terceira, iniciada em setembro, refletiu toda a instabilidade política em que viveu o país, como consequência da mudança de governo, pela forma ocorrida, em fins de agosto.

Logo no início de 1961 foi mudada a sistemática da política cambial brasileira, passando de um sistema de taxas múltiplas - fixas e variáveis - para um de taxa única e flutuante. A partir de 13 de março, com a Instrução 204, todas as importações passaram a se processar pelo mercado de taxas livres, exceção feita às de trigo, petróleo e alguns outros itens. Tais exceções, juntamente com as remessas financeiras do governo, continuaram a ter tratamento favorecido com taxa especial de câmbio - Cr\$ 200,00/US\$ - em lugar de Cr\$ 100,00/US\$, que vigorava até aquela data.

Assim, foram extintas as licitações de divisas até que, mais tarde, as próprias importações da categoria especial vieram a se processar através de vendas de promessas de licença, em Bolsa.

Concomitantemente, a Instrução 204 estendeu às importações o mecanismo do depósito prévio contra emissão de letras do Banco do Brasil na proporção de 100% do valor, em cruzeiros, do respectivo contrato, a prazo de 150 dias, rendendo juros de 6% ao ano.

Com a Instrução 205, de 12 de maio - a principal medida de ordem cambial regulando a comercialização da safra cafeeira de 1961/62 - estabeleceu-se que as vendas das cambiais do produto se fariam no mercado livre de câmbio. Ficava, porém, retida uma parte do seu valor, para constituir o "Fundo de Defesa do Café", destinado a atender às despesas com a execução da política de defesa dos preços externos, expansão do consumo e aos encargos relativos ao aperfeiçoamento da lavoura ou de sua parcial substituição por outros mais aconselháveis. A unificação da taxa cambial foi depois praticamente alcançada com a Instrução nº 208 de 1º de julho - somente o cacau não era exportado pelo mercado livre - que extinguiu a chamada taxa de "câmbio de custo", mantida inalterada em Cr\$ 200,00 desde a Instrução nº 204. A seguir, e

com o propósito de propiciar maior movimentação e confiança ao mercado de câmbio, em 27 de julho foi baixa da a Instrução nº 211, que elevou para US\$ 100 mil o limite diário da posição "comprada" dos bancos, que era de US\$... 25 mil.

A Instrução nº 204 não constituía, de nenhuma forma, uma providência popular. Provocou, como era inevitável, uma série de aumentos corretivos de preços (que vieram acompanhados de muitos outros reajustamentos psicologicamente concentrados no mesmo momento). O Presidente da República, no dia da reforma cambial foi à televisão e explicou claramente ao povo que o aumento do câmbio de custo, conquanto provocasse instantaneamente uma alta corretiva de preços, era fundamentalmente uma medida anti-inflacionária, pois viria poupar ao Governo uma despesa anual de 60 ou 70 bilhões de cruzeiros. O povo suportou o impacto corretivo com bastante serenidade, não, provavelmente, por que entendesse a explicação, mas por que depositava muita confiança no Presidente.

Infelizmente, das medidas necessárias ao combate à in-

flação, a única que se levou adiante foi a elevação do câmbio de custo. Nessas condições, é óbvio que não se conseguia - nem se poderia ter conseguido - que alguns meses após a reforma cambial os preços parassem de subir. Daí a dificuldade de se fazer ver ao homem do povo ou ao político que a Instrução nº 204 era uma medida anti-inflacionária.

A política de progressiva liberação cambial, que vinha sendo seguida desde a Instrução nº 204 sofreu, em decorrência da instabilidade política causada pela renúncia do Presidente da República, vários retrocessos. Daí as instruções 212 e 213, respectivamente de 28 e 30 de agosto, a primeira reduzindo para US\$ 25 mil a posição "comprada" a que fazia referência a Instrução nº 211, já citada, e a segunda reduzindo para 20 mil dólares o limite de US\$ 50 mil para as importações, por firma e por semana, no conjunto de todas as praças. Determinou, ainda, essa última Instrução que as remessas financeiras de valor superior a 250 dólares e até o limite de 5.000 semanais seriam atendidas somente pelo Banco do Brasil. Pouco mais tarde, deixou de ter efeito tal Ins -

trução nº 213.

Em 4 de outubro, com a Instrução nº 217, completou-se a unificação da taxa cambial, com a transferência para o mercado livre das cambiais das exportações de cacau, para o qual também se instituiu uma cota de contribuição à caixa da SUMOC, para a defesa dos preços do produto e da la-voura cacaueira.

Ainda com medidas de exceção à orientação geral que se vinha procurando imprimir ao sistema cambial do país foram baixadas, respectivamente, em 9 e 26 de outubro, as Instruções nºs 218 e 219. A primeira, destinada a prover o Governo de novos recursos financeiros, foi o aumento de 50% dos depósitos compulsórios exigidos dos importadores por meio de Letras de Importação. A segunda dividiu o mercado de câmbio em dois setores, um puramente comercial e outro fi-nanceiro. Estabelecia que as cambiais de exportação só poderiam ser vendidas para a cobertura de importação, o que equivalia a tornar unidirecional a vinculação entre os merca

dos de câmbio comercial e financeiro; as divisas do financeiro podiam ser vendidas no comercial, mas as do comercial não podiam ser vendidas no financeiro. Como corolário, o preço da moeda estrangeira no mercado comercial não excederia o que ficasse estabelecido no mercado financeiro. De acordo com esta Instrução, ainda, os bancos, ao venderem divisas no mercado financeiro, passaram a ser obrigados a depositar à ordem da SUMOC 50% do equivalente em cruzeiros, pelo prazo de seis meses (os bancos tanto poderiam exigir o depósito do comprador quanto apenas cobrar os juros correspondentes). Tal disposição tinha por objetivo desestimular a compra especulativa de moedas estrangeiras e carrear para o Governo novos recursos em cruzeiros.

A tendência à simplificação foi acentuada em 15 de dezembro com a Instrução nº 221, em que se determinou a extinção gradativa, na proporção de 10% ao mês das letras de importação, bem como do recolhimento compulsório para remessas financeiras.

Com a Instrução nº 222, de 29 de dezembro, voltou-se no

vamente à trilha da total liberação cambial iniciada com a Instrução 204 e só interrompida provisoriamente, principalmente por motivações de ordem política, promovendo-se, dentre outras medidas, a reunificação do mercado de câmbio.

Sem dúvida, o aspecto mais favorável da conjuntura econômica do país em 1961 foi o que caracterizou o setor de nossas transações comerciais e financeiras com o exterior.

De uma situação extremamente difícil em 1960, passou-se a uma recuperação quase total em 1961. Não fossem os acontecimentos que se seguiram à renúncia do Presidente da República e, talvez, pudesse afirmar que o Brasil não tinha mais problemas do lado do balanço de pagamentos.

Essa rápida recuperação se deveu às medidas que mencionamos tomadas pelo Governo a partir de março de 1961. Com a eliminação do subsídio cambial às importações às custas das exportações, não só se recuperaram as transações correspondentes do país com o exterior, como foi aberto o caminho à consolidação da dívida externa a curto e médio prazos, cujo peso excedia de muito nossa capacidade de amortização.

Daí se ter encerrado o exercício de 1961 com um superávit de 49 milhões de dólares em nossas transações internacionais contra 430 milhões de dólares de descoberto cambial de 1960.

Para isso, contribuiu de forma decisiva a extraordinária melhoria da balança comercial, encerrada em 1961 com um saldo de 111 milhões de dólares contra 24 milhões de déficit em 1960, coadjuvada pela redução do déficit de serviços em 1961, relativamente a 1960 (107 milhões de dólares).

A isso se deve acrescentar uma entrada líquida de capitais autônomos de 330 milhões de dólares (apenas 53 milhões em 1960), que se originou da extraordinária confiança que a política cambial do país impunha ao mercado financeiro internacional.

O mercado livre de câmbio mostrou-se fortemente agitado desde novembro de 1961. Com a sua separação em dois mercados (comercial e financeiro) imposta pela Instrução 219, de 26 de outubro, da SUMOC, o primeiro resultado foi o aparecimento do "mercado paralelo" cujas taxas oscilavam

com uma diferença da ordem de 30-40 cruzeiros sobre o financeiro. Essa diferença, como seria de esperar, aumentava paulatinamente, à medida que crescia o subfaturamento das exportações e o super-faturamento das importações.

Partindo de uma diferença de 30 cruzeiros em 30 de outubro, chegou a atingir mais de 50,00 em meados de novembro, para fechar o mês com cerca de 40 cruzeiros.

Nessa ocasião, um novo acontecimento veio perturbar o mercado de câmbio livre. Trata-se da chamada "lei da remessa de lucros", aprovada por expressiva maioria da Câmara dos Deputados.

Em apenas cinco dias a taxa do mercado paralelo passou de Cr\$ 362,00 para Cr\$ 405,00, refletindo a verdadeira "fuga do cruzeiro" que então se fez sentir em todo o país. Por cerca de três dias assim se manteve, quando as notícias da greve geral de caráter político a deflagar-se em São Paulo acabava de estabelecer o pânico.

No dia 12 de dezembro, antes de chegarem a termo as providências que o governo opôs ao movimento grevista, houve

transações que quase alcançaram Cr\$ 500,00 por dólar.

Foi graças ao sucesso obtido, limitando a manifestação política a alguns setores pouco significativos, que se recuperou a confiança no mercado de câmbio, voltando o dólar a cotar-se abaixo de Cr\$ 400,00.

As sucessivas crises políticas e o clima de apreensão gerado pela tramitação, no Congresso, de projetos de Lei de remessas de lucros contendo dispositivos discriminatórios contra os capitais estrangeiros foram os fatores que condicionaram a evolução do setor externo da economia em 1962.

Assim, influências estranhas ao mercado puramente cambial influenciaram-no poderosamente ao longo do ano, acentuando as suas distorções.

Com efeito, do lado das transações correntes observou-se uma fixação "em patamares" da taxa de câmbio, em contraste com a contínua elevação dos preços internos. Essa dicotomia entre os valores externo e interno da moeda teve, de imediato, o efeito de desestimular as exportações, devendo-se notar que , por outro lado, as importações, não obstante o ônus adicional

do depósito compulsório exigido dos importadores, não puderam ser comprimidas na escala desejada pelas autoridades cambiais.

No que se refere ao movimento de capitais, o clima desfavorável criado em torno da elaboração da nova legislação específica sobre capitais estrangeiros refletiu-se nos dados pertinentes à entrada desses capitais no país em 1962 - em relação a 1961 - o afluxo de capitais autônomos declinou de US\$ 181 milhões.

Em termos do sistema cambial, o ano de 1962 foi marcado por algumas instruções da SUMOC: em 20 de abril, com a Instrução nº 223, ficou mantido o depósito compulsório de 10% sobre as transações financeiras, ao invés do depósito de 50%, conforme a Instrução 219. Todavia, o agravamento da crise política no país e seus conseqüentes reflexos sobre o mercado de câmbio fizeram com que se modificasse a tendência anterior.

Efetivamente, com a Instrução nº 226, de 18 de maio, as autoridades monetárias resolveram suspender até 30 de setembro a

redução mensal de 10% que se vinha processando nos depósitos compulsórios por conta de importações, ao mesmo tempo em que determinavam que apenas 30% de tais depósitos teriam contrapartida em letras do Banco do Brasil.

Com a Instrução nº 228, de 7 de julho, o monopólio cambial, que havia sido suprimido anteriormente, foi novamente restabelecido. Todos os estabelecimentos autorizados a operar em câmbio tiveram que repassar ao Banco do Brasil o total de suas compras, à taxa determinada por aquele estabelecimento de crédito.

Em cumprimento ao disposto na Lei nº 4.131, de 03 de setembro de 1962, as autoridades monetárias regulamentaram provisoriamente as remessas de capitais estrangeiros através das Instruções nºs 231 e 232, ambas de 24 de outubro de 1962.

Finalmente, como os depósitos compulsórios estavam dando margem a operações marginais no mercado financeiro, resolveram as autoridades monetárias, através da Instrução nº 233, de 7.11.62, instituir que a devolução de tais depósitos seria automática desde que os interessados optassem pelo re-

cebimento em letras do Tesouro. Essas letras, de diversos valores nominais, a prazo de 1 ano, rendiam juros de 8% ao ano. Emitidas ao par, poderiam, entretanto, ter o seu tipo alterado pelo Ministério da Fazenda, de acordo com as condições do mercado.

Após a Instrução nº222 de 29.12.61, reunindo as taxas cambiais, as Autoridades Monetárias decidiram voltar ao sistema que vigorou até 1952, de uma única taxa fixa de câmbio, a despeito de continuarem em alta os preços e custos de produção no país. Assim, a partir de janeiro de 1962, ficou estabelecido que a taxa cambial seria de Cr\$310,00 para a compra e de Cr\$318,00 para a venda, aplicável a todas as operações tanto do Banco do Brasil, como dos bancos autorizados a operar em câmbio, casas bancárias e agências de turismo.

As exportações, com isso, se reduziram, ao passo que as importações voltaram a ser estimuladas pela irreabilidade da taxa de câmbio. Entretanto, a falta de cobertura de divisas nos bancos autorizados a operar em câmbio começou a dar lugar às chamadas operações "casadas" em que o banco é apenas o intermediário entre o exportador e o importador.

Com isso, foi possível pagar-se um ágio sobre a taxa oficial, como ocorria nos tempos das operações "vinculadas", sem necessidade do depósito prévio em vigor naquele mercado. É óbvio que, neste caso, as mercadorias essenciais passaram a ser prejudicadas pelas que pudessem pagar maior ágio aos exportadores. A esse tipo de transação deu-se o nome de "boneco", que em fevereiro, era da ordem de Cr\$ 20,00 por dólar.

Este artifício só passou a ser usado devido à manutenção de uma taxa única fixa, bastando a sua passagem flutuante, para que deixasse de existir. Contudo, tendo em vista que o "boneco" não era gravado de taxas e impostos diversos, era, portanto, de grande interesse para os participantes.

Por outro lado, a "amarração" da taxa de câmbio das casas bancárias e agências de turismo, aquela estabelecida pelas Autoridades, permitiu o aparecimento de novo setor cambial representado pelos grandes hotéis - aqueles que recebem turistas estrangeiros - prejudicando, principalmente, as empresas que ainda trabalhavam legalmente. Contudo, a grande maioria das ca - sas bancárias e agências de turismo passou a operar à taxa do mercado paralelo.

Nos meses de fevereiro e março o "boneco" oscilou entre Cr\$ 15,00 e Cr\$ 25,00. Quanto ao mercado paralelo, entre 15 de fevereiro e 3 de março ocorreram oscilações mais ou menos fortes, no sentido da alta. Essa tendência explicou-se pela excassez de dólares neste mercado, proveniente da retração dos investidores estrangeiros que se verificou a partir da aprova - ção da "lei de remessas de lucros" na Câmara dos Deputados.

A partir, porém, da semana posterior ao carnaval (a par - tir de 8 de março), o mercado começou a apresentar tendência de baixa, que se foi acentuando, até atingir, em 20 de março, cota ção idêntica às de dezembro/61 e princípios de janeiro de 1962.

Duas explicações podem ser dadas para tal redução; a primeira seria vê-la como consequência da entrada de dólares de turistas antes e durante o carnaval. A segunda, talvez a mais importante, seria o início de um novo procedimento cambial, pelo qual alguns exportadores estariam conseguindo para as suas vendas a cotação do mercado paralelo. Este artifício ter-se-ia tornado possível, principalmente, quando a partir de março/62 o recolhimento compulsório para as remessas financeiras reduziu-se para 20% do contrato em cruzeiros. A nova fórmula cambial se dava da seguinte maneira: o exportador ao negociar sua cambial a Cr\$ 310,00 já trazia "casada" na mesma importância, em moeda estrangeira, uma remessa financeira (em nome de um dos diretores ou "representante") a Cr\$ 318,00. Após recolher os 20% ao Banco do Brasil e liquidar a operação, ficava o exportador em sua conta no exterior, com o produto de suas vendas. Posteriormente, só lhe restava regressar com o resultado pelo "mercado." Assim, a existência de uma oferta maciça no mercado em apreço fez com que a taxa declinasse sensivelmente.

No período de 15 de março a 20 de abril de 1962, as cotações do dólar apresentaram estabilidade no mercado oficial e fortalecimento do cruzeiro no mercado paralelo. Contudo, o crescente artificialismo cambial gerava o uso do boneco em acréscimo à taxa oficial fixa do dólar, de modo que o prêmio do câmbio paralelo o qual já havia caído de 13.3% em fevereiro para 7.4% em março pelas razões já apontadas, continuou a se reduzir em abril, chegando ao valor mínimo para o ano de 1962 de 3.0% (vide Quadro X).

Em maio, no princípio da segunda quinzena, o ágio pago aos exportadores já atingia cerca de 35 cruzeiros por dólar, ao mesmo tempo que no mercado paralelo o cruzeiro se enfraquecia rapidamente. Compreendendo a impossibilidade de manter imutável a taxa de câmbio por período tão longo, enquanto os preços e custos de produção internos se deterioravam, as Autoridades Monetárias decidiram depreciar a taxa de câmbio, mediante a incorporação do "boneco" ao mercado oficial. Daí, a partir de 21 de maio as taxas negociadas pelo Banco do Brasil terem sido fixadas em Cr\$ 350,00 e Cr\$ 359,30, res

pectivamente, para compra e venda do dólar. Ao mesmo tempo, os bancos comerciais foram autorizados a dar cobertura às transações financeiras, na base de 30% das transações comerciais realizadas na véspera com variações das taxas limitadas em 1% das taxas básicas fixadas pelo Banco do Brasil.

Os primeiros resultados da medida foram os mais favoráveis. Inicialmente, na primeira semana de funcionamento do mercado de câmbio às novas taxas, praticamente desapareceu o "boneco".

Contudo, o sistema de limitação da cobertura com base nas transações da véspera criava uma rigidez excessiva, especialmente na segunda-feira, quando a procura aumenta e os bancos eram forçados a calcular os 30% de cobertura sobre o montante das transações do sábado, ocasião em que o mercado era bem reduzido.

A falta de cobertura no mercado cambial contribuiu para o contínuo enfraquecimento do cruzeiro, não obstante todos os esforços das Autoridades Monetárias. Foi esta a principal razão para o "mercado paralelo" ter acompanhado a desvaloriza -

ção efetuada na taxa do mercado "oficial" - conforme mencionamos acima- em fins de maio. Na mesma ocasião, a taxa do "mercado paralelo", que oscilava em torno de Cr\$ 360,00/US\$, elevou-se de imediato para cerca de Cr\$ 400,00/US\$. O prêmio do mercado paralelo também se elevou, em maio, para 9.1% (20). Posteriormente, os acontecimentos políticos que dominaram o mês de junho levaram a novo enfraquecimento do cruzeiro, com o dólar chegando a ser negociado a mais de Cr\$ 450,00.

Ao mesmo tempo em que se depreciava a taxa do dólar no mercado oficial, as Autoridades Monetárias admitiram que os bancos comerciais transferissem para o mercado financeiro até 30% das cambiais adquiridas no dia anterior. Mais tarde, essa porcentagem foi elevada para 50%, sem contudo conseguir inver

-
- (20) Esta cotação atribuída ao câmbio "paralelo" é referente às operações em papel-moeda e não sob a forma de cheques de viagem ou ordens de pagamento cuja cotação, em geral, é inferior à primeira em cerca de Cr\$ 5,00 por dólar.

ter a tendência de enfraquecimento do cruzeiro.

Com o objetivo de reduzir a pressão que se exercia sobre o câmbio do lado da procura, foram vedadas as liquidações prontas das importações, com o que voltamos à política de acumulação de atrasados comerciais no exterior.

No mesmo sentido, foi decidido que 70% dos depósitos prévios depositados no Banco do Brasil não renderiam juros durante os 150 dias de retenção.

Além de algumas outras medidas, ainda para dar maior confiança ao mercado, admitiu-se que os bancos pudessem fazer oscilar suas taxas em relação às do Banco do Brasil em 1%. Daí eles venderem o dólar a cerca de Cr\$ 362,00.

Quanto às casas de câmbio, havia liberdade para as transações em moeda manual e cheques de viagem até o limite de US\$ 250. Acima desse limite, havia a exigência do depósito compulsório de 10% sobre o valor vendido.

Todas essas providências foram, contudo, impotentes para restabelecer o equilíbrio e a confiança no mercado cambial, fortemente afetado por diversos fatores de ordem polí

tica e financeira. Quanto aos primeiros, o de maior influência parece ter sido a mudança do Gabinete, com as discussões em torno da indicação do Primeiro Ministro. Quanto aos demais, o mais importante teria sido a mudança do esquema de financiamento e do regulamento de embarques da nova safra de café. Parece que o registro mínimo de liberação das partidas de exportação freqüentemente superavam o nível das cotações no mercado internacional, dando lugar ao chamado "câmbio negro português", em que o exportador recebe menos que o declarado na fatura, cobrindo a diferença no mercado paralelo.

O "mercado paralelo" era tão ativo que as entradas de receita na rubrica de serviços de nosso Balanço de Pagamentos no início de 1962 não registravam movimento real, já que uma parte considerável deste item se fazia através do mercado negro (mercado paralelo), cujas taxas eram bem superiores às do oficial.

Com a Instrução 229, de 15 de agosto de 1962, a SUMOC pôs fim ao regime de monopólio cambial instituído pela Instru

ção 228, de 7 de julho. O objetivo que então se tinha em mira era de opor um obstáculo à grande fuga de capital que se iniciou em maio, refletindo a instabilidade política que teve origem na renúncia do Gabinete Tancredo Neves, por motivo de desincompatibilização para as eleições de outubro de 1962.

De princípio de maio ao fim de agosto, a taxa de câmbio do mercado paralelo se depreciou ininterruptamente de cerca de Cr\$ 350,00/US\$ até cerca de Cr\$ 700,00/US\$ ou seja, 50% em apenas 3 meses. O prêmio do câmbio paralelo que, como dissemos, em maio era de 9.1%, elevou-se acentuadamente para 22.9%, 30.3% e 40.4% nos meses de junho, julho e agosto, respectivamente.

O significado dessa depreciação, contudo, deve ser analisado com a devida cautela. A importância do mercado paralelo foi sensivelmente reduzida, quando as Autoridades Monetárias decidiram extinguir o monopólio cambial. Até 7 de julho com o sistema que vigorava, o mercado paralelo se ampliava continuamente, na medida em que os exportadores buscavam conseguir melhor cotação para suas cambiais ("boneco"). Entre 7 de julho e 15 de agosto, os bancos comerciais, como já mencio

namos, foram obrigados a repassar ao Banco do Brasil a totalidade de suas compras, à taxa por ele fixada.

Por outro lado, só o Banco do Brasil vendia câmbio a uma taxa que foi fixada em Cr\$ 367,00 US\$. Com isso, esvaziou-se o mercado paralelo, que passou a ser alimentado exclusivamente pelas transações do tipo "hot money", reduzindo substancialmente sua influência sobre o mercado comercial.

Como seria de esperar, porém, a redução de importância do mercado paralelo só foi conseguida às custas da quase paralização das exportações e das importações. As exportações só vendiam suas cambiais à taxa do Banco do Brasil quando não tinham outra solução, ou não podiam resistir financeiramente à espera da extinção do monopólio cambial.

Em pouco tempo, somente as importações inadiáveis (petróleo, papel de imprensa, trigo e poucas outras) puderam continuar a ser atendidas, por falta de cobertura. Ao mesmo tempo, o superfaturamento das importações e o subfaturamento das exportações contribuíram para agravar o desequilíbrio do mercado oficial de câmbio, voltando a ampliar-se o mercado parale-

lô.

Tão logo se desanuviou o ambiente político, em meados de agosto, as Autoridades Monetárias extinguiram o monopólio cambial, instituindo em seu lugar um sistema de "liberdade cambial controlada". A Instrução 229 adotou um sistema segundo o qual as taxas cambiais poderiam ser livremente negociadas entre as partes contratantes, além de outras providências.

Com a modificação do sistema, o Banco do Brasil fixou a nova taxa de Cr\$ 400,00 e Cr\$ 412,00 (compra e venda, respectivamente), revelando a sua impossibilidade de liderar a taxa.

Daí se ter rapidamente elevado a cotação dos bancos comerciais para Cr\$ 420,00 e Cr\$ 440,00 (compra e venda), enquanto o Banco do Brasil a mantinha praticamente nos mesmos níveis de sua abertura em 16 de agosto. Graças à liberdade relativa que foi dada às transações dos Bancos comerciais, o mercado paralelo foi praticamente extinto, da mesma forma que o "boneco". Durante 16 dias, não houve cotação para o mercado manual de câmbio, muito embora a cotação no paralelo para cheques de viagem e ordens de pagamento dos bancos fosse de Cr\$ 625,00/US\$

em 25 de agosto.

Em setembro, após cerca de 5 meses de extremo nervosismo no mercado cambial, a liderança decidida exercida pelas Autoridades Monetárias pareceu ter incutido alguma confiança neste setor. Até mesmo o mercado "paralelo", não obstante a pequena importância de que se reveste - menos de 5 % (20a) das transações cambiais - apresentou ligeira tendência para a estabilização, pela primeira vez desde o mês de maio. O prêmio do dólar manteve-se praticamente constante em relação a agosto - 41.1% para setembro vis-à-vis 40.4% em agosto.

Basicamente, duas parecem ter sido as razões para isso:

- (i) a elevação da taxa de câmbio em que operava o Banco do Brasil desde a Instrução 229, de 15.8.62 (Cr\$403,00/Cr\$415,00), para Cr\$460,00/Cr\$475,00 por dólar e,
- (ii) a revogação da exigência de visto prévio pela FIBAN nas transações do chamado câmbio manual.

Conforme já acentuamos, a taxa de câmbio em que o Banco do Brasil abriu as suas transações após a Instrução 229 revelava a sua impossibilidade de liderar o mercado. Daí terem

(20a) estimativa do mercado na ocasião.

os bancos comerciais sob o influxo de uma procura exacerbada por interferências políticas, permitido o enfraquecimento do cruzeiro até o nível dos 505 cruzeiros por dólar, enquanto o mercado paralelo oscilava em torno de Cr\$ 700,00.

Foi neste momento que as Autoridades Monetárias tomaram uma série de medidas que resultaram em relativa recuperação da confiança em sua capacidade de orientar o mercado de câmbio ao mesmo tempo que ameaçavam com o retorno ao monopólio cambial. Deste modo, foi possível repor em níveis mais equilibrados as taxas dos diversos mercados.

Uma outra medida tomada pelas autoridades cambiais no sentido da estabilidade das taxas, foi o acordo de cavalheiros que fizeram com os operadores de câmbio dos bancos comerciais, segundo o qual a taxa em que vinham operando seria recuada diariamente, na proporção de Cr\$ 5,00 por dia, até igualar-se à do Banco do Brasil (Cr\$ 460,00/Cr\$ 475,00)-o que ocorreu em 14 de setembro.

Quanto a abrir-se mão do visto prévio da FIBAN para as transações no mercado manual, teve-se por justificativa a a-

legação de muitos de que a impressão de insegurança que esta exigência dava, era uma das causas do enfraquecimento do cruzeiro no mercado paralelo, tanto em moeda manual como em moeda escritural.

A crise política da primeira quinzena de setembro, culminada com a renúncia do Gabinete presidido pelo Prof. Brochado da Rocha, levou à fuga de capitais que voltou a enfraquecer o mercado "paralelo", cuja taxa chegou a ultrapassar 700 cruzeiros em 17 e 19 de setembro, para recuperar-se a seguir nos últimos dias do mês em torno de 675 cruzeiros por dólar.

Em outubro de 1962, diante da fixação da taxa de câmbio em nível que dia a dia face à aceleração do ritmo inflacionário se tornava mais irreal, reapareceu o "boneco" no mercado comercial de câmbio, da ordem de Cr\$ 16,00/Cr\$ 22,00 por dólar. A taxa efetiva do mercado comercial oscilou, assim, entre Cr\$ 476,00 e Cr\$ 482,00 para compra e Cr\$ 491,00 e Cr\$ 497,00 para venda.

Já no mercado paralelo - tanto para moeda manual quanto

para bancária - a tendência observada foi a do fortalecimento do cruzeiro. Após ter oscilado em torno de Cr\$ 700,00 na 2a. quinzena de setembro, o dólar chegou a ser negociado abaixo de Cr\$ 600,00 em meados de outubro.

As tendências opostas observadas nos dois mercados levaram a duas prováveis interpretações: de um lado, o aumento da oferta de divisas decorrentes do "boom" da Bolsa dos dois meses então findos, e de outro, o pequeno tamanho do mercado paralelo (manual e bancário). Nestes mercados se realizam operações que eram estimadas em cerca de 5% do total das operações cambiais, conforme mencionamos anteriormente. Não admira, pois, que um aumento anormal da oferta, ainda que de proporções reduzidas, pudesse provocar uma queda sensível da cotação. Do lado da procura, deve ter contribuído para a sua relativa estagnação a calma política que precedeu as eleições.

Entre meados de outubro, quando reapareceu, e fins de novembro, o "boneco" oscilou entre Cr\$ 13,00 e Cr\$ 20,00 por dólar.

É interessante ressaltar que, com a generalização do "bo-

neco" - antes mais intenso em algumas áreas do país - o sistema cambial em vigor foi, aos poucos, transformado em um sistema muito semelhante ao das taxas múltiplas de câmbio, que vigorava antes da Instrução 204. Dependendo da região de onde se originassem as exportações, o sobrepreço pago pelos importadores podia ser maior ou menor, dependendo do volume da procura para importações. É óbvio, portanto, que no Norte ou Nordeste, onde o mercado interno era mais limitado, os importadores não podiam pagar tanto quanto os seus congêneres do Sul. Daí raramente um exportador nordestino conseguir mais de Cr\$ 15,00 de sobrepreço por sua cambial. Ao contrário, no Sul, eram freqüentes os casos em que o "boneco" atingia Cr\$ 20,00. Em decorrência desse estado de coisas, os bancos que dispunham de maior rede de agências, cobrindo tanto as áreas mais pobres como as mais ricas, podiam agir no sentido de eliminar essa diferença, através de repasses entre as diversas filiais.

Ao mesmo tempo, à medida que se tornava patente a supervalorização do cruzeiro no mercado oficial de câmbio, acentuava-

-se o ambiente especulativo no mercado "paralelo". A expectativa de uma nova depreciação da taxa oficial na segunda quinzena de novembro provavelmente contribuiu para reduzir a oferta de cobertura ao mercado, concomitantemente ao exacerbamento da procura de divisas. O extravasamento dessas duas tendências para o mercado "negro" parece ter contribuído para a súbita elevação da taxa do dólar "paralelo" que ultrapassou o nível dos Cr\$ 700,00 após ter oscilado em torno de Cr\$ 650,00 durante mais de 2 meses; o prêmio do câmbio paralelo subiu em novembro para 46.9%.

Não obstante os esforços dispendidos pelas Autoridades Monetárias - com o apoio quase generalizado do sistema bancário - no sentido de manter artificialmente baixo o valor do dólar no mercado oficial, o enfraquecimento do cruzeiro acentuou-se claramente na segunda quinzena de dezembro. No mercado "paralelo" o dólar chegou a ser cotado a Cr\$ 850,00, enquanto no mercado oficial o ágio pago pelos importadores aos exportadores ("boneco") subiu rapidamente, de menos de Cr\$ 30,00 para cerca de Cr\$ 80,00. O prêmio permaneceu elevado - 44.1%.

Conquanto fosse previsível essa tendência para a desvalorização do cruzeiro no mercado cambial, tal a rapidez da elevação dos preços e custos internos de produção, foi surpreendentemente súbito e imediato o enfraquecimento da nossa moeda entre novembro e dezembro. Ao que tudo indica, a principal causa desse movimento pareceu residir na maior liberalidade da política de crédito, que se seguiu à decisão do governo de financiar o pagamento do 13º salário. A coincidência dessa decisão com os festejos do fim de ano e a antecipação de custos mais elevados a partir de janeiro, quando entravam em vigor os novos níveis de salários mínimos para todo o país, teve como efeito a exacerbação da procura de mercadorias, quer as produzidas no país, quer as do exterior. A elevação do "boneco" deve ter sido o principal resultado desse estado de coisas.

Não menos importante para reduzir ainda mais o poder de compra do cruzeiro no mercado externo parece ter sido também a entrada em vigor da chamada "lei de remessa de lucros", que acabava de ser regulamentada pela SUMOC. Não se tendo efetivado - como era antecipada - a aprovação do projeto Krieger, que

buscava eliminar as incongruências existentes na lei promulgada pelo Congresso, o regime implicava em verdadeiro confisco dos lucros reinvestidos por empresas e acionistas estrangeiros. Estes lucros, não dando direito a remessas, deixavam, na prática, de pertencer aos titulares das ações de que se originaram. Não admira, pois, que se tenha acelerado a saída de divisas correspondente aos lucros e dividendos previstos para o ano de 1962 ao mesmo tempo que cessava praticamente a entrada de novos capitais.

Em outubro entraram apenas 5 milhões de dólares, contra mais de 40 milhões mensais para a média dos 10 primeiros meses de 1961. No período janeiro a outubro de 1962 a rubrica de capitais autônomos do balanço de pagamentos acusava um déficit de 79 milhões de dólares, invertendo-se, assim, a posição que tinha em igual período de 1961, quando apresentou um saldo de 96 milhões de dólares. O agravamento foi, pois, de 175 milhões de dólares.

Finalmente, há ainda a considerar, como importante fator do enfraquecimento do cruzeiro no mercado cambial, as declara-

ções das Autoridades Monetárias de que, após o plebiscito de 6 de janeiro, se processaria novo ajustamento da taxa do mercado oficial, com vistas a aproximá-la da realidade.

A confissão implícita do reconhecimento da "irrealidade cambial", de um lado, e de outro, o desconhecimento da taxa de depreciação que seria admitida, ao mesmo tempo que diminuía a "força moral" do governo na imposição de um nível por ele mesmo reconhecido baixo, dava liberdade às forças especulativas normais de um mercado como o de câmbio, pressionando por uma depreciação maior que a razoável.

O balanço de pagamentos para 1963 conduziu a um deficit, em todas as moedas, equivalente a US\$ 308 milhões. Este resultado, em confronto com o de 1962, revelou uma melhoria de US\$... 132 milhões. Cumpre ressaltar que, no 1º semestre de 1963, o déficit montava a US\$ 304 milhões. Obviamente no 2º semestre observou-se substancial melhoria. Para esse resultado contribuíram, especialmente: a melhoria nas exportações (+ US\$ 192 milhões), a redução das importações (- US\$ 10 milhões) e a redução do déficit de serviços (US\$ 53 milhões), não obstante ter-

se verificado sensível agravamento no movimento de capitais autônomos, da ordem de US\$ 213 milhões.

Dada a persistência na manutenção de uma política cambial inadequada, com taxas de compra e venda de câmbio irreais, e o prosseguimento do processo inflacionário que, como é sabido, a cusou para os preços internos um nível médio mensal de "deterioração" superior a 5%, foi preponderante o desestímulo às exportações e o favorecimento às importações. Estas últimas, todavia, não provocaram maiores gastos em face dos progressivos ônus financeiros que vinham sendo imputados aos importadores (depósitos prévios, etc).

Malgrado estas distorções, as "transações correntes", e mais particularmente as operações comerciais, evidenciaram sobretudo no 2º semestre, substancial incremento.

O relativo desaforo do desequilíbrio cambial teve origem em fatores ocasionais como a seca e a geada que afetaram sensivelmente os cafezais do Paraná e São Paulo, deixando antever queda pronunciada da safra seguinte. Como era de esperar, isso suscitou maior interesse da procura internacional pelo produto.

Em consequência, cresceram muito as exportações de café na segunda metade do ano e ainda mais a receita cambial, porque os preços experimentaram aumentos ininterruptos desde agosto.

Por outro lado, porém, fatores políticos adversos determinaram uma "quarentena" dos capitais estrangeiros, que deixaram de afluir ao país, em razão da infundável crise política e da demora na regulamentação da Lei de Remessa de Lucros.

Vejamos algumas das NORMAS CAMBIAIS E DE COMÉRCIO EXTE
RIOR BAIXADAS EM 1963 - (INSTRUÇÕES DA SUPERINTENDÊNCIA DA MOE
DA E DO CRÉDITO).

A primeira foi a Instrução nº 239, de 22.4.63, que elevou de Cr\$ 460,00 e Cr\$ 475,00 para Cr\$ 600,00 e Cr\$ 620,00, respectivamente, as taxas de compra e venda do dólar ou seu equivalente em outras moedas; além de outras determinações, estabeleceu prioridade para as importações de máquinas e equipamentos necessários ao término de projetos.

Pela Instrução nº 242, de 28.6.63, foram estabelecidas condições para serem obedecidas na concessão de registro de operações referentes à importação de máquinas ou equipamentos, sem

cobertura cambial ou financiadas no exterior.

A Instrução nº 243, de 9.8.63, unificou as normas concernentes à isenção do recolhimento do depósito compulsório instituído pela alínea b do item II da Instrução nº 204, de 13.3.61, tendo em conta a conveniência de limitar tal isenção aos pagamentos no exterior de importações essenciais e que não pudessem ser substituídas pela produção interna, e às transferências financeiras inadiáveis que, por suas características, fossem plenamente justificáveis, considerando-se os interesses da economia nacional.

Com a Instrução nº 244, de 24.8.63, tentou-se "esvaziar" o "mercado negro de câmbio" com o estabelecimento de taxas especiais (as relativas à Instrução nº 239, acrescidas na compra por uma bonificação e na venda por uma "quota de contribuição") para operações que comumente se fazem naquele mercado.

Com a Instrução nº 245, de 24.8.63, foi aumentado de 60 para 70% o repasse ao Banco do Brasil das cambiais de exportações de café.

Pela Instrução nº 248, de 3.9.63, extinguiu-se a "quota de

contribuição" de Cr\$ 40,00 por dólar, que prevalecia para as exportações de algodão.

Através da Instrução nº 249, de 3.9.63, concedeu-se tratamento prioritário, com quotas especiais de câmbio, às importa - ções e remessas financeiras levadas a efeito pelas empresas in dustriais que exportassem produtos manufaturados em geral.

Na mesma data de 3.9.63, foi baixada a Instrução nº 250, que estabeleceu normas complementares ao financiamento de bens de capital e de consumo durável.

A Instrução nº 254, de 11.10.63, fixou em 100% do valor do contrato de câmbio para importações e transferências financeiras o depósito compulsório para tais operações, mantendo as dispensas relacionadas no item I da Instrução nº 243, de 9.8.63. De terminou ainda que o depósito seria efetuado contra entrega, no prazo de 30 dias, de letras de emissão do Banco do Brasil S.A., a 180 dias, sem juros.

Com a Instrução nº 256, de 29.10.63, ficou instituído dentre outras coisas, novo regime de recolhimento do depósito compulsório para as importações classificadas na categoria espe -

cial, que passou de 100% para 200% do valor do contrato de câmbio; o mesmo tratamento foi estendido a determinados produtos da categoria geral cuja lista se publicou com norma da Carteira de Câmbio, de 31.10.63.

Finalmente, a Instrução nº 262, de 27.12.63, aumentou de 70% para 80% o repasse obrigatório ao Banco do Brasil das cambiais de exportações de café.

O mercado de câmbio, por sua vez, em fevereiro, apresentou tendência de firmeza progressiva. Tudo leva a crer, porém, que o fortalecimento do cruzeiro se deveu mais à retração da procura das moedas estrangeiras que ao aumento de sua oferta.

No mercado oficial, em que o Banco do Brasil manteve as taxas de Cr\$ 460,00 e Cr\$ 475,00 para compra e venda, respectivamente, deu-se acentuada queda do "boneco". Este ágio pago pelos importadores, para que os exportadores se dispusessem a vender suas cambiais, oscilava entre Cr\$ 80,00 e Cr\$ 90,00 em meados de janeiro, caindo para 70/75 cruzeiros em fim de fevereiro. No mercado "paralelo" a queda foi mais acentuada ainda, fechando-

se o mês de fevereiro com 680/690 cruzeiros por dólar, contra 780/795 cruzeiros em meados de janeiro.

A queda do "boneco" deveu-se à retração da procura, resultante do início da campanha encetada pelo Governo de contenção da inflação, que parece ter atingido inicialmente os importadores. Nos anos precedentes, a contínua acumulação de estoques de produtos importados foi um dos principais fatores do enfraquecimento do cruzeiro no mercado cambial.

Há, ainda, a mencionar a política adotada pelo Banco do Brasil, reduzindo de US\$ 30 mil para US\$ 15 mil o limite máximo de compra de cambiais por empresa e por semana. Essa atitude do banco oficial deveria, em condições normais, incrementar a procura nos demais bancos e, conseqüentemente, aumentar o valor do "boneco". Contrariamente a essa tendência, o "boneco" declinou em virtude da retração dos importadores e tomadores financeiros, motivada pela diminuição do crédito bancário.

No mercado "paralelo", o fortalecimento do cruzeiro de

veu-se, também, à forte retração da procura acompanhada de pequeno incremento da oferta, de vez que esse setor está mais sujeito à especulação forçada pelas fortes oscilações a que esteve sujeita a taxa de câmbio. Releva notar que o lucro da especulação cambial foi superado pelo das transações em Bolsa, a partir de setembro do ano de 1962, quando se iniciou o "boom" do mercado de capitais. Ao que tudo indica, houve em fevereiro forte modificação dos ativos financeiros, em favor dos títulos de companhias.

O prêmio do câmbio paralelo que, em janeiro, foi de 41.1%, caiu para 27.9% no mês seguinte.

Entre meados de fevereiro e fins de março, a cotação do dólar baixou cerca de 12% no mercado "paralelo" e pouco mais de 6% no "bancário" (inclusive "boneco"). A taxa de venda no mercado "paralelo" caiu de 722 cruzeiros por dólar para 635, enquanto que o "boneco" se reduzia de 85 cruzeiros para 50, fazendo baixar a taxa "bancária" de 560 cruzeiros por dólar para 525, no período em causa.

No que respeita ao mercado "bancário" (comercial), a

causa predominante do fortalecimento do cruzeiro foi a redução da procura por moeda estrangeira, conquanto tivesse havido também, em menor escala, um aumento da oferta. A liberação de 5% da cota de contribuição do cacau foi a principal razão do aumento verificado na oferta de cambiais no mercado de câmbio.

Foi, porém, indiscutível a influência da contração da procura de câmbio na queda que se verificou no "boneco". As repetidas crises políticas que dominaram o país no decorrer de 1962 haviam levado os importadores a procurarem acumular estoques de produtos e matérias-primas importadas, como precaução contra qualquer interrupção mais prolongada no mercado. Não admira, pois, que o afrouxamento da crise política, desde janeiro de 1963, aliado às perspectivas favoráveis dos entendimentos financeiros do Governo, com os Estados Unidos - que efetivamente se confirmaram - tivesse como resultado uma diminuição da "corrida" para o dólar, provocando, portanto, sua baixa. A isso juntou-se também a queda relativa dos depósitos bancários - na verdade, em ter

mos absolutos teria havido apenas uma estagnação - reduzindo a capacidade de ampliação do crédito, principal fonte que alimenta a procura de moeda estrangeira.

Já no que se refere ao mercado "paralelo", tudo leva a crer que a firmeza do cruzeiro se deveria a um conjunto de fatores, cuja importância relativa é difícil de medir. Entre outros motivos, parecem de maior significação os seguintes: afrouxamento da crise política logo após o plebiscito; contenção do ritmo de crescimento do crédito bancário; exigência de registro dos depósitos mantidos no exterior, especialmente no caso dos pequenos depósitos; influência sazonal imposta pelo calendário fiscal; "boom" nas bolsas de valores, fazendo com que o rendimento das aplicações mobiliárias superasse o da especulação cambial etc.

Em 22 de abril foi baixada a Instrução 239 da SUMOC, através da qual se depreciou a taxa oficial de câmbio de Cr\$ 460,00/Cr\$ 475,00 por dólar (compra e venda, respectivamente) para Cr\$ 600,00/Cr\$ 620,00. Foi, assim, majorada a taxa do mercado comercial para praticamente o mesmo nível

que vigorava no mercado paralelo, que se havia estabilizado em torno de 620-630, após ter ultrapassado Cr\$ 800,00 , em princípio de janeiro de mesmo ano. A taxa anterior vinha-se mantendo imutável desde setembro de 1962, não obstante o nível geral de preços ter-se elevado de mais de 40%, desde então.

Paralelamente, com o propósito de limitar os efeitos dessa depreciação cambial sobre os preços internos, foram aumentadas as quotas de retenção das cambiais de exportação de café e cacau, e criada a de 40 cruzeiros por dólar para o algodão, que antes vinha pleiteando a concessão de uma taxa especial de 560 cruzeiros por dólar. Do lado das importações, foi reduzido para 60% do valor do contrato de câmbio (anteriormente era 80%) o depósito compulsório, de de que o importador aceitasse a sua devolução em 30 dias, em letras do Tesouro da série "B", isto é, não utilizáveis pelos bancos para fins de depósito à ordem da SUMOC.

Como era de esperar, estas medidas provocaram forte reação no mercado cambial e financeiro. Em 1º lugar, por-

que o "boneco" - isto é, o ágio pago pelos importadores aos exportadores - se havia estabilizado em torno de 60 cruzeiros por dólar. Em outras palavras, os exportadores vinham negociando suas cambiais a 520 cruzeiros por dólar (460+60). Em 2º lugar, porque a relativa escassez de cruzeiros tendia a fazer baixar ainda mais aquele artifício.

Finalmente, porque, dada a obrigatoriedade de depósitos prévios para a importação, a fixação da taxa de câmbio, qualquer que fosse o nível, levaria ao ressurgimento do "boneco", pelas vantagens que o mesmo oferecia aos importadores que conseguiam subvalorizar seus contratos de câmbio, remetendo a diferença pelo mercado "paralelo". A taxa de juros do período de congelamento do depósito ou o deságio da letra do Tesouro justificaria essa manobra.

Foi, assim, geral a surpresa do mercado, que esperava a liberação do câmbio, tal como o fizera a Instrução 204. Havia mesmo a impressão de que, se isso fosse feito, ver-se-ia o Governo forçado a sustentar o dólar, para evitar que o cruzeiro se fortalecesse excessivamente, em prejuízo do

fluxo das exportações. Afora os poucos dias iniciais de reajustamento, essa era, ao que parece, a tendência previsível.

Não são conhecidos os motivos que levaram as autoridades monetárias a optar pela fixação da taxa de câmbio em nível mais alto que o justificável na ocasião, principalmente se se considerar que tanto o "boneco" como a taxa do mercado "paralelo" acusavam tendência para o fortalecimento do cruzeiro. Aparentemente, as duas principais causas determinantes dessa opção teriam sido o receio de que a taxa se elevasse excessivamente nos primeiros dias, enfraquecendo a política financeira de austeridade do governo, e a necessidade de ampliar o montante de letras do Tesouro que os importadores poderiam tomar.

Como se esperava, tão logo o mercado de câmbio se adaptou às novas condições, o mercado paralelo passou a cotar o dólar em torno de 700 cruzeiros, enquanto reaparecia o "boneco", elevando a remuneração dos exportadores em 10-20 cruzeiros por dólar, com tendência a subir ainda mais.

É, contudo, importante assinalar que o ritmo das expor

tações - exclusive as de café que se reduziram substancialmente nos primeiros dias - voltou a acelerar-se, tão logo se permitiu que a produção nacional recuperasse seu poder competitivo no mercado internacional.

Após os primeiros dias de adaptação às novas condições decorrentes da Instrução 239 da SUMOC (de 23.4.63), voltou a enfraquecer-se o mercado de câmbio. No mercado paralelo, a cotação do dólar, que se havia firmado em torno de 680-700 cruzeiros no período de 23 de abril a 10 de maio, quase atingiu os recordes alcançados no fim de 1962 e início de 1963, quando mais sérias foram as crises políticas. Paralelamente, no mercado oficial, tornavam-se evidentes os sinais de sensível pressão com o propósito de voltar a generalizar-se o "boneco".

Vários foram os motivos desse enfraquecimento do cruzeiro, tanto no mercado oficial como no "paralelo". Inicialmente, a política de crédito, que havia provocado sensível redução da procura de câmbio, parece ter sido atenuada no decorrer de maio. Com isso, revigorou-se a pressão sobre

o mercado, ao mesmo tempo que se reduzia a oferta de cambiais. Não menos importante foi também o periódico recrudescimento da instabilidade política. Em particular, destacou-se a expectativa em torno das conclusões da missão técnica do Fundo Monetário Internacional que nos visitou. Os boatos de que suas conclusões seriam desfavoráveis à pretensão do Brasil provocaram rápida deterioração da taxa cambial, que chegou, em fins de maio, a 780 cruzeiros.

Mais importante, porém, que esses dois fatores, pareceu ser a influência prejudicial do próprio sistema em vigor da taxa única e fixa prevalecente no mercado oficial. Como é sabido, os bancos autorizados a operar em câmbio eram obrigados a repassar os excedentes de suas posições compradas ao Banco do Brasil, que exercia assim o monopólio virtual das operações cambiais. Em face dessa impossibilidade de repasses interbancários, criavam-se verdadeiros compartimentos estanques, em que prevaleciam as posições compradas, enfraquecendo-se o mercado por deficiência da oferta.

Esse enfraquecimento não se restringia ao mercado "pa-

ralelo", onde se abasteciam os importadores que não encontravam cobertura suficiente no mercado oficial. O mais afetado era precisamente o mercado oficial, dado que a procura tinha de ser concentrada em um pequeno número de estabelecimentos bancários. Se eles pudessem repassar seus excedentes comprados para os que tinham excedentes da procura, seria encontrado o equilíbrio entre a oferta e a procura de cambiais, estabilizando-se a taxa, sem necessidade de oferecerem-se âgios aos exportadores. Os Bancos de clientela nitidamente importadora se viam forçados a atrair exportadores para completar a transação, sob pena de ter de transferir seus clientes para o Banco do Brasil, perdendo para este seus depositantes. O "boneco" que era pago nestes casos chegava a atingir Cr\$ 20,00 por dólar.

Outro caso em que se realizavam transações com "boneco" era o dos exportadores de algodão. Isto porque a Instrução 239 lhes impôs uma cota de retenção equivalente a Cr\$ 40,00 por dólar. Inconformados com tal fato, só se dispunham a negociar suas cambiais com um âgio do mesmo valor,

anulando-se, portanto, a imposição anterior, com evidentes vantagens fiscais para os que assim procediam.

Dados os movimentos tanto no mercado paralelo quanto no oficial, após a desvalorização do cruzeiro ao câmbio oficial, o prêmio do dólar caiu de 21% - taxa de fins de março - para 14.5% em final de abril.

O enfraquecimento do cruzeiro no mercado "paralelo", como já se esperava, acabou por contagiar o mercado comercial.

A partir de meados de junho reapareceu o "boneco" nas transações comerciais, sob a forma generalizada que o caracterizara até a Instrução 239 da SUMOC.

No decorrer de junho agravou-se o desequilíbrio do mercado cambial, tanto o das transações comerciais como financeiras ("paralelo"). Neste último citado, o motivo principal foi a reforma ministerial, que ocupou as manchetes dos jornais durante cerca de 3 semanas. A substituição do Ministério da Fazenda e a provável mudança de orientação da política financeira do governo provocaram o movimento especulativo que culminou na segunda-feira, 17 de junho, quando o

dólar chegou a ser cotado a Cr\$ 823,00. Tão logo, porém , foi conhecido o nome do novo Ministro, e sua aceitação ao convite, voltou a equilibrar-se o mercado, com a cotação da moeda americana baixando para cerca de Cr\$ 780,00.

Já o desequilíbrio verificado no mercado comercial teve outras origens, além das de caráter político que afetaram o mercado "paralelo". Desde a divulgação das Instruções 239 e 240, da SUMOC - esta última aprovando o plano de safra de café para 1963/64 - os exportadores mais afetados pelas medidas restritivas nelas contidas começaram a reter suas divisas, somente negociando as indispensáveis à cobertura de suas eventuais necessidades de cruzeiros. Era, portanto, de esperar que a ligeira liberação do controle do crédito observada em maio aumentasse a resistência dos exportadores. Em uma semana, de 17 a 21 de junho, o "boneco" já havia atingido Cr\$ 20,00 por dólar, havendo expectativa de que continuasse a elevar-se. A falta do repasse interbancário estimulou alguns bancos a financiarem os importadores com base no valor total de suas transações, isto é, ta

xa de câmbio, depósito compulsório e "boneco".

O prêmio do câmbio paralelo em fins de maio elevou-se para 21.8%, em virtude da elevação da cotação do paralelo para Cr\$ 755,00/US\$ concomitantemente à cotação no mercado oficial constante ao nível de Cr\$ 620,00:-

O comportamento do mercado cambial é bem um reflexo da instabilidade que se fez sentir nos meios financeiros do país.

Enquanto se adiam os planos de investimento em capital fixo para um momento em que sejam mais claras as perspectivas econômicas e políticas em geral, os recursos financeiros disponíveis buscam aplicação de maior ou menor liquidez.

Não admira, pois, que o câmbio e os imóveis tivessem sofrido acentuada alta desde maio, ao contrário do que vinha ocorrendo até o fim de abril de 1963. Para isso deve ter contribuído, também, o relativo desinteresse pelas letras de câmbio, por força da obrigatoriedade de identificação

dos beneficiários dos deságios, imposta pela Lei do empréstimo compulsório (Lei 4.242, de 17.7.63).

As taxas vigentes no mercado paralelo-manual e de cheques - de câmbio se elevaram em mais de 100 cruzeiros desde o início de agosto, levando o Governo a tentar controlar esses mercados através das Instruções 244 e 245 da SUMOC, ambas de 24.8.63. Ao que parece, porém, o efeito foi desfavorável.

A ameaça de estabelecer um controle parcial de duvidosa eficiência sobre um mercado eminentemente especulativo, em virtude da aceleração do desequilíbrio inflacionário, parece ter resultado em maior exacerbação da procura, conjugada à retração da oferta. Foi possível essa coincidência de forças no sentido do enfraquecimento do cruzeiro no mercado de câmbio, graças à extraordinária expansão dos depósitos à vista no sistema bancário desde junho.

A elevação da taxa do câmbio no mercado financeiro, como seria de esperar, repercutiu no mercado oficial. Dada a rigidez da respectiva taxa, fixada administrativamente em

600-620 cruzeiros por dólar desde o fim de abril de 1963, dobrou o ágio pago pelos importadores aos exportadores ("boneco") desde o início de agosto. No dia 21 de agosto, chegou a ser cotado acima de Cr\$ 60,00, quando no início do mesmo mês não chegava a Cr\$ 30,00.

O prêmio do paralelo em julho e agosto foi elevado 32.3% e 33.2% respectivamente.

Com a elevação do repasse obrigatório para o Banco do Brasil das divisas provenientes da exportação do café, negociadas pelos bancos particulares, nos termos da Instrução 245 citada, revelou-se a difícil posição do Banco do Brasil para fazer face aos seus compromissos financeiros no exterior. Ao mesmo tempo que se acumulavam os atrasados comerciais, aproximavam-se os vencimentos de parcelas importantes de nossa dívida externa, sem que as reservas cambiais do país estivessem aptas para tanto. Era pois de esperar que, reduzindo-se as disponibilidades cambiais em mãos dos bancos particulares, para o atendimento de sua clientela importadora, sofresse o "boneco" nova majoração nas semanas seguin -

tes; acentuando assim a desvalorização do cruzeiro.

À medida que se agravava o descoberto cambial do país, crescendo os atrasados comerciais e buscando o governo adiamento de compromissos financeiros com entidades governamentais e internacionais, aumentava a desconfiança no cruzeiro. A expectativa geral era de que em futuro próximo as Autoridades Monetárias seriam forçadas a fazer novo reajustamento nas taxas oficiais fixadas desde meados de abril de 1963 em Cr\$ 600,00 e Cr\$ 620,00, respectivamente, para compra e venda. Essa expectativa refletiu-se na cotação do "boneco" que chegou a atingir 100 cruzeiros em fins de agosto.

Contrariamente ao que se esperava, com o surgimento da cobertura proveniente das exportações de cacau, o mercado comercial recuperou-se ligeiramente, a partir dos primeiros dias de setembro. Enquanto se enfraquecia o mercado "paralelo", com a divulgação da Instrução 244, o "boneco" voltou a reduzir-se. Seu nível em meados de setembro oscilava entre 60-80 cruzeiros.

Conforme já comentamos, a tentativa de estabelecer um controle de duvidosa eficiência sobre as transações financeiras - especialmente viagens e turismo - provocou novo desequilíbrio no mercado "paralelo". O agravamento da crise política, com os acontecimentos de Brasília, em que foram envolvidas a Marinha e a Força Aérea, resultou em verdadeira "fuga" do cruzeiro, com a taxa do dólar se depreciando 200 cruzeiros em 30 dias.

A sobretaxa criada pela Instrução 204, inicialmente fixada em 280 cruzeiros, foi elevada para 380 cruzeiros, mas ainda assim a taxa efetiva do mercado financeiro oficial era ultrapassada em mais de 100 cruzeiros no mercado "paralelo" (1.000 e 1.200 cruzeiros, respectivamente).

As fortes oscilações do dólar no mercado "paralelo" de câmbio dão bem uma idéia da insegurança que caracterizou a economia do país em 1963, particularmente no que tange à sua vida financeira. Entre 15 de setembro e 20 de outubro a taxa de câmbio variou entre Cr\$ 1.075 e Cr\$ 1.275 por dólar,

170

voltando a cair a Cr\$ 1.070, após a retirada da Mensagem solicitando o estado de sítio.

O prêmio do câmbio paralelo em fins de setembro elevou-se substancialmente, atingindo 65.2%, no dia 25 daquele mês.

A nova trégua política dos últimos dias de outubro, somente ameaçada pela greve geral em São Paulo, juntamente com a elevação da cotação do café no mercado internacional - reduzindo a procura de dólar para efeito de cobertura do registro mínimo para sua liberação -, parecem ter sido as principais causas do recuo da taxa de câmbio no mercado paralelo.

No mercado comercial foi, também, sensível a queda da sobretaxa paga pelos importadores aos exportadores. Essa sobretaxa ("boneco") baixou do nível de 82 cruzeiros por dólar que havia atingido em meados de setembro para 55 cruzeiros em meados de outubro. O efeito desfavorável de tal fato sobre as exportações dos produtos que se beneficiavam daquele prêmio, em face da rigidez artificial da taxa de câmbio, foi porém compensado pelo aumento do volume e valor das exportações de

café nos 2 meses precedentes.

Contribuiu ainda para os melhores resultados em nossa balança comercial, e, conseqüentemente, para a redução do de sequilíbrio cambial, a partir de meados de setembro, a maior contenção imposta às importações. A imposição de limites se manais para a aquisição de divisas no mercado comercial de câmbio juntou-se, em 11 de outubro, nos termos da Instrução nº 254 da SUMOC, a elevação da porcentagem dos depósitos pré vios de importação de 80% para 100% do valor do contrato de câmbio. Ao mesmo tempo, a greve dos bancários, seguida por forte elevação do custo administrativo do dinheiro nos estabelecimentos de crédito, deve ter contribuído para diminuir o financiamento das importações no período em análise.

Como era de esperar, a tentativa de oficializar o merca do paralelo - Instrução nº 244 da SUMOC - resultou inteiramente infrutífera, não obstante a sobretaxa imposta à taxa oficial tivesse atingido 400 cruzeiros por dólar. A dificul dade de acompanhar-se por via administrativa o extremo nervo sismo que caracterizou o mercado cambial desde agosto de 1961,

fez com que o mercado especial instituído pela referida Instrução nada mais fosse que nominal. Na 3a. semana de outubro o custo efetivo do câmbio no mercado em causa oscilou entre 980 e 1.000 cruzeiros para a compra e 1.000 e 1.020 cruzeiros por dólar para a venda, enquanto o mercado paralelo se mantinha entre o máximo de 1.125 e o mínimo de 1.050 cruzeiros para a compra e 1.135 e 1.070 cruzeiros por dólar para a venda. Se a essa diferença acrescentar-se a excessiva burocratização do referido mercado, têm-se os motivos do desinteresse do público por ele que, aliás, carecia de oferta.

O mercado de câmbio no período de 10.10 a 22.11.63 registrou sensíveis flutuações da taxa.

O prêmio do dólar em fins de outubro manteve-se elevado - 61.0%.

Em verdade, se consideradas tão somente as datas limites, o mercado teria estado em equilíbrio quase perfeito. Contudo, na maior parte desse período, o cruzeiro acusou progressivo fortalecimento, mas se enfraqueceu rapidamente no

fim.

Não há como negar que as medidas impostas pelas Autoridades Monetárias (Instruções 244 e seguintes) e as notícias e boatos de renúncia e crise política, veiculados a partir de 20 de novembro, responderam pelas oscilações que se verificaram.

Continuaram em vigência no mercado oficial as taxas fixadas em Cr\$ 600,00 e Cr\$ 620,00, respectivamente, para a compra e venda. A essas cotações, entretanto, só transacionavam o Banco do Brasil e poucos bancos particulares, uma vez que os demais estabelecimentos autorizados a operar em câmbio eram forçados por seus clientes a se utilizarem do artifício cambial conhecido por "boneco".

No período em foco, o "boneco" caiu de Cr\$ 63,00 (15/10) a Cr\$ 9,00 (12/11), em face da melhoria da oferta e retração da procura. O aumento da oferta foi devido ao incremento nas exportações de café, sisal, soja, carne, milho e peles, e a retração da procura, às medidas adotadas pela SUMOC, que resultaram em relativa escassez de crédito aos tomadores de

cobertura cambial. Cumpre aduzir que, no período de 12 a 18/11, se realizaram transações em "boneco", mas com os bancos cobrando comissão de 1%, o que vale dizer, um "boneco" de Cr\$ 6,00 por dólar. Posteriormente, com a resolução nº 280 do IBC que limitou as exportações brasileiras de café nos últimos 2 meses do ano, ao volume efetivo em outubro, cresceu a expectativa de falta de cobertura a curto prazo. Este fato motivou aqodamento da procura, culminando com a as censão do "boneco" - em 4 dias (19 a 22/11) - até o nível médio de Cr\$ 62,00.

O setor financeiro especial foi criado com a Instrução 244, para atender precipuamente transações capituladas como "viagens internacionais". Neste mercado, porém, os detento - res de cobertura raramente apareciam, preferindo vender suas cambiais no mercado "paralelo", que lhes oferecia taxa mais favorável. O mercado "especial" somente subsistia por " solicitação" das Autoridades Monetárias, o que fazia com que os bancos mantivessem a taxa nominal de Cr\$ 1.000,00.

Nesse setor, entretanto, se verificou ligeira melhoria do cruzeiro, em face das dificuldades que a FIBAN impôs para visar as operações da espécie.

Finalmente, no mercado "paralelo" as oscilações das cotações apresentaram comportamento idêntico ao do mercado oficial. A diferença entre os pontos máximo e mínimo no período é praticamente igual à queda observada no "boneco" Já no início da última semana do mês, com a suspensão da trêgua política que vigorava desde meados de setembro, voltou a enfraquecer-se o cruzeiro. Para isso muito deve ter contribuído a perspectiva de renúncia do Ministro Carvalho Pinto. Em poucos dias a cotação se elevou a quase Cr\$ 1.200,00 durante o expediente do dia 22/11. A partir desse dia, com a notícia de que não haveria a crise ministerial, o mercado retornou à relativa calma, determinando um recuo nas cotações de quase Cr\$ 80,00 por dólar.

Com o agravamento da situação política que se seguiu aos boatos em torno de nova reforma ministerial, verificou-se no-

va "fuga" do cruzeiro no mercado de câmbio, exacerbando a procura de moeda estrangeira. A taxa do mercado "paralelo" que é bem um espelho da instabilidade política e financeira do país, acusou uma alta de quase 200 cruzeiros entre 18 de novembro e 20 de dezembro, passando de 1.073 cruzeiros/dó - lar para 1.245 cruzeiros/dólar.

Em fins de novembro, o prêmio do dólar era dos mais elevados ao longo de todo o ano de 1963 - 62.5%.

Com a substituição do Ministro da Fazenda, ocorrida nos últimos dias do mês, chegaram a ser realizadas transações a 1.300 cruzeiros por dólar, refletindo o estado de verdadeiro pânico que dominou o mercado cambial por algumas horas.

Enquanto isso ocorria no mercado "paralelo", onde as taxas se formam livremente entre compradores e vendedores, no mercado financeiro - regulado pelo Banco do Brasil por força da sobretaxa instituída pela Instrução 244 - ocorria o inverso. Depois de a taxa efetiva de câmbio ter atingido mais de 1.000 cruzeiros por dólar em princípio de novembro (ta-

xa oficial de 600 mais sobretaxa de 410 cruzeiros, em
12.11.63), começou a haver recuo da sobretaxa fixada pela
Carteira de Câmbio do Banco do Brasil, até atingir o mínimo
de 350 cruzeiros entre 11 e 16 de dezembro. A taxa efetiva
de câmbio recuou, assim, para 950 cruzeiros por dólar durante
aqueles 5 dias, voltando, porém, a enfraquecer-se a partir
de 17 de dezembro.

No mercado oficial foi mantida, durante todo o período
a taxa de 600-620 cruzeiros/dólar, apesar dos constantes
rumores de que seria reajustada. Esses rumores contribui
ram e continuavam contribuindo até o fim de dezembro para
maior enfraquecimento do cruzeiro. Neste sentido, aliás,
como que confirmando o reconhecimento do governo de que a
taxa do mercado oficial não mais correspondia ao poder de
compra do cruzeiro em relação ao dólar, foi baixada em 29
de novembro, a Instrução 258 da SUMOC, concedendo uma bonificação
aos produtos manufaturados que viessem a ser exportados.

Paralelamente, o "boneco" que havia praticamente desaparecido, por força de melhor cobertura decorrente do aumento das exportações de café (entre 12 e 18 de novembro as transações eram efetuadas mediante o pagamento da taxa de 1% a título de comissão bancária) voltou a ser exigido no mercado de exportação, quando realizada por bancos comerciais.

A partir de 19 de novembro iniciou-se sua elevação - inicialmente correspondendo a 9 cruzeiros - até atingir 123 cruzeiros por dólar em 20 de dezembro.

Em fins de dezembro, o prêmio do dólar era de 63.3% , correspondendo à cotação no mercado comercial de 747,00/US\$ - o que inclui um "boneco" de 127,00 - e à cotação de Cr\$ 1.220,00/US\$ no mercado paralelo (para venda).

O comportamento do mercado de câmbio, no período de 15/01 a 20/02/64, revelou toda a expectativa reinante em face dos boatos e rumores sobre alterações na sistemática cambial.

Essas notícias, ora ameaçavam com o monopólio cambial,

ora sugeriam a volta à 204, ora antecipavam ainda a simples elevação da taxa oficial mantida pelas Autoridades Monetárias.

Daí ter o "boneco" acusado alta de 50 cruzeiros no período, passando de Cr\$ 250/US\$ para Cr\$ 300,00, quando foi baixada a Instrução nº 263. Isto significa que a taxa efetiva, com exceção do Banco do Brasil, era já de Cr\$ 900-920, não obstante ter-se mantido imutável a taxa oficial de Cr\$ 600-620. A sobretaxa do mercado financeiro, instituída pela Instrução nº 244, revelou igualmente o forte enfraquecimento do cruzeiro. Entre 15 de janeiro e 20 de fevereiro ela subiu de Cr\$ 420 para Cr\$ 640/US\$, o que colocou a taxa efetiva de câmbio, na véspera da Instrução nº 263, em Cr\$... 1.240-1.260/US\$. O mercado em que se refletia mais fortemente a intranquilidade política reinante era o "paralelo".

A medida que se acentuava a "fuga" do cruzeiro, se enfraquecia a taxa de câmbio, que acabou por fixar-se em Cr\$ 1.420/US\$. O prêmio em 25 de janeiro era de 55.5%.

Em 20/02/64, as Autoridades Monetárias, pela Instrução nº 263, adotaram medidas que determinaram sensíveis alterações no sistema cambiál. Essas modificações situaram-se fundamentalmente na diferenciação das taxas cambiais, grupadas que foram em fixas e flutuantes. Por essa norma, o café, açúcar e petróleo nas exportações, assim como o petróleo, trigo, papel de imprensa e equipamentos para a Petrobrás nas importações e transferências financeiras oficiais, passaram a ser conduzidas às taxas de Cr\$ 600 e Cr\$ 620; as demais operações, às taxas livremente convencionadas entre as partes.

Mais uma vez se repetiu o mesmo erro que ocorria antes da Instrução nº 204. Com o propósito de manter artificialmente baixos os preços de alguns artigos importados, acentuou-se a elevação de todo o sistema de preços, sem qualquer vantagem para os consumidores. O que estes deixaram de pagar a mais por alguns artigos - se é que efetivamente o subsídio era transferido aos consumidores - foi mais do que

compensado pela elevação de todos os outros preços.

Além disso, no subsídio cambial reside o ponto de partida do desequilíbrio cambial, por força da exacerbação da procura dos produtos subsidiados e do endividamento excessivo no exterior.

Finalmente, há que acrescentar a pressão das remessas de juros, lucros e dividendos, artificialmente contidas durante o ano de 1963. Com a regulamentação da lei de remessas de lucros, é de se supor que todas as empresas que remetiam dividendos para o exterior, e não o fizeram em 1963, tenham passado a fazê-lo juntamente com os de 1964, e até o limite assegurado na lei.

A instabilidade política que atingiu o auge no mês de março se refletiu de maneira inequívoca no mercado cambial. No mercado paralelo, a depreciação do cruzeiro ultrapassou 25% em pouco mais de um mês, elevando-se a taxa do dólar de Cr\$ 1.370 para Cr\$ 1.880 entre 25 de fevereiro e 31 de março seguinte. O prêmio do dólar que em fevereiro era de

24.6%, elevou-se em março, chegando a 33.2% no dia 25 do mês.

Nos primeiros dias de abril de 1964, quando foi decretado feriado bancário em virtude da crise militar deflagrada em 31 de março, o dólar chegou a ser negociado a mais de Cr\$ 2.000, no mercado manual. O prêmio chegou a atingir 56.3%, equiparando-se aos níveis de pico registrados nos últimos meses de 1963 e, ainda, em janeiro de 1964.

A evidente supervalorização do dólar, decorrente da instabilidade política, se confirma com a análise do comportamento do mercado oficial livre. Mesmo no auge da crise, a taxa de venda não chegou a atingir Cr\$ 1.300, iniciando-se sua queda tão logo o ambiente político se desanuviou.

A atuação das Autoridades Monetárias no setor cambial foi impotente para conter a "fuga" do cruzeiro provocada pelos acontecimentos que culminaram com a deposição do governo.

O máximo que foi conseguido se resumiu na criação de um outro mercado oficial livre, com taxas artificiais fixadas pelo Banco do Brasil, inteiramente divorciadas da realidade. Esse fato tornou-se ainda mais patente, quando foi decidido que a importação de bens considerados supérfluos - e por isso mesmo sujeitos a um depósito prévio de 200% (duzentos por cento) seria transferida para o Banco do Brasil.

É óbvio que o desequilíbrio entre a compra e a venda de cambiais por aquele banco oficial se agravou ainda mais, forçando as Autoridades Monetárias a criarem entraves burocráticos à pressão que sobre elas se exercia.

Essa transferência da procura de cambiais dos bancos comerciais para o Banco do Brasil teve, porém, resultados favoráveis sobre o nível da taxa naqueles bancos. A sua cobertura, derivada principalmente das exportações de algodão, cujas cambiais vinham sendo retidas pelos exportadores, na expectativa de melhores taxas, à medida que se agravava a tensão política, pode assim aproximar-se da pro

cura que sobre elas se fazia.

É evidente, porém, que esses artifícios procuravam a penas encobrir a causa principal do desequilíbrio, que se encontrava na desconfiança do mercado com relação ao Governo.

A prova disso é que, vitorioso o movimento armado que depôs a administração, voltou o mercado a uma situação mais compatível com o poder de compra do cruzeiro no setor cambial. O prêmio caiu para 2.9%.

QUADRO X

COTAÇÃO MENSAL DO DÓLAR - Cr\$/US\$

DIA 25 DE CADA MÊS

<u>ANO/MÊS</u>	<u>OFICIAL</u>	<u>PARALELO</u>	<u>PRÊMIO</u>
<u>1961</u>			
NOV	312,00	358,00	14.7
DEZ	345,00	385,00	11.6
<u>1962</u>			
JAN	318,00	368,00	15.7
FEV (boneco = 20,00)	338,00	383,00	13.3
MAR (boneco = 20,00)	338,00	363,00	7.4
ABR (boneco = 20,00)	338,00	348,00	3.0

COTAÇÃO MENSAL DO DÓLAR - Cr\$/US\$ - QUADRO X CONTINUAÇÃO

<u>ANO/MÊS</u>	<u>OFICIAL</u>	<u>PARALELO</u>	<u>PRÊMIO</u>
MAI	362,00	395,00 (20)	9.1
JUN	362,00 (21)	445,00 (20)	22.9
JUL	367,00	478,00	30.3
AGO	470,00	660,00 (22)	40.4
SET	475,00	670,00 (20)	41.1
OUT (boneco = 15,00)	490,00	645,00 (20)	31.6
NOV (boneco = 15,00)	490,00	720,00 (20)	46.9
DEZ (boneco = 80,00)	555,00	800,00 (20)	44.1
<u>1963</u>			
JAN (boneco = 85,00)	560,00	790,00 (20)	41.1
FEV (boneco = 80,00)	555,00	710,00 (20)	27.9
MAR (boneco = 50,00)	525,00	635,00 (20)	21.0
ABR	620,00	710,00 (20)	14.5
MAI	620,00	755,00 (20)	21.8
JUN (boneco = 20,00)	640,00	775,00 (20)	21.1
JUL (boneco = 25,00)	645,00	853,00 (20)	32.3
AGO (boneco = 78,00)	698,00	930,00 (20)	33.2
SET (boneco = 64,00)	684,00	1.130,00 (20)	65.2
OUT (boneco = 57,00)	677,00	1.090,00 (20)	61.0
NOV (boneco = 63,00)	683,00	1.110,00 (20)	62.5
DEZ (boneco = 127,00)	747,00	1.220,00 (20)	63.3
<u>1964 (23)</u>			
JAN (boneco = 290,00)	910,00	1.415,00 (20)	55.5
FEV	1.100,00	1.370,00 (20)	24.6
MAR	1.280,00	1.705,00 (20)	33.2
ABR	1.200,00	1.235,00	2.9
MAI	1.200,00	1.290,00 (20)	7.5
JUN	1.200,00	1.305,00 (20)	8.8

COTAÇÃO MENSAL DO DÓLAR - Cr\$/US\$ - QUADRO X - CONTINUAÇÃO

<u>ANO/MÊS</u>	<u>OFICIAL</u>	<u>PARALELO</u>	<u>PRÊMIO</u>
JUL	1.200,00	1.355,00 (20)	12.9
AGO	1.255,00	1.645,00 (20)	31.1
SET	1.610,00	1.800,00 (20)	11.8
OUT	1.610,00	1.730,00 (20)	7.5
NOV	1.610,00	1.675,00	4.0
DEZ	1.850,00	1.850,00 (20)	0.0
<u>1965</u>			
JAN	1.850,00	1.860,00 (20)	0.5
FEV	1.850,00	1.865,00 (20)	0.8
MAR	1.850,00	1.845,00 (20)	- 0.3
ABR	1.850,00	1.855,00	0.3
MAI	1.850,00	1.865,00	0.8
JUN	1.850,00	1.875,00	1.4
JUL	1.850,00	1.875,00	1.4
AGO	1.850,00	1.875,00	1.4
SET	1.850,00	1.870,00	1.1
OUT	1.850,00	1.870,00	1.1
NOV	2.220,00	2.225,00	0.2
DEZ	2.220,00	2.230,00	0.5
<u>1966</u>			
JAN	2.220,00	2.230,00	0.5
FEV	2.220,00	2.225,00	0.2
MAR	2.220,00	2.230,00	0.5
ABR	2.220,00	2.225,00	0.2
MAI	2.220,00	2.225,00	0.2
JUN	2.220,00	2.220,00	0.0
JUL	2.220,00	2.228,00	0.4
AGO	2.220,00	2.225,00	0.2

COTAÇÃO MENSAL DO DÓLAR - Cr\$/US\$ - QUADRO X - CONTINUAÇÃO

<u>ANO/MÊS</u>	<u>OFICIAL</u>	<u>PARALELO</u>	<u>PRÊMIO</u>
SET	2.220,00	2.220,00	0.0
OUT	2.220,00	2.220,00	0.0
NOV	2.220,00	2.210,00	- 0.5
DEZ	2.220,00	2.210,00	- 0.5
<u>1967</u>			
JAN	2.220,00	2.240,00	0.9
FEV	2.715,00	2.730,00	0.6
MAR	2.715,00	2.725,00	0.4
ABR	2.715,00	2.750,00	1.3
MAI	2.715,00	2.730,00	0.6
JUN	2.715,00	2.780,00	2.4
JUL	2,715	2,75	1.3
AGO	2,715	3,08	13.4
SET	2,715	3,15	16.0
OUT	2,715	3,15	16.0
NOV	2,715	3,15	16.0
DEZ	2,715	3,32	22.3
<u>1968</u>			
JAN	3,22	3,45	7.1
FEV	3,22	3,42	6.2
MAR	3,22	3,36	4.4
ABR	3,22	3,48	8.1
MAI	3,22	3,68	14.3
JUN	3,22	3,70	14.9
JUL	3,22	3,60	11.8
AGO	3,65	3,83	4.9
SET	3,70	3,85	4.1
OUT	3,70	3,90	5.4
NOV	3,77	3,965	5.2

COTAÇÃO MENSAL DO DÓLAR - Cr\$/US\$ - QUADRO X - CONTINUAÇÃO

<u>ANO/MÊS</u>	<u>OFICIAL</u>	<u>PARALELO</u>	<u>PRÊMIO</u>
DEZ	3,83	4,30	12.3
<u>1969</u>			
JAN	3,93	4,25	8.1
FEV	3,93	4,30	9.4
MAR	4,00	4,30	7.5
ABR	4,00	4,25	6.3
MAI	4,05	4,30	6.2
JUN	4,05	4,43	9.4
JUL	4,10	4,55	11.0
AGO	4,10	4,50	9.8
SET	4,15	4,50	8.4
OUT	4,21	4,58	8.8
NOV	4,29	4,65	8.4
DEZ	4,35	4,55	6.9
<u>1970</u>			
JAN	4,35	4,75	9.2
FEV	4,41	4,80	8.8
MAR	4,41	4,75	7.7
ABR	4,49	4,85	8.0
MAI	4,56	5,00	9.7
JUN	4,56	5,02	10.1
JUL	4,65	5,12	10.1
AGO	4,65	5,10	9.7
SET	4,72	5,15	9.1
OUT	4,72	5,15	9.1
NOV	4,86	5,15	6.0
DEZ	4,95	5,15	4.0

COTAÇÃO MENSAL DO DÓLAR - Cr\$/US\$ - QUADRO X - CONTINUAÇÃO

<u>ANO/MÊS</u>	<u>OFICIAL</u>	<u>PARALELO</u>	<u>PRÊMIO</u>
<u>1971</u>			
JAN	4,95	5,25	6.1
FEV	5,03	5,35	6.4
MAR	5,11	5,45	6.7
ABR	5,11	5,50	7.6
MAI	5,195	5,50	5.9
JUN	5,285	6,00	13.5
JUL	5,285	6,15	16.4
AGO	5,405	6,20	14.7
SET	5,505	6,30	14.4
OUT	5,505	6,20	12.6
NOV	5,635	6,30	11.8
DEZ	5,635	6,30	11.8
<u>1972</u>			
JAN	5,635	6,35	12.7
FEV	5,785	6,40	10.6
MAR	5,845	6,40	9.5
ABR	5,845	6,35	8.6
MAI	5,915	6,55	10.7
JUN	5,915	6,70	13.3
JUL	5,965	6,75	13.2
AGO	5,965	6,70	12.3
SET	6,025	6,70	11.2
OUT	6,095	6,70	9.9
NOV	6,165	6,60	7.1
DEZ	6,215	6,65	7.0

COTAÇÃO MENSAL DO DÓLAR - Cr\$/US\$ - QUADRO X - CONTINUAÇÃO

<u>ANO/MÊS</u>	<u>OFICIAL</u>	<u>PARALELO</u>	<u>PRÊMIO</u>
<u>1973</u>			
JAN	6,215	6,80	9.4
FEV	6,030	6,65	10.3
MAR	6,030	6,45	7.0
ABR	6,10	6,35	4.1
MAI	6,10	6,55	7.4
JUN	6,10	6,45	5.7
JUL	6,13	6,45	5.2
AGO	6,13	6,45	5.2
SET	6,16	6,75	9.6
OUT	6,16	6,80	10.4
NOV	6,16	6,90	12.0
DEZ	6,22	5,95	11.7
<u>1974</u>			
JAN	6,22	7,15	15.0
FEV	6,455	7,15	10.8
MAR (a)	6,455	6,85	6.1
ABR	6,555	6,95	6.0
MAI	6,555	7,05	7.6
JUN	6,815	7,15	4.9
JUL	6,885	7,65	11.1
AGO	7,020	7,90	12.5
SET	7,130	7,90	10.8
OUT	7,220	7,90	9.4
NOV	7,325	7,85	7.2
DEZ	7,435	7,95	6.9

COTAÇÃO MENSAL DO DÓLAR - Cr\$/US\$ - QUADRO X - CONTINUAÇÃO

<u>ANO/MÊS</u>	<u>OFICIAL</u>	<u>PARALELO</u>	<u>PRÊMIO</u>
<u>1975</u>			
JAN	7,550	7,95	5.3
FEV	7,620	7,90	3.7
MAR	7,735	7,80	0.3
ABR	7,845	7,95	1.3
MAI	7,975	8,60	7.8
JUN	8,070	9,60	19.0
JUL	8,130	9,60	18.1
AGO	8,360	9,60	14.8
SET	8,520	9,60	12.7
OUT	8,670	10,40	20.0
NOV	8,900	11,20	25.8
DEZ	9,070	12,30	35.6
<u>1976</u>			
JAN	9,245	12,70	37.4
FEV	9,420	12,00	27.4
MAR	9,935	12,50	25.8
ABR	10,365	12,60	21.6
MAI	10,550	13,30	26.1
JUN	10,800	13,40	24.1
JUL	10,955	13,50	23.2
AGO	11,170	13,50	20.9
SET	11,370	13,70	20.5
OUT	11,830	14,20	20.0
NOV	12,055	15,70	30.2
DEZ	12,345	15,20	23.1

COTAÇÃO MENSAL DO DÓLAR - CR\$/US\$ - QUADRO X - CONTINUAÇÃO

<u>ANO/MÊS</u>	<u>OFICIAL</u>	<u>PARALELO</u>	<u>PRÊMIO</u>
<u>1977</u>			
JAN	12,590	15,30	21.5
FEV	12,870	15,30	18.9
MAR	13,050	15,20	16.5
ABR	13,365	15,00	12.2
MAI	14,000	15,00	7.1
JUN	14,350	16,40	14.3
JUL	14,560	16,60	14.0
AGO	14,810	18,10	22.2
SET	15,020	18,30	21.8
OUT	15,275	18,60	21.7
NOV	15,535	19,30	24.2
DEZ	16,050	19,90	24.0
<u>1978</u>			
JAN	16,250	19,70	21.2
FEV	16,495	19,50	18.2
MAR	16,945	19,00	12.1
ABR	17,265	18,80	8.9
MAI	17,700	19,70	11.3
JUN	18,030	20,30	12.6
JUL	18,410	22,00	19.5
AGO	18,850	23,00	22.0
SET	19,250	23,20	20.5
OUT	19,640	23,20	18.1
NOV	20,050	26,00	29.7
DEZ	20,920	26,20	25.2

COTAÇÃO MENSAL DO DÓLAR - Cr\$/US\$ - QUADRO X - CONTINUAÇÃO

<u>ANO/MÊS</u>	<u>OFICIAL</u>	<u>PARALELO</u>	<u>PRÊMIO</u>
<u>1979</u>			
JAN	21,790	26,30	20.7
FEV	22,250	25,50	14.6
MAR	23,130	26,30	13.7
ABR	23,790	27,50	15.6
MAI	24,775	30,00	21.1
JUN	25,655	31,60	23.2
JUL	26,115	30,90	18.3
AGO	27,775	31,00	11.6
SET	29,825	34,00	14.0
OUT	30,415	40,00	31.5
NOV	32,040	40,00	24.8
DEZ	42,530	48,00	12.9
<u>1980</u>			
JAN	43,890	47,50	8.2
FEV	45,310	47,00	3.7
MAR	46,800	48,00	2.6
ABR	49,060	49,50	0.9
MAI	50,810	53,00	4.3
JUN	52,315	59,00	12.8
JUL	53,880	57,00	5.8
AGO	55,845	61,50	10.1
SET	57,590	69,00	19.8
OUT	60,690	70,00	15.3
NOV (b)	61,355	70,00	14.1
DEZ	64,210	69,50	8.2

COTAÇÃO MENSAL DO DÓLAR - Cr\$/US\$ - QUADRO X - CONTINUAÇÃO

<u>ANO/MÊS</u>	<u>OFICIAL</u>	<u>PARALELO</u>	<u>PRÊMIO</u>
<u>1981</u>			
JAN	68,44	68,10	- 0.5
FEV	70,51	70,50	0.0
MAR	73,38	74,00	0.9
ABR	79,86	81,50	2.1
MAI	82,94	94,00	13.3
JUN	88,14	104,00	18.0
JUL	93,20	125,00	34.1
AGO	99,11	124,00	25.1
SET	104,64	128,00	22.3
OUT	110,67	132,00	19.3
NOV	116,91	144,00	23.2
DEZ	125,42	159,00	26.8
<u>1982</u>			
JAN	129,97	177,00	36.2
FEV	136,75	177,00	29.4
MAR	143,59	203,00	41.4
ABR	150,62	228,00	51.4
MAI	158,36	208,00	31.4
JUN	167,04	206,00	23.3
JUL	176,28	238,00	35.0
AGO	186,26	288,00	54.6
SET	202,29	320,00	58.2
OUT	214,68	395,00	84.0
NOV	229,60	390,00	69.9
DEZ	244,86	425,00	73.6

COTAÇÃO MENSAL DO DÓLAR - Cr\$/US\$ - QUADRO X - CONTINUAÇÃO

<u>ANO/MÊS</u>	<u>OFICIAL</u>	<u>PARALELO</u>	<u>PRÊMIO</u>
<u>1983</u>			
JAN	266 ,10	500 ,00	87.9
FEV (c)	293 ,41	545 ,00	85.7
MAR	396 ,03	700 ,00	76.8
ABR	434 ,45	670 ,00	54.2
MAI	474 ,29	660 ,00	39.2
JUN	515 ,31	820 ,00	59.1
JUL	568 ,79	970 ,00	70.5

Observações sobre o Quadro X

- (a) A partir de março/1974, as taxas apresentadas são de fim de período.
- (b) A partir de novembro/1980, as taxas são do dia 15 de ca

da mês ou da 5a. feira mais próxima ao dia 15.

- (c) Esta é a cotação do dia 17 de fevereiro. Dia 15 de fevereiro foi feriado. No dia 18 foi anunciada a máxima valorização do cruzeiro em 30 por cento. Imediatamente antes de tal anúncio, as taxas em vigor eram: Cr\$ 570,00/US\$ no paralelo, Cr\$ 293,41/US\$ no oficial; e o prêmio era de 94.3%.
-

- (21) A cotação oficial do dólar para junho/1962 provavelmente deveria ser acrescido um "boneco"; contudo, por não termos informação sobre o seu valor, não o incluímos na cifra apresentada no QUADRO X.
- (22) A cotação do dólar paralelo para o mês de agosto apresenta-se se refere ao dia 31/agosto, após 15 dias, desde 16 de agosto, sem que houvesse cotação para o dólar, no mercado manual. Para efeito de coerência, a cotação oficial do dólar em agosto no QUADRO X também se refere ao dia 31 daquele mês.
- (23) Cotação de venda no mercado livre para o Banco do Brasil, a partir de maio/1964.

3.8 Mercado cambial unificado com máximas valorizações -

Maio de 1964/agosto de 1968.

Ao iniciar-se o ano de 1964, o balanço de pagamentos do país estava gravado, além dos compromissos correntes, com aproximadamente US\$ 1 bilhão de outros a vencerem no período 64/65, o que deveria elevar o déficit a nível jamais registrado.

Após o movimento de 31.3.64, não restava às novas Autoridades Monetárias, como solução imediata, senão procurar obter dos credores o reescalonamento daqueles pagamentos, de forma a torná-los exeqüíveis, de acordo com a nossa reduzida capacidade de pagar, considerando que não era mais possível comprimir as importações além do nível em que se situavam.

Assim é que as conversações mantidas com institui -
ções financeiras internacionais, governo e credores ame-
ricanos e europeus permitiram situar em posição compati-
vel com a nossa capacidade de solvência os pagamentos
que se venciam no biênio.

Paralelamente ao equacionamento do problema dos débitos externos, as Autoridades Monetárias iniciaram o combate à inflação, com vistas a minimizar o mais rapidamente o seu impacto negativo sobre o desenvolvimento econômico, e, bem assim, permitir que os preços dos principais produtos de nossa pauta exportável se tornassem competitivos no mercado internacional.

O balanço de pagamentos revelou um superávit de US\$ 40 milhões em todas as moedas. Este resultado, em confronto com o de 1963, expressa uma melhoria de US\$ 348 milhões. Cumpre ressaltar que no 1º semestre de 1964 o déficit somava US\$ 95 milhões; obviamente, no 2º semestre ob - servou-se sensível melhora.

A melhoria do resultado do balanço de pagamentos em 1964 concretizou-se em virtude da conjugação dos seguintes fatores: elevação verificada nas exportações de açúcar, cacau e pinho; contenção de US\$ 208 milhões no montante glo -

bal das importações; melhoria de US\$ 55 milhões no tradicional déficit de "invisíveis" do balanço de pagamentos; e superávit de US\$ 21 milhões no movimento de capitais autônomos.

Vejamos algumas das NORMAS CAMBIAIS E DE COMÉRCIO EXTERIOR baixadas em 1964: Instruções da Superintendência da Moeda e do Crédito.

A primeira foi a Instrução nº 270, de 9.5.64, que transferiu para o mercado livre de câmbio as operações relativas à importação de trigo, petróleo e derivados, papel de imprensa, equipamentos para a Petrobrás e as remessas financeiras governamentais, mantendo a taxa de exportação de café em Cr\$ 600 por dólar. Autorizou ainda a Carteira de Câmbio do Banco do Brasil a realizar contratações trimestrais para a importação de petróleo e derivados.

Em 3.8.64, a Instrução nº 275 alterou para 60% o depósito compulsório para todas as mercadorias, inclusive as da categoria geral, e para 100% todas as operações financeiras.

ras. O referido depósito seria restituído no fim de 30 dias em letras do Banco do Brasil S.A., vencíveis em 180 dias, sem juros. Em adição, foi elevado para 20% o encargo financeiro sobre todas as mercadorias sujeitas ao depósito prévio.

Em 9.8.64, a Instrução nº 276 autorizou a CACEX a licenciar, com dispensa de promessa de licença (licitação de divisas), a importação de máquinas usadas, sem similar nacional, desde que destinadas ao uso próprio da empresa importadora.

Revogou a Instrução nº 177, de 13.1.59, relativa ao subsídio ao papel de imprensa.

A Instrução nº 278, de 10 de setembro de 1964, estipulou novas condições a serem observadas pelo Banco do Brasil, quanto ao refinanciamento de exportações financiadas de equipamentos, instituída pela Instrução nº 215, 25.9.61.

Em 10.8.64, a Instrução nº 279 permitiu às empresas industriais exportadoras de produtos de sua fabricação utili -

zar, com dispensa do recolhimento compulsório e encargo financeiro, até 50% do valor de suas exportações, para efeito de importações de interesse próprio. Essas importações deveriam ser de matérias-primas, equipamentos sem similar nacional e/ou compromissos financeiros no exterior. A Instrução concedeu ainda quotas especiais de câmbio, quando se tratava de operações de "draw-back", e permitiu fechamento simultâneo de compra e venda de câmbio para aquelas operações. No mesmo passo, foi revogada a Instrução nº 249, de 3.9.63.

Pela Instrução nº 282, de 19 de novembro de 1964, foi estabelecido que a quota de contribuição de 5% não incidiria sobre o resultado da industrialização de 200.000 sacas de cacau em amêndoas.

Em 1.12.64, a Instrução nº 283 estabeleceu a equalização das quotas de contribuição de café, sendo autorizado o Instituto Brasileiro do Café a regulamentar a matéria. As exportações de café seriam conduzidas às taxas livres de

câmbio, mantendo-se, porém, o repasse obrigatório de 90% ao Banco do Brasil. Deste modo, foi revogada a Instrução nº 272, de 2.6.64.

Pela Instrução nº 285, de 24.12.64, instituiu-se a modalidade de exportação em consignação, em primeiro lugar para os produtos manufaturados constantes das classes 6, 7 e 8 da Nomenclatura Brasileira de Mercadorias.

Ainda em 24.12.64, a Instrução nº 285, revogando a Instrução nº 280, de 22.9.64, modificou a estrutura do encargo financeiro e adotou o valor de 10% para as mercadorias e 30% para as operações financeiras, ao mesmo tempo que unificou em 50% o valor do depósito compulsório.

Finalmente, em 26.12.64, a Instrução nº 286 estipulou normas e controles sobre a venda de "traveler's checks" e câmbio manual. Autorizou a Carteira de Câmbio do Banco do Brasil S.A. a baixar a respectiva regulamentação, visando a que todas as cotações do mercado fossem realizadas pelo seu valor líquido.

O movimento revolucionário de 31.3.64 foi o principal responsável pela relativa normalização do mercado de câmbio. Mesmo assim, é de ressaltar-se a oscilação das cotações do mercado paralelo que, após declínio progressivo até o nível de Cr\$ 1.200,00 por dólar, elevaram-se abruptamente para Cr\$ 1.415,00, em 20 de maio. Por outro lado, as transações conduzidas através do Banco do Brasil não proporcionaram qualquer alteração de sua cotação, já que esta era determinada pelas Autoridades Monetárias e nunca pelo livre jogo da oferta e da procura. Mas o Banco do Brasil adotava duas espécies de cotação: a subsidiada e a livre. Em 8.5.64, pela Instrução nº 270, da SUMOC, determinaram as Autoridades Monetárias a eliminação quase total dos subsídios e a liberação de certos confiscos cambiais.

Quanto aos demais estabelecimentos bancários, observou-se uma tendência de dissociarem outra vez suas cotações das do Banco do Brasil, em função da ligeira retração nas exportações, notadamente nas de café e algodão. Ajunte-se a isso

o fato de que durante o mês de abril as transações cambiais foram bastante reduzidas, em termos de procura.

Já o mercado paralelo revelou, inicialmente, tendência de supervalorização do cruzeiro e, posteriormente, retorno ao seu provável nível de equilíbrio. Grosso modo, pode-se estabelecer o nível da cotação paralela nas seguintes bases: qualquer transação bancária (exceção daquelas isentas de recolhimento) estava sujeita a um depósito prévio mínimo de 100% sobre o valor em cruzeiro do respectivo contrato. Isto implicava em que para a efetivação de uma transação, por exemplo, de US\$ 1.000, o tomador teria que dispor de Cr\$ 2.400.000,00 (Cr\$ 1.200.000 para o contrato e Cr\$ 1.200.000 para o depósito compulsório). A efetivação de depósito compulsório equivaleria a uma emissão de letras do Banco do Brasil, de igual valor, a prazo de 180 dias sem juros.

De posse dessas letras, o tomador poderia negociá-las no mercado de capitais com deságio nunca inferior a 20%. Lo

go, podia-se atribuir ao tomador uma perda monetária igual a 20% do depósito efetuado. Era lícito, pois, somar esses 20% ao custo da moeda estrangeira, isto é, Cr\$ 240,00, que, adicionados à taxa de Cr\$ 1.200,00 por dólar, totalizavam uma cotação real de Cr\$ 1.440,00. Mas se era este o nível em termos reais da "cotação paralela", cabe esclarecer o porque da queda até o nível das cotações bancárias.

Após o período revolucionário e a expectativa de volta à tranqüilidade político-social, ocorreu forte retração da procura e elevação da oferta, com a conseqüente queda da taxa. A expectativa dos ofertantes, porém, era de queda e assim procuravam rapidamente o mercado para negociar suas divisas, pois, no dia seguinte, a taxa seria mais baixa.

Em contraposição, os que procuravam divisas pensavam da mesma forma e deixavam suas compras também para o dia seguinte. Esse comportamento das duas forças determinou uma queda mais que proporcional das cotações. Passada essa expectativa, as cotações reagiram e rapidamente procuraram voltar a

seu ponto de equilíbrio relativo.

O mercado cambial, no período maio a junho apresentou a cotação do dólar relativamente estabilizada. O Banco do Brasil continuava mantendo cotações fixas em Cr\$ 1.160,00 e Cr\$ 1.200,00 para a compra e venda, respectivamente.

Apesar disto, as cotações operadas pelos demais bancos, conquanto próximas da do Banco do Brasil, oscilavam. A expectativa de que a inflação tenderia a reduzir-se no futuro próximo parecia influir sobre o nível dos estoques de produtos importados, com evidentes reflexos sobre as compras correntes.

Ainda assim, já se faziam sentir sobre as cotações os primeiros reflexos do desnível entre a receita e a despesa cambial, mormente depois de conhecido o declínio das exportações de café. Esse diferencial não foi superior, graças à ação desenvolvida pelo Banco do Estado da Guanabara, que, ao manter taxa idêntica à do Banco do Brasil e, ao que se dizia, com cobertura proveniente dos empréstimos à SURSAN, de-

teve a tendência - já generalizada em São Paulo - de enfraquecimento do cruzeiro.

A procura ainda estava bastante retraída, em função dos razoáveis estoques de mercadorias, importadas anteriormente. Quanto ao mercado paralelo a tendência de sua taxa no período em análise foi a de situar-se em torno de Cr\$ 1.300,00. Isso resultou, essencialmente, de dois fatores.

O primeiro, representado pela retração da procura em face da expectativa otimista dos tomadores financeiros, que esperavam não ter mais necessidade de marginalizar-se para efetuar suas transações normais. O segundo, decorrente de reduzido mas progressivo incremento da oferta, oriunda de "entresouramentos" em moeda estrangeira efetuados por detentores das poupanças, que não escondiam seu pessimismo quanto à conjuntura econômica do governo anterior.

O prêmio do dólar, por sua vez, nos meses de maio e junho começou a elevar-se, paulatinamente, para 7.5% e 8.8% respectivamente.

No período julho/agosto o mercado cambial apresentou cotações ascendentes do dólar americano. Essa majoração deveu-se, em parte, a menores exportações de café, que reduziram a oferta no mercado de câmbio. De modo mais amplo, o aumento da cotação do dólar foi sintoma normal numa conjuntura de expectativa.

A promulgação da Instrução nº 275, de 3.8.64, restringindo os depósitos compulsórios, embora com a criação de um en-cargo financeiro de 20%, estimulou, ao menos psicologicamente, a procura de divisas para importação. Acelerado o ritmo dessa demanda pelas interpretações da queda nas cotações do cafê e conseqüente perda de receita, face à não ratificação do Acordo Internacional do Café e às menores exportações do pro-duto, o resultado imediato foi uma elevação das cotações do dólar. O prêmio do dólar acompanhou a elevação ao nível "pa-ralelo", passando de 12.9% em julho, para 31.1% em fins de a-gosto.

As cotações das moedas estrangeiras, no período de 15 de

agosto a 30 de setembro, revelaram forte deterioração do valor externo do cruzeiro. Em verdade, as operações conduzidas através do Banco do Brasil determinaram um incremento do valor do dólar norte-americano de Cr\$ 355,00, isto é, aproximadamente 28% em 35 dias, e as que se conduziam nos bancos particulares se situavam nas vizinhanças de 26%. Enquanto isso se verificava no setor mais importante do mercado, onde se transacionavam mais de 95% das exportações, o manual e o paralelo revelaram um aumento de apenas 13%.

Essas majorações resultavam da inflação que deteriorava todos os valores presentes e por isso mesmo desencadeavam expectativas, o mais das vezes violentas. Tanto é assim que, em face de tais expectativas e do comportamento ainda nebuloso do mercado internacional do café, a oferta se retraiu sensivelmente, ao mesmo tempo que se incrementava a procura. Essas expectativas, cumpre ressaltar, foram também influenciadas pelas Autoridades Monetárias, no sentido da relativa estabilização das cotações. Como a posição do balanço de pagamen

tos do país revelava despesa maior que a receita, é natural que se tivesse enfraquecido o mercado cambial; anteriormente, o Banco do Brasil, estava alheio, praticamente, ao dia a dia do mercado.

As Autoridades Monetárias, contudo, procuraram cercear a livre movimentação financeira dos que transacionavam no mercado, através de circulares da SUMOC e comunicados da Carteira de Câmbio. Ocorre, entretanto, que os bancos particulares ainda continuavam a financiar as transações cambiais, determinando, assim, o suprimento em cruzeiros a essas operações. A elevação das cotações a níveis superiores ao real pode ser estabelecida ou provocada pelo próprio mercado manual ou paralelo, cujas oscilações são ditadas mais pelo comportamento do mercado que pelo setor. Sentindo esse problema de desnível, as Autoridades Monetárias decidiram reforçar a permanência atuante do Banco do Brasil no mercado, até que os bancos particulares se compenetrassem de que não havia interesse de concorrência, por parte do Banco do Brasil, mas

tão-somente propósito de atualização das cotações, visando à elevação dos contingentes exportáveis.

Tendo em vista o realinhamento da taxa cotada para o dólar pelo Banco do Brasil, o prêmio do dólar caiu acentuada - mente, em setembro, para 11.8%.

O mercado de câmbio, no período entre setembro e fins de outubro acusou comportamento diversificado nos setores que o integram. O primeiro, que abrange as operações conduzidas pelo Banco do Brasil, apresentou perfeita estabilidade, com cotações de Cr\$ 1.200,00 por dólar para a importação de petróleo e derivados e Cr\$ 1.550,00 para a compra e Cr\$ 1.610,00 para a venda, nas demais operações, comerciais ou financeiras, realizadas pelo estabelecimento oficial de crédito do país. Essa estabilidade não nos permite observar a atuação e mesmo a quantificação das forças econômicas no período. O segundo setor é o que compreende os bancos autorizados a operar em câmbio e que no período revelaram oscilações nas cotações da moeda estrangeira. Essas variações se

deveram, em boa parte, ao livre jogo da oferta e da procura e também à ação das Autoridades Monetárias. Do lado da oferta, verificaram-se mutações no comportamento do preço e exportações de café. Primeiramente, uma retração das vendas ao exterior, ao mesmo tempo em que baixavam as cotações internacionais do produto. Depois, ao se elevarem as cotações internacionais, notou-se incremento das exportações de café paralelamente às de algodão, estas autorizadas pela CACEX. Do lado da procura, o incremento era distorcido por facilidades demasiadas de crédito.

A fim de minimizar esses incentivos e trazer à realidade os que transacionavam no mercado cambial, as Autoridades Monetárias houveram por bem aumentar de 10% o ônus fiscal imposto às importações, ao mesmo tempo em que determinavam para as transações a prazo um "depósito de garantia" de 100% do valor do contrato de câmbio. Essas medidas não só eliminaram as especulações que se faziam, mas também contiveram o aqodamento da procura. Tais normas objetivavam trazer ao nível das cota

ções do Banco do Brasil as dos bancos particulares, a fim de que fosse obtida a curto prazo, a unificação das taxas, seguida da diminuição gradativa dos ônus financeiros e, a longo prazo, da taxa única flutuante.

Quanto ao mercado paralelo, mostrou relativa melhoria do cruzeiro, em face de ação policial realizada em São Paulo contra "alguns agentes do mercado negro de câmbio". Esta ação refletiu-se imediatamente no Rio de Janeiro, determinando a paralização dos negócios marginais. Paralelamente, retraíram-se também os que transacionavam com câmbio manual mas que, em alguns casos, eram também agentes do mercado paralelo. Esse reflexo permitiu uma relativa retração da procura, ao mesmo tempo em que a oferta se elevava.

Tal esfriamento no mercado de câmbio negro exerceu pressão baixista sobre o prêmio que continuou caindo e alcançou a taxa de 7.5% em final de outubro de 1964.

O mercado de câmbio, no período de 15.10 a 20.11.64, apresentou substancial melhoria do cruzeiro, nos setores em

que as cotações eram livremente convencionadas entre as partes.

No mercado dos bancos particulares, cujas cotações eram livremente estabelecidas entre as partes contratantes, notou-se também rápida valorização do cruzeiro. No que respeita à oferta, observou-se melhoria nas exportações de café, minérios, algodão e algumas manufaturas. A redução da procura deveu-se a um incremento dos ônus financeiros impostos às transações comerciais e financeiras, aliado a uma relativa escassez de crédito bancário. Ainda assim, as cotações deste setor declinaram até emparelhar-se com as do Banco do Brasil, não as ultrapassando, em face da possível perda de negócios substanciais.

Quanto aos demais setores, manual e paralelo, notou-se idêntica melhoria, mas já ali acompanhada de fases de desvalorização do cruzeiro. O fenômeno se deveu ao incremento da oferta determinada por fatores econômicos (maiores entradas e também liquidação de posições anteriormente assumidas

para fazer face a despesas correntes) e psicológicas (confiança nas Autoridades Monetárias), assim como a forte retração da procura (resultante de escassez de cruzeiros, o que pode ter indicado, inclusive, queda na taxa de poupança voluntária).

O reflexo desse fenômeno foi a contínua redução do prêmio do dólar que, em fins de novembro, era de 4.0%.

No decorrer do período entre meados de novembro e fins de dezembro, o mercado cambial - nos seus diversos setores - revelou sensível melhoria do cruzeiro.

No mercado manual, barômetro das poupanças privadas que eram e ainda são investidas em moedas alienígenas, a par de um diminuto movimento de turismo a melhoria do poder de compra do cruzeiro alcançou altos níveis até que as cotações se situassem em torno das do Banco do Brasil. Não há como negar que a oferta foi grandemente incrementada em face da restrição imposta ao crédito bancário, determinando a venda de haveres líquidos em moeda estrangeira para o paga-

mento de necessidades inadiáveis.

O mercado paralelo era reflexo das distorções criadas com a livre movimentação de transações financeiras. De fato, não só a Lei nº 4.131, como outras medidas efetivadas no sentido de impedir a livre movimentação de transações financeiras e mesmo a livre formação da taxa de câmbio, determinaram o surgimento de um setor marginal, conhecido por "mercado paralelo". Cumpre esclarecer que também a situação política influenciava sensivelmente as cotações marginais.

O mercado de câmbio, no período de 15.1 a 26.2.64, após perfeita estabilidade, revelou nos dias finais de fevereiro tendência altista. Essa tendência, exceção feita ao Banco do Brasil, atingiu todos os setores do referido mercado.

Tal fato deveu-se a boatos e rumores, de que se estaria preparando nova alteração da taxa cambial, ao que se dizia, para Cr\$ 2.000 por dólar.

Evidentemente, tratava-se de especulação, mesmo porque a proximidade do carnaval e, por isso mesmo, os ingressos de

moedas estrangeiras de turismo, elevando consideravelmente a receita sem que a procura aumentasse proporcionalmente, não permitiria tal ocorrência. Mais ainda, o pronunciamento feito pelo Presidente da República a respeito da estabilização da economia brasileira não deixou antever proxima-mente qualquer alteração da política governamental, mesmo para um simples reajuste da taxa cambial.

O importante a assinalar, contudo, foi a perfeita estabilidade, exceção do período já mencionado, de todos os setores que integravam o mercado cambial, tais como o Banco do Brasil, os bancos particulares, o mercado manual e o próprio setor marginal, dito paralelo.

As cotações do Banco do Brasil, fixadas em Cr\$ 1.825 para a compra e Cr\$ 1.850 para a venda, permaneceram inalteradas; as dos demais bancos autorizados a operar em câmbio se situaram em torno dessas cotações, com algumas variações para menos. Os mercados manual e paralelo oscilaram também em volta de Cr\$ 1.850.

As medidas postas em prática pelas autoridades monetárias começaram a produzir seus resultados, em particular, o caso da Instrução nº 289 da SUMOC, de 14.1.65, que estabeleceu o mercado de câmbio futuro e cujas repercussões sobre o mercado interno de capitais se fizeram sentir. Baseava-se ela no fato de que, notadamente no 2º trimestre, a incidência da carga tributária das empresas era mais forte. Ora, como não haveria "facilidades" para obtenção de crédito ou mesmo isenções fiscais, as maiores dessas empresas teriam de recorrer às matrizes, ou, em alguns casos, a empréstimos externos para satisfazer tais pagamentos.

Assim, se no início de 1965 o mercado era de oferta, com o prêmio do dólar quase inexistente - 0.5% e 0.8% para janeiro e fevereiro, respectivamente -, no final do terceiro trimestre e durante o 4º o resultado seria inverso.

Entre meados de fevereiro e fins de março de 1965, o mercado manual assinalou cotações inferiores às do Banco do Brasil e na faixa dos bancos particulares. Ressalte-se que

esse comportamento era contrário ao de antes, quando suas cotações superavam as bancárias e tinham certo sentido de marginais.

Quanto ao setor paralelo - mercado negro - manteve comportamento idêntico ao do mercado manual. Tal linha de conduta diz bem da grande ligação existente entre ambos. Esse setor tendeu a extinguir-se, à medida que se foram restringindo os entraves à livre movimentação das divisas. Ajunte-se que as Autoridades resolveram policiar mais o mercado, autuando os que tentavam marginalizar as operações cambiais. O prêmio do dólar, em consequência, já era negativo: - -0.3% em 25 de março de 1965.

Essa tendência apresentou ligeira exceção para os mercados manual e paralelo em fins de abril de 1965, nos quais se notou início de majoração, por motivos a seguir analisados, que comprovavam a existência de grupos especuladores agindo em tais mercados e cujos componentes ainda não haviam se dado conta de que as Autoridades estavam atentas e dispostas a

cumprir um programa. Assim é que, a partir de 20 de abril, ondas de boatos - com a proximidade de feriados e fins de semana - de alteração da taxa cambial e possíveis modificações da sua sistemática determinaram abrupta elevação do dólar nos referidos setores, sem qualquer repercussão sobre as transações efetuadas pelos bancos particulares.

Esse período conturbado do mercado manual cessou a partir do momento em que as Autoridades Monetárias, desautorizando tais notícias, determinaram que o Banco do Brasil oferecesse cobertura necessária para compensar o aumento da procura. Cabe, por outro lado, uma observação relativamente a essa atitude. A cobertura efetuada cingiu-se à entrega de câmbio manual às casas bancárias e agências de turismo, no sentido de atenderem a seus clientes de "balcão".

Contudo, teria sido mais racional que o próprio Banco do Brasil passasse a efetuar as transações, obrigando, assim, os demais agentes a uma liderança direta e não indireta, como ocorreu, com prejuízos financeiros ao Banco do Brasil.

Isto se observava do momento em que o Banco do Brasil vendia câmbio a tais agentes a preço inferior em Cr\$ 10 aos do mercado e sem que para tanto houvesse uma involução das cotações. Assim, o Banco do Brasil vendeu de uma feita US\$ 15.000 a Cr\$ 1.870, quando o mercado manual vendia a Cr\$ 1.875. Quanto ao setor paralelo - mercado negro - estava com cotações idênticas às do mercado manual, em virtude da ação policial contra as atividades de um dos muitos agentes que o integravam e que determinou um retraimento dos outros, os quais, em defesa própria, não mais declaravam suas cotações.

Quanto aos setores Banco do Brasil e demais bancos particulares, cabe analisar os fatores que determinavam uma perfeita estabilidade das cotações. O planejamento econômico do governo atingiu todos os setores da economia nacional e por isso não permitiu que qualquer um deles pudesse influenciar os demais. O setor cambial, no contexto da economia brasileira, não era causa da inflação, mas efeito.

Ora, se as causas - notadamente o excesso de crédito bancário - estavam sendo gradativamente eliminadas, os efeitos tendiam a cessar. Deve-se considerar nessa queda da demanda por divisas os estoques excessivos efetuados anteriormente por importadores e que ainda, estavam sendo consumidos.

O mercado de câmbio, entre meados de abril e final de maio, revelou estabilidade das cotações para o mercado bancário em que se transacionavam bens e serviços e oscilações no setor marginal e manual.

Em verdade, as condições do mercado eram potenciais, isto é, as cotações não refletiam as condições reais de suas principais forças, ou seja, a oferta e a procura.

Ora, a análise das condições de oferta revelava tendência estacionária, em face das manutenções ocorridas na pauta de exportações. Assim é que os aumentos que se observaram nas vendas ao exterior de determinados produtos primários e mesmo de produtos manufaturados foram compen

sados pela diminuição das exportações de café.

A outra componente, a procura, revelou tendência de progressiva redução. Essa redução, contudo, tinha vários aspectos, tais como: diminuição do ritmo de produção nas principais empresas; absorção dos estoques acumulados anteriormente, os quais se faziam de maneira lenta, em face das condições do que se disse acima; e a grande imobilização financeira que as empresas eram obrigadas a realizar, a fim de conseguirem o certificado de cobertura cambial (CCC). Ajunte-se que, para as importações, esse CCC não poderia ser conseguido por prazo inferior a 120 dias, isto é, o importador teria que pagar a importação de imediato e só poderia receber a mercadoria 4 meses após, ou mais.

Os bancos particulares repassavam ao Banco do Brasil, diariamente, uma média de US\$ 2 milhões, em virtude de não poderem manter "posição comprada" superior a US\$ 50 mil por banco e em cada praça.

Por outro lado, as operações no próprio Banco do Brasil in

dicavam que as ofertas, estas acrescidas dos repasses bancários, eram superiores à demanda.

Por isso, é de estimar-se que estivessem equilibradas as cotações, em função da posição do Banco do Brasil, pois, dadas as condições reais do mercado, poder-se-ia esperar que tais cotações fossem inferiores às vigóantes.

Quanto aos setores manual e marginal, suas cotações sofreram influências em face das distorções ocorridas nas cotações do peso uruguaio e do peso argentino, os quais, desvalorizando-se, intensificaram compras de fronteira. Isto determinou um excesso de cruzeiros naqueles dois mercados que, de imediato, solicitaram sua conversão. A intervenção das Autoridades Cambiais, determinando que se repassasse às casas bancárias e agências de turismo papel-moeda estrangeiro para conter o incremento da demanda, fez com que as cotações regredissem aos níveis anteriores. Não há dúvida de que foi mais uma atitude psicológica do que econômica, de vez que a elevação das cotações nesses setores não influen-

ciou as taxas dos bancos particulares. De todo modo, a conjuntura na Argentina e no Uruguai explica a elevação do prêmio do dólar de 0,3% em fins de abril para 0,8% no final de maio.

Até fins de agosto de 1965, o mercado de câmbio revelou perfeita estabilidade das taxas no setor bancário e ligeira melhoria do cruzeiro no mercado manual. Contudo, foi sensível a retração da procura de divisas. Em primeiro lugar, o programa de estabilização determinou uma redução do consumo global, que repercutiu, obviamente, sobre a produção. Em segundo lugar, os estoques, antes formados acima do nível normal, ainda não haviam sido totalmente consumidos. E, finalmente, deve-se registrar a expectativa gerada em todas as classes, em face do desconhecimento, proposital ou não, da nova realidade econômica que se impusera.

Quanto ao setor manual, observou-se declínio de suas repercussões, em face da retração dos compradores, seja pela queda da renda real, seja por força de motivação psicológica.

Além disso, a decisão das Autoridades Monetárias, permitindo que o sistema bancário fizesse remessas de até US\$50 mensais a título de bolsas de estudo, revistas técnicas, etc., sem comprovação, deve ter determinado um deslocamento da procura, que passaria a se canalizar das casas bancárias e agências de turismo para os bancos, pois estes últimos tinham cotações inferiores.

Quanto ao setor marginal, apesar de que não mais houvesse um conhecimento razoável de suas cotações, por motivo óbvio - sua própria ilegalidade - continuou a operar, embora reduzido em 40% do seu movimento anterior. Embora no QUADRO X deste trabalho tenhamos apresentado a cotação do paralelo em Cr\$ 1.875,00 por dólar, no período de junho a agosto, segundo informações de "dealers", parece que tais cotações estavam sendo efetuadas, em agosto de 65, a taxa superiores a Cr\$ 1.888,00, em face dos riscos que essas operações ofereciam e também porque os meios de comunicação com as diversas praças do mundo foram alterados, provocando o

aumento dos custos da operação.

Ainda em setembro de 1965, o mercado de câmbio permaneceu inalterado, mantido sob o controle das Autoridades Monetárias.

Tal liderança do Banco do Brasil, contudo, resultava de que a oferta superava a procura. Esse fato, tendo em vista que os bancos particulares eram obrigados a determinada posição comprada (US\$ 100 mil) por banco, levava o Banco do Brasil a receber diariamente o excedente das compras que os citados estabelecimentos realizavam, o que os impedia de tentarem qualquer ação no sentido de fazer variar as cotações.

O mercado manual, por sua vez, também se encontrava estabilizado. Isto decorria do contínuo suprimento que as casas bancárias e agências de turismo recebiam, diariamente, do Banco do Brasil. Esse suprimento, entretanto, não refletia uma pressão da demanda interna, mas de procura externa, cujos principais centros eram as praças de Buenos Aires e

Montevideu.

Quanto à faixa marginal (mercado negro), apos a descoberta de um "escritorio" no Rio de Janeiro, ficou bastante re-
traído, so operando em condiçoes especialíssimas e com clien-
tes dignos de toda a confiança e credito. Essas operaçoes,
em numero insignificante na ocasioã, tinham cotaçoes de com-
pra abaixo das do câmbio manual, e as de venda bem superiores
às mais altas cotaçoes legais. Acredita-se mesmo que o dife-
rencial entre as cotaçoes marginais se encontrasse em torno
de Cr\$ 100 por dolar em setembro de 65.

Entretanto, de acordo com os dados de que dispomos, a re-
traçoã na faixa marginal acima mencionada se evidencia na que-
da de 1.4% em agosto para 1.1% em fins de setembro do premio
do câmbio negro.

Ainda em fins de outubro de 1965, persistiam inalteradas
as cotaçoes do mercado de câmbio. Tal estabilidade refletia,
em última análise, a posiçoã superavitária que vinha regis-
trando o balanço de pagamentos, uma vez que permitia às Auto-

ridades Monetárias sustentarem a estabilidade das taxas de câmbio, neutralizando qualquer exacerbação observada na procura da moeda estrangeira na área privada do setor cambial.

O prêmio do câmbio paralelo se mantinha em 1,1%.

Esse poder de controle indireto do governo vinha impedindo, inclusive, que o câmbio - como acontecia freqüente - mente antes dos eventos de 31.3.64 - oscilasse em razão de ocorrências de natureza política. Desse modo, pode ser neutralizado um importante fator de perturbação da atividade econômica. De fato, as constantes oscilações da taxa de câmbio no mercado paralelo, notadamente na fase de inflação mais aguda, tiveram o efeito de provocar ainda mais o crescimento dos preços em inúmeros setores da atividade econômica.

A 13 de novembro, o Governo ao mesmo tempo em que decretava a instituição do cruzeiro novo, a partir de 1966, promovia o reajustamento do valor externo do cruzeiro (taxa cambial), para as operações de mercado livre, de exporta

ção e transferência financeira.

Os novos valores fixados foram de Cr\$ 2.200 e
Cr\$ 2.220, respectivamente para compra e venda do dólar, ou
equivalente em outras moedas, comparativamente aos de
Cr\$ 1.825 e Cr\$ 1.850 vigorantes até então.

O reajuste de cerca de 20% praticamente equivalia aos
gastos que se agregavam à taxa cambial - resultantes dos de
pósitos prévios e do encargo financeiro que incidiam sobre
as importações e transferências financeiras. Estes gastos
foram suprimidos pois, concomitantemente à fixação da nova
taxa cambial, o Conselho Monetário Nacional, com a Resolu-
ção nº 9, de 13 de novembro de 1965, decidiu: 1) - eliminar
os depósitos prévios e o encargo financeiro incidentes so-
bre as importações; 2) - eliminar os depósitos prévios in-
cidentes sobre as transferências financeiras; 3) - reduzir
para 15% o encargo financeiro sobre as transferências finan-
ceiras e para 10%, no caso das empresas que assumissem o
compromisso de estabilização de preços, mantido o sistema

vigente de isenções; e 4) - excluir as importações dos produtos originários de países integrantes da Associação Latino-Americana de Livre Comércio (ALALC), constantes da "Lista Nacional do Brasil", do limite a que estavam sujeitas as operações de fechamento de câmbio, por firma e por semana, no conjunto de todas as praças.

Desse modo, a desvalorização externa do cruzeiro não iria elevar os preços dos produtos importados. Apenas os de petróleo e trigo, onde não incidiam tais encargos financeiros, iriam apresentar ligeiro incremento, assim mesmo no início de 1966, quando a nova taxa entraria em vigor.

O desenvolvimento das taxas das operações conduzidas pelos outros bancos e no mercado paralelo não se distanciava significativamente dos novos níveis fixados e mantidos pelo Banco do Brasil. A cotação no mercado paralelo, especialmente, era de Cr\$ 2.225,00 o que implicava um prêmio de apenas 0,2%.

Este prêmio, embora se tenha elevado ligeiramente em

dezembro, permaneceu baixo, o que refletia os níveis realistas das cotações do dólar fixadas pelas Autoridades Monetárias em 13.11.65, conforme já mencionado. A estabilidade da taxa do paralelo e a proximidade com a oficial evidenciava a situação tranqüila da posição brasileira no mercado de divisas - tanto em termos das reservas cambiais, quanto em relação ao comportamento dos produtos de exportação (ã exceção do café) e das importações; estas últimas, apesar de reativadas pela eliminação do encargo financeiro e de depósitos prévios, não provocaram perturbações no mercado cambial.

O quadro acima descrito se mantém, em linhas gerais, ao longo de todo o ano de 1966.

Efetivamente, a orientação da política econômico-financeira do país não deixava maiores possibilidades de se carrearem para o setor cambial cruzeiros eminentemente especulativos, como era comum acontecer anteriormente.

Durante o ano de 1966, o mercado paralelo se caracterizou por uma escassez de cruzeiros, reflexo da intenção do governo de não deixar que as condições meramente especulativas determinassem o comportamento do câmbio, em particular em ê-pocas especialmente marcadas por fatos políticos. O que se queria impedir era que o mercado cambial fosse, como de outras vezes, o falso barômetro da atividade e expectativas econômico-financeiras internas. Desse modo, obteve-se uma positiva legitimização das operações cambiais, que passaram a se realizar dentro de sua verdadeira finalidade.

Cabe aqui ressaltar que a estabilidade psicológica do mercado cambial agia favoravelmente no combate à inflação. A inflação que se fazia entre os aumentos das taxas no "paralelo" e os demais preços internos, subindo estes por influência psicológica, era nefasta a qualquer política desinflacionária. Contudo, havia, então, no setor cambial - ainda que não por sua responsabilidade direta - importante foco gerador do processo inflacionário, representado pelo

grande saldo da posição cambial do país.

O prêmio do paralelo que se manteve nulo ou ligeiramente positivo ao longo de 1966 desde a maxidesvalorização de novembro de 1965, chegou a ser negativo nos dois últimos meses daquele ano - -0.5% em novembro e dezembro/1966.

Em janeiro de 1967, surgiu novamente a expectativa de desvalorização face à extinção, a partir de março de 1967, da categoria especial de importação, medida concretizada através de Decreto-Lei e de Resolução do Banco Central da República do Brasil. De fato, a crença de que a desvalorização ocorreria em fevereiro/março tinha a justificá-la a possível necessidade de gravar-se a importação dos produtos anteriormente classificados na categoria especial com um maior ônus em auxílio ao sistema natural de proteção aduaneira, que, com a supressão da referida categoria de importação, procurava-se tornar suficiente ao fim a que se destinava.

A estabilidade do mercado cambial explica-se, em gran

de parte, pelo re'estabelecimento do fator confiança de parte do investidor externo, verificado em função do esforço que se vinha fazendo para estancar o processo inflacionário e do clima de maior estabilidade político-administrativa gerado e imposto pela revolução. Todo este quadro tinha reflexo no próprio comportamento dos itens do balanço de pagamentos, em particular, as autorizações de capital cujo nível constante verificado para os anos de 64 a 66 espelhavam o ordenamento alcançado pelo governo para o pagamento das dívidas externas do país.

A ação controladora do governo no mercado cambial em 1966 se deu através de uma série de resoluções e circulares do Banco Central do Brasil, dentre as quais destacamos algumas a seguir :

- Através da Resolução nº 23, de 31.05.66, os importadores ficaram liberados da obediência a limites na compra de divisas para as operações de fechamento de câmbio;
- Consoante a Circular nº 41, de 13.06.66, as exportações de café para a Argentina puderam ser feitas em dólares com

prazos de até 180 dias, para os saques, sem despesas de desconto, desde que amparadas em cartas de crédito instituídas por banqueiros estabelecidos naquele país;

- Pela Resolução nº 35, de 17.09.66, aboliu-se o certificado de Cobertura Cambial (CCC) por terem as importações de produtos classificados na Categoria Geral sido dispensados da contratação prévia do câmbio. Em substituição, criou-se a Guia de Importação com as mesmas características do CCC para efeito do visto consular e desembaraço aduaneiro. A Guia seria de emissão da CACEX com prazo de validade de 120 dias para efeito de embarque das mercadorias no exterior. O desembaraço alfandegário estaria subordinado à prova do fechamento de câmbio;

- Com a Resolução nº 37, de 23.09.66, aboliu-se nas transferências financeiras para o exterior, o encargo financeiro de 15% estabelecido na Resolução nº 9 de 13.11.65, item III;

- Por intermédio da Resolução nº 41, de 22.11.66, ficou determinado que, a partir de 01.03.67, as importações dos productos classificados na categoria especial da Lei de Tarifas

processar-se-iam de acordo com as normas vigentes para os constantes da categoria geral da mesma Lei. Um decreto da mesma data modificou transcendentalmente o tratamento tarifário de importação brasileira.

Ainda no referente a comércio exterior, vale realçar a criação, através da Lei nº 5025 de 10.06.66, do Conselho Nacional do Comércio Exterior (CONCEX), com a atribuição de formular a política de comércio exterior, bem como determinar, orientar e coordenar a execução das medidas necessárias à expansão das transações comerciais com o exterior.

As expectativas de maxidesvalorização vieram a se confirmar em 13 de fevereiro de 67, conforme decisão do Conselho Monetário Nacional no dia 8 do mesmo mês, com o que as cotações de compra e venda, respectivamente, passaram de ... NCr\$ 2,20 e NCr\$ 2,22, para NCr\$ 2,70 e NCr\$ 2,715. A desvalorização cambial foi de cerca de 22,7% face ao aumento do custo de vida na Guanabara de 41% para o período, desde a penúltima correção cambial - novembro/65 - até dezembro de

1966, ou, alternativamente, face às elevações de 39,8% no índice de preços por atacado. A disparidade entre a correção cambial e a variação nos índices de preços teria sido explicada, segundo consta, pela frustação de safras agrícolas.

O prêmio do dólar no câmbio paralelo que havia se elevado em janeiro de -0.5% para 0.9% em função da expectativa de maxidesvalorização já mencionada, baixou ligeiramente, mantendo-se positivo em 0.6%, em fevereiro, após a efetivação da maxi.

Embora interessasse manter o nível elevado das receitas nas exportações de mercadorias, face às condições gerais prevalecentes, não se pretendia deixar o câmbio exercer pressão inflacionista de relevo na economia. Para impedir tal depressão, um dos melhores meios era efetivamente o estímulo às importações, que se materializaria através de uma dose maior de dinamismo à atividade privada. A mudança de ritmo para as atividades do setor privado da economia, com elevação dos investimentos, implicaria efetivamente em alargamento do crê

dito - portanto, afrouxamento da política creditícia vigorante até o final do Governo Castelo Branco - e, logicamente, a busca de níveis de consumo mais altos. Em consequência, haveria a necessidade de revisão da política salarial de só se contemplar reajuste de ano em ano, além do reexame da política tributária, com vistas a dar maior poder de compra ao consumidor.

O fato é que a tranqüilidade no setor cambial, para continuar a ser preservada, exigia o comportamento favorável das exportações. Estas, por sua vez, enfrentavam após o primeiro trimestre de 67, perda de poder aquisitivo, determinada, em última instância, pela queda do preço externo dos produtos brasileiros, estabilidade da taxa cambial apesar da desvalorização doméstica do cruzeiro - irrealismo cambial -, e baixo índice de produtividade.

Nos primeiros dias de junho de 1967, as Autoridades Monetárias decidiram exigir a identificação dos compradores de moeda estrangeira no mercado manual, o que sugeria como con-

seqüência natural o reaparecimento do "mercado paralelo" ou negro nos moldes do que existia anteriormente a dezembro de 64. O "paralelo" voltaria, neste caso, a apontar as flutuações decorrentes dos eventos de ordem política, de um modo geral. Foi, aliás, o que aconteceu - o ressurgimento do mercado "paralelo" ou negro.

Provavelmente foi um acúmulo de fatos negativos no mercado manual de câmbio que levou o Banco Central a baixar a Circular nº 90, de 01.06.67, obrigando as instituições financeiras autorizadas a operar em câmbio a exigirem identificação dos compradores de moeda estrangeira.

Em consequência, a cotação no paralelo que, para venda, era de Cr\$ 2730/US\$ em fins de maio, passou para Cr\$ 2780 / US\$ após a citada Circular do Banco Central, com a elevação do prêmio de 0.6% para 2.4% no mesmo período.

O fato é que o mercado de câmbio manual passou durante a primeira metade do ano de 1967 por diversas pressões de caráter anormal. A primeira ocorreu durante o período imedia-

tamente anterior à desvalorização de 13 de fevereiro, sem contudo chegar a afetar o mercado em face da pronta cobertura dada pelas autoridades monetárias. Posteriormente, com a deflagração do conflito no Oriente Médio, deu-se no va pressão sobre as casas de câmbio, com a moeda estrangeira intensamente procurada pelos que temiam conseqüências so bre o conturbado panorama político mundial. Posteriormente, a expectativa de que o Governo seria forçado a proceder a nova desvalorização de parte dos que julgavam que a de fevereiro teria sido insuficiente para cobrir a elevação dos custos ocorrida em 1966 manteve o mercado cambial em constante pressão especulativa, obrigando as autoridades monetárias a dar cobertura maior que a julgada normal, em face do comportamento desse segmento do mercado cambial.

Deve-se acrescentar, ainda, que a partir de 1966 deu-se uma inversão de tendência comparativamente aos dois anos anteriores - pós-Revolução - no que se refere à acumulação de reservas bem como ao saldo em conta-corrente do balanço

de pagamentos. Em 1964 e 1965 o que se presenciou foi uma acelerada acumulação de reservas, com substanciais superávits em conta-corrente. A partir de 1966, as medidas tomadas pelas autoridades monetárias, cujo efeito monetário se opunha à política anti-inflacionária seguida pelo Governo, vingaram. Tinham o intuito de reduzir o ritmo de acumulação de reservas cambiais. Já em 1967, deve ter contribuído decididamente para acelerar as importações a antecipação da desvalorização da taxa de câmbio para meados de fevereiro, quando a taxa do dólar passou a NCr\$ 2,20 para NCr\$ 2,70.

Deve ter sido, também, apreciável para o resultado da balança comercial correspondente ao início do ano de 1967 a decisão das autoridades monetárias de extinguir a categoria especial de importação que entrou em vigor a partir de março, conforme já citado, juntamente com a rebaixa geral de tarifas alfandegárias imposta pelo Decreto-Lei nº 63, de 21.11.66. As duas medidas foram tomadas com o propósito de atenuar os efeitos da desvalorização cambial já, então,

prevista para o 1º trimestre de 1967.

A circular nº 902 de efeito meramente psicológico sobre determinada faixa do mercado, levou as Autoridades, justamente por essa razão, a entenderem que novas limitações deveriam ser impostas ao mercado para coibir abusos que vinham ocorrendo.

A decisão do Conselho Monetário Nacional, consubstanciada na Resolução nº 62 do Banco Central, de 17.08.67, a partir da qual as compras de moeda manual só seriam permitidas às pessoas que viajassem para o exterior, firmou tendência da política governamental, primordialmente, evitar a evasão de divisas que, a partir de 1965 até o início do 2º semestre de 1967, alcançaria o montante de 150 a 200 milhões de dólares por ano, (estimativas oficiais).

São várias as motivações que induzem os operadores do mercado de câmbio a transferirem suas transações para a faixa do mercado negro. Das principais razões ressaltava-se,

com maior ênfase, na ocasião, o desejo dos compradores e ven
dedores de moedas estrangeiras de se furtarem às imposições
de caráter fiscal.

Segundo declarações oficiais, o Governo não caminhava
para qualquer tipo de controle cambial, pois o Conselho Moneu
tário Nacional, através da Resolução nº 63 do Banco Central,
de 21.08.67, acabara de adotar um conjunto de medidas tipicau
mente de liberação cambial, ao garantir a todas as empresas
do país - nacionais ou estrangeiras - o que antes só era peru
mitido às estrangeiras, através da Instrução nº 289, ou seja,
a negociação livre de créditos em moeda externa.

Mesmo desconhecendo-se o dimensionamento do mercado ne -
gro de câmbio pela impossibilidade prática de sua mensuração,
é evidente que com o controle introduzido às transações do
mercado manual, em sua maioria com fins ilícitos e especula-
tivos, o volume das operações nessa faixa cresceu substanci-
almente, haja vista a queda registrada no movimento de com-

pra e venda de divisas das casas de câmbio. O revigoramento das amarras ao setor cambial provocou, como já se esperava, a elevação das taxas no mercado negro, as quais, evidentemente, têm seu nível máximo limitado pelos percentuais de incidência fiscal para cada tipo de operação efetuada legalmente através das vias oficiais. O impacto provocado pela Resolução nº 62 foi praticamente imediato sobre as cotações do dólar no mercado paralelo.

A taxa no paralelo elevou-se em 12% no dia seguinte ao anúncio da Resolução nº 62 relativamente à cotação de Cr\$ 2,75/US\$ vigente em fins de julho. O prêmio, por sua vez, que em julho era de 1.3% saltou para 13.4% após a decisão do Conselho Monetário Nacional supracitada.

Em termos do balanço de pagamentos, dentre os aspectos negativos da Resolução nº 62 do Banco Central, ressaltam-se o do subfaturamento nas exportações, que passam a proporcionar menor receita cambial, e o de superfaturamento nas im-

portações, que provocam maiores dispêndios de divisas.

A propósito, a fim de que se tenha do lado da balança comercial uma visão do que vinha ocorrendo com o saldo da receita de divisas, o QUADRO XI mostra o movimento efetivo das exportações e importações no 1º semestre de 1967, comparativamente a idêntica fase de 1966.

Q U A D R O X I

BALANÇA COMERCIAL NO 1º SEMESTRE-1966/67

US\$ 1.000.000 FOB

	EXPORTAÇÕES	IMPORTAÇÕES	SALDO
1967	741,4	685,8	+ 55,6
1966	804,6	569,3	+235,3
Diferença	- 63,2	+ 116,5	

Fonte: Banco Central do Brasil

É significativo o fato de as exportações em 1967 terem a cusado um valor apenas 8% menor do que em 1966, enquanto as

importações cresceram quase 20% no 1º semestre do ano, sobre i qual período de 1966. A eliminação da categoria especial de importação, a baixa geral das tarifas alfandegárias e a permissão concedida pelas Autoridades Monetárias aos importadores de só fecharem câmbio por ocasião de liberação da mercadoria na Alfândega - medidas essas postas em vigor desde o início do ano - foram as principais responsáveis pelo aumento das compras no exterior.

O fato de as exportações não terem reagido no mesmo ritmo dos anos anteriores parece perfeitamente justificável pelo que ocorreu com o café - afetado pela mudança de governo e de declarações de propósitos contrários à manutenção do chamado "confisco cambial" - e pela virtual paralização das exportações nos primeiros 45 dias do ano, em virtude da natural expectativa da desvalorização, afinal efetivada em meados de fevereiro.

No segundo semestre, em função do conjunto de medidas tomadas desde junho pelas Autoridades Monetárias - Circular nº

90, de 1.06.67; Resolução nº 62, de 17.08.67; e suspensão da cobertura no mercado sacado de câmbio - o resultado seria a aceleração das importações com o intuito de precaução contra uma possível desvalorização que viesse, em consequência, a se tornar iminente. Tomando-se no ano de 1967, o saldo das exportações e importações realizadas, e comparando-as com o ano de 1966, verificou-se uma queda de US\$ 225 milhões, conforme dados do QUADRO XII abaixo:

Q U A D R O X I I

Exportação - Importação 1966/67

ANOS	EXPORTAÇÕES (FOB)	IMPORTAÇÕES (FOB)	SALDO
1966	1741	1303	+ 438
1967	1654	1441	+ 213
VARIAÇÃO	- 87	+ 138	- 225

O fato é que o prêmio do dólar paralelo permaneceu estável em 16% durante os meses de setembro, outubro e novembro de 1967, estabilidade esta propiciada pelo caráter transitório das medidas restritivas mencionadas tomadas na área cambial. Exemplo da prática de um regime de relativa liberaliza

ção na área foi a Resolução nº 68, de 21.09.67, do Banco Central, segundo a qual a porcentagem de repasse do valor da cambial das exportações de café decresceria de 90% para 70%. O referido percentual incidia sobre a parte livre do exportador, visto que a parte relativa à quota de contribuição era totalmente repassada ao Banco do Brasil, como agente do Banco Central.

Com efeito, ao se ampliar o montante de recursos livremente negociados no mercado bancário e considerando a existência do mercado paralelo, estabeleceu-se de fato uma faixa maior de livre negociação de moeda estrangeira, ao amparo dos saques de exportação e importação. Desta forma, a absorção pelo mercado bancário de operações marginalizadas acabou por deixar vir à tona o valor real da taxa de câmbio. Evidentemente, não podemos ser simplistas a ponto de desconsiderar, na determinação do fluxo de dólares no mercado paralelo, variáveis que como o próprio ritmo e nível interno da atividade da economia, afetam as oportunidades de investimento e orientam

as aplicações em carteira.

Em 19.12.67, o que era esperado acontecer acabou, de fato, ocorrendo: a desvalorização do cruzeiro cuja cotação passou de Cr\$ 2,70/2,715 por dólar para Cr\$ 3,20/3,22, com uma variação de 18.6% para venda, a vigorar a partir de 2 de janeiro de 1968. As modificações na área de câmbio, no entanto, não pararam por aí: foram publicadas com data de 3 de janeiro de 1968, quatro Resoluções (81 a 84) e uma circular, todas com o aparente propósito de restringir a procura e estimular a oferta de moedas estrangeiras no mercado de câmbio. Tomadas em conjunto, como o foram, evidenciaram a preocupação das Autoridades Monetárias com o agravamento da posição cambial do país, não obstante se seguirem à desvalorização, que por si só deveriam ter objetivado recompor o desequilíbrio na balança.

Pela Resolução 81, elevou-se para NCr\$ 5 milhões o capital mínimo dos bancos autorizados a operar em câmbio (era de NCr\$ 2 milhões); os que já operavam tiveram 12 meses para alcançar o mínimo de NCr\$ 3 milhões e 24 meses para os NCr\$ 5 mi

lhões. O objetivo era deixar a cargo de grandes organizações a responsabilidade das operações de câmbio. Ao mesmo tempo, os bancos foram autorizados a instalar postos de compra e venda de câmbio manual, em substituição às casas de câmbio, que, a partir de então, só poderiam comprar, estando proibidas de vender moedas estrangeiras, ou seja, só poderiam vender as divisas estrangeiras que tivessem adquirido no balcão. Esta Resolução se compunha com a 84, que estabelecia novas condições para operações de câmbio sacado e manual e para a venda de câmbio para atender a gastos pessoais de viajantes, até o limite de US\$ 1000, ou seu equivalente. Basicamente, liberava o repasse entre os mercados sacado (bancário) e manual, tornando desnecessária a cobertura deste último pelo Banco Central e, com vistas a evitar a evasão de divisas para o exterior, eliminou a exigência de certidão negativa do imposto de renda para aquisição de moeda estrangeira pelos turistas.

Essas duas Resoluções teriam efeitos favoráveis sobre o mercado de câmbio, especialmente devido à sua conjugação com a

Circular 111 que procurava restringir a competição entre bancos na compra e venda de moeda estrangeira de exportadores e a importadores.

Os itens que tratavam do mercado manual, limitando as compras de viajantes a 1.000 dólares por banco, além de inócuos, destoavam do resto da Resolução 84.

No mesmo sentido de liberalização da política cambial, se colocavam as Resoluções 82 e 83. A primeira, permitindo que os importadores utilizassem seu crédito no exterior, na medida em que se tornava desnecessário o fechamento de câmbio para o desembaraço alfandegário. Era um importante passo à frente, em relação à que tratava do mesmo assunto, de meados de 1967, quando o acúmulo de reservas não autorizava maior liberação que a então concedida. Era uma espécie de compensação pelo aumento dos custos de importação devido ao reajustamento cambial.

A Resolução nº 83, por sua vez, assegurava, nos seus respectivos vencimentos, cobertura cambial para as remessas destinadas ao pagamento do principal e juros e comissões decorrentes

de empréstimos externos contraídos nas condições das Resoluções nºs 63 e 64, de 21 e 23 de agosto de 1967, respectivamente; revogava a faculdade de contratar câmbio para liquidação futura, concedida aos tomadores de empréstimos externos ingressados nos termos da Instrução nº 289, de 14.01.65, da extinta SUMOC.

Se a garantia de cobertura citada era fundamental no sentido de expandirem-se os repasses de créditos obtidos no exterior, por outro lado, a proibição do fechamento a termo agia em direção contrária.

O saldo deste conjunto de medidas, embora certamente positivo na orientação para a liberalização da política cambial, ficou um pouco prejudicado por medidas inócuas como a proibição de venda de moeda estrangeira pelas casas de câmbio e a limitação de compras por turistas, que deixaram o mercado nervoso e instável sobre o futuro.

Quanto ao prêmio do mercado paralelo relativamente à cotação oficial, seu comportamento mais uma vez se mostrou eficiente, no sentido de que ele antecipou a desvalorização do cruzei-

ro no último dia útil de dezembro, alcançando o percentual de 22.3 imediatamente antes daquela ocorrer, caindo para 7.1% em fins de janeiro de 68. Nos meses de fevereiro e março que se seguiram, o prêmio continuou caindo, com as taxas de 6.2% e 4.4%, respectivamente, refletindo a estabilidade alcançada pelo mercado paralelo em função das normas já apresentadas e, adicionalmente em consequência de um nível "folgado" das reservas em divisas do país, com um crescimento de cerca de 50% de janeiro a março explicado pela melhoria da balança comercial (café) e pela maior entrada de capitais autônomos em face dos estímulos criados pela Resolução nº 83, para repasse de recursos externos.

Contudo, já em maio, as cotações do mercado paralelo apresentaram tendência ascendente, com o que o prêmio atingiu 14.3% em fins daquele mês, mesmo depois de divulgado o Comunicado 60 da Gerência de Operações de Câmbio do Banco Central de 21.05.68. Segundo este, os estabelecimentos bancários autorizados a operar em câmbio voltariam a ter cobertura para tais

operações até o montante de 25% das vendas efetuadas a seus clientes na véspera (norma suspensa desde setembro de 1967). A lém disso, havia declarações por parte do Banco do Brasil ã praça de que sua Carteira de Câmbio estava atendendo regularmente solicitações de remessas de fundos para o exterior com vistas ã liquidação de operações comerciais e financeiras. Seria de se esperar, pois, que as evidências de uma não-escassez na oferta de divisas seriam fator de desestímulo às cotações no mercado paralelo. Isto, sem mencionarmos o melhor ordenamento do mercado cambial obtido nos primeiros meses de 1968 através da desvalorização do cruzeiro em janeiro concomitantemente ao conjunto de medidas tomadas pelas Autoridades Monetárias na ã-rea de câmbio. Também do lado da demanda um fator adicional deveria ter impulsionado a cotação do paralelo para baixo - trata-se da Resolução nº 91 do Banco Central, também com data de 21.05.68, pela qual o pagamento em moeda nacional das mercadorias importadas só seria exigido em condições normais após 180 dias a contar da data de embarque do produto no porto de

origem, no exterior, mantidas as condições da Resolução 82, de 03.01.68.

Isto dava oportunidade ao importador de comercializar o produto antes de efetuar o respectivo pagamento em moeda nacional. Seria natural, portanto, esperar-se um desaquecimento na cotação do dólar paralelo, na medida em que tal resolução evitaria uma demanda eventualmente exacerbada no mercado.

Contrariamente a todos estes fatores, devem ter-se sobreposto no mercado boatos de várias origens quanto a uma nova desvalorização do cruzeiro em relação ao dólar norte-americano, o que, entretanto, não justificaria um nível superior a 14% acima da cotação oficial (Cr\$ 3.68/US\$), considerando que o índice geral de preços por atacado, no período dezembro/abril, apresentou crescimento inferior a 10%.

Nos meses que se seguiram de junho e julho de 1968, o mercado esteve cada vez mais inseguro, com o prêmio se mantendo em níveis de 14.9% e 11.8%, respectivamente, conforme mostram os dados do QUADRO X. As oscilações das cotações do mercado

paralelo refletiam a elevação da demanda tanto na faixa das operações conduzidas fora do mercado oficial, quanto nas que se davam em tal mercado. Adicionalmente, na medida em que as desvalorizações cambiais se davam em degraus, ao mesmo tempo em que o processo inflacionário, muito embora atenuado, prosseguia, o crescimento das taxas do mercado paralelo era a saída para tal descompasso.

A verdade é que, ao longo de 1968 uma série de medidas restritivas na área cambial começaram a ser adotadas, levando a um recuo no processo de liberalização da política cambial iniciado com grande parte das resoluções de 03.01.68 e que acabou por gerar movimentos especulativos em moeda estrangeira.

No que dizia respeito ao mercado financeiro, a eliminação do mercado futuro de câmbio, desde meados de 1967, bem como a suspensão do direito de fechar câmbio antecipadamente nas transações decorrentes de repasses de empréstimos em moeda estrangeira (Resolução nº 63), tiveram efeito extremamente negativo sobre o mercado cambial em particular, e de crédito em geral.

O nervosismo que dominou os devedores de tais repasses, pela possibilidade cada vez mais próxima de nova desvalorização, contribuiu para agravar a crise de liquidez que dominou o sistema bancário, desde fins de maio de 1968.

Finalmente, em 21.08.1968 o Conselho Monetário efetivou nova desvalorização da taxa oficial de câmbio, saindo esta dos níveis de Cr\$ 3,20/Cr\$ 3,22 por dólar para Cr\$ 3,63/Cr\$ 3,65, respectivamente, para compra e venda. Muito mais do que isso, foi instituído, então, um novo sistema de taxa flexível e não flutuante - administrada - com o qual até hoje convivemos, conhecido como sistema de minidesvalorizações cambiais. A grande diferença entre este sistema e o que vinha sendo adotado está no prazo dos reajustes: se de janeiro de 1965 a agosto de 1968 deram-se apenas cinco desvalorizações no câmbio, de acordo com a nova sistemática as variações na taxa cambial passariam a ser bem mais frequentes, sempre de iniciativa das Autoridades Monetárias e refletindo o comportamento de diversos indicadores - o que não constituiria nenhuma novidade - tais como os índi -

ces internos de preços, a taxa de juros, o nível das reservas internacionais do país e os fluxos do comércio exterior.

O prêmio do mercado paralelo, após a referida desvalorização em agosto caiu para 4.9%, nível aproximado em que se encontrava em março do mesmo ano.

Estava aberta, pois, mais uma etapa no sistema cambial brasileiro.

3.9 Etapa das Minidesvalorizações Cambiais - Agosto de 1968 em di- ante.

A nova política cambial visava imprimir realismo ao câmbio, a fim de se implementarem os rendimentos da exportação, prejudicados que eram pelo descompasso no reajuste do nível de preços interno relativamente aos preços internacionais e o reajuste esporádico na taxa de câmbio. Conjugado a isto, havia também a preocupação com a concessão de um maior incentivo à entrada de capitais autônomos, bem como a de se evitar o movimento especulativo de capitais, função das oscilações bruscas da taxa de juros doméstica que subia sensivelmente à medida

que se aproximava a época provável de uma nova desvalorização, para baixar abruptamente logo após sua ocorrência. Como efeito colateral do reajustamento periódico mais espaçado do valor do cruzeiro, anteriormente a agosto/1968, ocorriam, no mercado paralelo de câmbio, especulações em moeda estrangeira, cuja oscilação, em épocas determinadas, estimulavam sempre o desvio de poupança interna para a acumulação de divisas, o que oferecia lucros compensadores a cada correção da taxa.

Adicionalmente, a nova sistemática na área de câmbio estava fundamentada tal que não permitisse que fatores estranhos à área cambial influenciassem negativamente os negócios em moeda estrangeira. De fato, ao contrário do que ocorrera em período anterior a agosto de 1968, problemas de natureza política enfrentados pelo país no ano de 1969 não se refletiram no câmbio.

A segunda desvalorização do cruzeiro no novo sistema ocorreu em 23 de setembro, 26 dias após o primeiro ajuste na taxa, passando a taxa de compra e venda, respectivamente, de Cr\$ 3,63/ Cr\$ 3,65 para Cr\$ 3,675/Cr\$ 3,70. Nesta ocasião, a

cotação no mercado paralelo para venda era de Cr\$ 3,85, com o que o prêmio do paralelo sobre o oficial era de 4.1%. É interessante observar-se que, com respeito à evolução das taxas do mercado paralelo, pós-agosto/68, não houve uma tendência à acumulação das taxas num entorno da taxa oficial verificada para o Banco do Brasil. Duas justificativas podem ser apontadas: a primeira delas é o fato de que o mercado paralelo existe justamente por atender as operações não amparadas oficialmente - marginalizadas; a segunda, é a de que a variação (incremento) na taxa oficial de venda foi de apenas 1.37%; o critério percentual dos reajustes da taxa oficial afeta, teoricamente, a magnitude da "folga" entre as cotações nos dois mercados - quanto menor o reajuste, é de se esperar uma maior "folga" ou prêmio e vice-versa.

O fato é que as cotações no mercado paralelo refletem, em algum grau, influências outras que não necessariamente econômicas, qualquer que seja o sistema cambial vigente. Daí a compatibilização, numa análise de fenômenos de curto prazo,

dos fatos apontados acima, por um lado, com a redução, por outro lado, do grau de rigidez no mercado cambial oficial através da substituição do sistema de maxidesvalorizações pelo de minidesvalorizações do cruzeiro - muito embora este não possa ser chamado de sistema de câmbio flexível.

A partir de janeiro de 1969, o mercado paralelo sofreu um esvaziamento bastante acentuado, em consequência de uma maior fiscalização exercida pelas Autoridades Monetárias, em conjugação com ação policial relacionada com remessas ilícitas de dólares para o exterior. É possível que este tipo de pressão já viesse sendo sentida pelo mercado em dezembro de 1968, quando o prêmio do paralelo pulou de 5.4% e 5.2% - taxas referentes aos meses de outubro e novembro, respectivamente - para 12.3%. Os anos de 1969 e 1970 podem ser tidos como anos difíceis para o mercado paralelo, no sentido do risco embutido na própria ilegalidade da atividade. Contudo, o mercado não deixou de operar, conforme se pode acompanhar através dos dados do QUADRO X, mesmo porque, aquelas atividades não amparadas pelo

mercado oficial, não deixaram de existir.

Tanto em 1969 como em 1970, a atualização da taxa de câmbio se deu de forma defasada em relação aos níveis de inflação. Em 1969, com uma taxa inflacionária de 20.1%, a desvalorização cambial foi de 11.95%. Em 1970, a correção cambial acumulada foi de 13.75% enquanto o índice de preços por atacado - disponibilidade interna - foi corrigido em 19.3% para igual período compreendido entre dezembro de 1969 e dezembro de 1970. Em ambos os anos, a diferença entre os dois ajustes correspondem, aproximadamente, à taxa de inflação norte-americana. O fato é que as autoridades monetárias tinham sua atenção voltada para a manutenção de uma política cambial realista, tendo em vista o bom desempenho do comércio exterior. Aliás, com o intuito de dotar o exportador de uma remuneração justa, estimulando as exportações, em geral, e a de produtos manufaturados, em particular, o mercado externo auferiu notáveis benefícios das diversas isenções fiscais, tais como IPI, ICI e imposto de importação, destacando-se quanto a este últi

mo, como fator positivo, a instituição do regime do "drawback" que permite a importação de máquinas e matéria-prima, com isenção, desde que o produto industrializado final se destine à exportação.

Ao lado desse conjunto de incentivos fiscais, que vinham a beneficiar a exportação de produtos elaborados, destacam-se também os financiamentos feitos por intermédio da Carteira de Comércio Exterior (CACEX), do Banco do Brasil, com a utilização dos recursos do Fundo de Financiamento às Exportações (FINEX) e a faixa especial de redescontos iniciada com a Resolução nº 71, de 01.11.67, do Banco Central, que passou a permitir a aplicação, por parte dos bancos privados, de 40% dos seus limites, de acordo com as modificações introduzidas pela Resolução nº 135.

Ainda no sentido de promover as exportações, a partir do último trimestre de 1970, o Governo institucionalizou as operações de mercado aberto; estas constituíram um instrumento de regularização da liquidez do sistema econômico e de combate à

inflação, na tentativa de garantir a estabilidade dos custos internos de produção - condição fundamental para a competitividade do produto brasileiro no mercado internacional.

Nesta mesma direção de apoio às exportações, em 30 de abril de 1971, novas medidas foram tomadas:

1. Poderiam os exportadores brasileiros obter empréstimos antes do embarque da mercadoria, pelo prazo de 180 dias. Os recursos poderiam ser utilizados no pagamento de operações realizadas pelo exportador no processo de produção para a exportação.

2. Disciplinou-se o ingresso de divisas, como pagamento antecipado de exportações, ficando eliminada a restrição que estabelecia margem de 80% para adiantamentos sobre contratos de câmbio. A faculdade se aplicava inclusive ao café.

3. Com prazo máximo de 180 dias, os bancos poderiam fazer refinanciamentos, em moeda nacional proveniente de recursos próprios ou com créditos externos, à exportação de bens de capital e de consumo durável e, do mesmo modo, à venda de projetos técnico-econômicos e de engenharia, que se destinassem a empresen

dimentos fora do país.

O ano de 1971, contudo, marcou um pico no que se refere aos problemas monetários internacionais: em agosto, mais precisamente, o presidente Nixon suspendeu a conversibilidade do dólar e passou a pressionar no sentido da revalorização das moedas de países da Europa Ocidental e do Japão, usando como instrumento de barganha a sobretaxa de 10%, que passou a incidir em boa parte das importações americanas. Estabeleceu-se acentuado grau de incerteza quanto ao comportamento posterior do comércio mundial.

Como a ninguém interessava a universalização de medidas protecionistas, que fatalmente determinaria uma guerra comercial, não constituiu surpresa a decisão dos Estados Unidos, de dezembro, do mesmo ano, ao concordar na desvalorização do dólar com relação ao ouro, com eliminação paralela da sobretaxa de 10%, em troca do realinhamento das principais moedas para com o dólar, obtendo, assim, vantagens comerciais junto aos seus grandes parceiros.

Dentro da nova situação, as exportações brasileiras passaram a uma posição vantajosa nos mercados europeus e do Japão, já que os nossos produtos, da mesma forma que os produtos americanos, se ofereciam a preços mais reduzidos aos importadores da Alemanha e outros países. E isto não porque o Brasil tenha resolvido acompanhar o dólar, mas sim porque a nossa política de fixação da taxa de câmbio consistia, efetivamente, em dupla operação: desvalorização do cruzeiro, em função da inflação interna, e revalorização concomitante, com base na inflação dos Estados Unidos e de outros grandes parceiros comerciais. Aplicado tal crédito, de modo simultâneo, mantinha-se a paridade do poder de compra das moedas. Não havia, para o Brasil, portanto, outra alternativa, que não a manutenção da política cambial já vigente.

O ágio do câmbio paralelo se manteve estável nos primeiros cinco meses de 1971, a um nível médio de 6.5%, tendo-se elevado em junho para 13.5%, para daí até o final do ano es-

tabilizar-se no entorno deste último percentual. O ágio do dólar paralelo atingiu o pico de 16.4% em julho, mês em que não ocorreu qualquer desvalorização cambial, com o que a defasagem entre a variação percentual acumulada da taxa de câmbio e a do índice de preços atingiu o nível máximo, comparativamente aos demais meses de 1971. O ágio elevado verificado nos meses de dezembro de 71 e janeiro de 72 talvez possa ser explicado pelo fato de a taxa de câmbio do cruzeiro em relação ao dólar ter-se mantido fixa entre 10.11.1971 e 28.01.1972, ou seja, pelo período de 80 dias - o mais longo período em que uma taxa de câmbio vigorou desde a implantação do sistema cambial de taxa "flexível" em agosto de 1968.

Tomando-se o primeiro semestre de 1972 como um todo, em função da valorização ocorrida nas moedas mais fortes (à exceção da libra esterlina) em relação ao dólar, talvez fosse de se esperar uma queda no ágio do mercado paralelo de dólares no Brasil ao longo do segundo semestre do ano, o que e-

fetivamente ocorreu se compararmos as taxas mensais do ágio na segunda metade de 1972, com igual período do ano anterior ou se, alternativamente, observarmos no QUADRO X a queda paulatina no ágio entre julho e dezembro de 1972, saindo de uma taxa de 13.2% em julho até alcançar 7.0% ao final do ano. No mesmo sentido de se explicar a queda do ágio do dólar paralelo ao longo do 2º semestre de 1972, há, ainda, o fato de que as reservas internacionais do Brasil se elevaram acentuadamente nesse período do ano. Para o período de 12 meses entre fins de dezembro de 1971 e final de dezembro de 72, a elevação total das reservas foi de cerca de US\$ 2.4 bilhões, com pouco mais de US\$ 4.1 bilhões de reservas globais acumuladas. Alguns fatores de origem interna ou externa explicaram este fenômeno: (i) o bom comportamento geral da economia brasileira que trabalhava no sentido de atrair recursos do exterior; (ii) a constatação de um diferencial entre custo de empréstimo interno e externo favorável a este último; (iii) maior disponibilidade de recursos

no mercado do eurodólar em função da redução dos compromis
os dos bancos norte-americanos no exterior na ocasião, e
do ingresso de bancos japoneses no mercado financeiro euro
peu de forma ativa.

Se, contudo, para obtenção dos resultados citados aci
ma relativamente às reservas cambiais e, visando-se a ex -
pansão das vendas externas, o ano de 1972 pautou-se em me-
didas de estímulo à entrada de capitais conforme Decretos-
Lei nºs 1216, 1236 e 1244 de incentivo à transferência de
fábricas para o Brasil, bem como para importação de máqui-
nas e equipamentos vinculada a projetos voltados à produ-
ção para o mercado externo, assim como a maturação dos in-
vestimentos anteriores com o mesmo objetivo, o último tri-
mestre de 72 e, mais acentuadamente, o início do ano de
1973 deram sinais de uma certa reorientação de prioridades
de política econômica.

Com vistas a um maior controle da expansão dos meios
de pagamentos, o que seria dificultado pela aceleração da

entrada de recursos externos no país verificada ao longo de 1972, as autoridades monetárias optaram pela adoção de medidas que viessem a frear tal entrada. Assim, pela Resolução 236, de 19.10.72, do Banco Central do Brasil, os empréstimos em moeda obtidos no exterior (regulados pela Lei nº 4131 e pelas Resoluções nºs 63 e 64 do Banco Central) ficaram sujeitos a um depósito de 25% sobre o contravalor em cruzeiros. A Resolução 237, da mesma data, revogava a Instrução nº 289, de 14.01.65, da extinta Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), também reguladora de empréstimos externos. Se estas medidas não tiveram efeito acentuado devido às concessões especiais verificadas, o que se observou nos primeiros meses do ano seguinte - 1973 - serviu-lhes de reforço: após a resolução do Governo americano de registrar o preço-ouro do dólar desvalorizando-se em 10%, o Banco Central do Brasil valorizou em 3% o cruzeiro em relação ao dólar norte-americano. Com isto, ao menos em tese, no que se referia à

exportação, o Brasil adquiriu maior vantagem competitiva com os produtos originários dos países cujas moedas estivessem alinhadas com as moedas fortes (Europa e Japão) e desvantagem frente a mercadorias concorrentes das zonas que mantivessem paridade com o dólar. Adicionalmente, a revalorização do cruzeiro vinha atenuar as vantagens dos investimentos estrangeiros no Brasil que visassem o mercado americano por via indireta.

O fato é que a medida tinha caráter eminentemente de política monetária, no sentido de conter o processo inflacionário interno e respeitar a meta pré-estabelecida de 12% para a taxa anual de inflação em 1973. Com este mesmo fim, uma série de medidas oficiais para controle da exportação de vários produtos também foram tomadas.

Afora a revalorização da moeda nacional frente ao dólar, a taxa de câmbio permaneceu inalterada entre dezembro/72 e fins de março/73.

Tal revalorização do cruzeiro em relação ao dólar, se

guida da ausência de medidas cambiais por parte das autoridades monetárias do Brasil a despeito da elevação dos custos internos, mesmo que a taxas decrescentes, eram reflexo do realinhamento das paridades internacionais ocorrido em fevereiro de 1973 e do acordo, logo em seguida, por parte dos países industriais da Europa Ocidental sobre a manutenção de um sistema de flexibilidade sob controle das taxas de câmbio, com flutuação conjunta de um grupo de moedas.

O ágio do dólar reflete tal situação: ao longo dos primeiros quatro meses de 73 o ágio decresceu de 19.4% em janeiro, mês em que a taxa de câmbio oficial não sofreu alteração, até alcançar 4.1%, logo após o reajuste cambial de 24 de abril, o que era de se esperar face à perda de poder de compra do dólar a nível internacional e, em parte, à sua desvalorização relativamente ao cruzeiro. É bem verdade que o sistema de taxa de câmbio administrada cruzeiro/dólar isolava o mercado cambial brasileiro dos problemas monetários internacionais; contudo, as cotações das de

mais moedas no país refletiam as oscilações que estivessem ocorrendo nos principais mercados monetários.

No mercado internacional, por sua vez, o ativo alternativo aos dólares desvalorizados era o ouro cuja procura intensa se refletia na elevação de sua cotação em mercado.

Tendo em vista o continuado crescimento no volume de reservas internacionais ao longo do primeiro semestre de 1973, as autoridades monetárias brasileiras que, em 12 de junho, haviam substituído o depósito compulsório de 25% sobre empréstimos externos em moeda pelo alongamento para 8 anos dos prazos de permanência das divisas no país, na segunda metade de julho voltaram a fazer alterações: passavam a ser necessários 12 anos de permanência de tais recursos no país para o seu enquadramento nos benefícios fiscais de restituição ou isenção de imposto de renda, conforme Decreto -Lei nº 1215, de 04.05.72.

Entre fins de agosto e setembro de 1973, verifica-se no QUADRO X novo pulo do ágio do mercado paralelo em relação à

cotação oficial, de 5.2% para 9.6%, respectivamente.

Esta teria sido a resposta do mercado à Resolução nº 265 do Banco Central, datada de 31 de agosto, pela qual se reintroduziu o depósito compulsório de parte do valor em cruzeiros dos novos empréstimos externos a serem contratados. A taxa do depósito foi estipulada em 40 por cento. A nova regulamentação, além disso, rescindiu a cláusula de que, em caso de suspensão da exigência de depósitos, os fundos em poder do Banco Central seriam liberados no prazo de até 180 dias após a decisão do Conselho Monetário Nacional neste sentido. O Banco Central se responsabilizava pelo risco cambial sobre o depósito. Este último não rendia juros, e era devolvido ao tomador proporcionalmente, a cada amortização, conforme regia o contrato de empréstimo. Em 8 de fevereiro, a exigência do depósito foi suspensa. A medida teve reflexo sobre o ágio do paralelo que caiu do nível de 15,0%, registrado em janeiro, para 6.1%, taxa referente ao mês de março de 1974. Essa redução no nível do ágio, verificada ain-

da nos meses seguintes, pode ter refletido, ainda, o pronunciamento presidencial, em 19 de março, de que um maior influxo de capital estrangeiro se fazia necessário. A legislação sobre investimentos estrangeiros no Brasil permaneceria inalterada e o investimento de petrodólares seriam bem-vindos. Os novos empréstimos externos teriam aprovação, desde que os indicadores do serviço da dívida se mantivessem em níveis aceitáveis. Não podemos nos esquecer que o mundo estava, então, em meio à primeira crise do petróleo. Tal pronunciamento foi ratificado em 18 de abril pelas palavras do ministro da Fazenda, segundo as quais não se imporiam novos controles sobre os empréstimos externos privados tomados em 1974.

A partir de fins de junho, várias medidas foram tomadas no sentido de reduzir importações, atrair capital estrangeiro e desincentivar viagens ao exterior; todas com vistas a reduzir nosso déficit comercial e elevar nossas reservas cambiais para fazer face à elevação no preço do petróleo importado. Assim, por exemplo, em 24 de junho de 1974 proibiu-se

o financiamento externo de importações sujeitas a uma tributação igual ou superior a 55 por cento. Estas somente seriam permitidas, pois, mediante pagamento à vista; antes disso, todas as importações recebiam crédito de até 180 dias para liquidação.

Na mesma data, o Banco Central proibiu que as companhias financeiras financiassem viagens internacionais de turismo.

A maior parte das resoluções autorizando a suspensão temporária ou a redução dos impostos de importação foi revogada, e cerca de 400 itens, classificados como importações "supérfluas", basicamente bens de consumo, tiveram seus impostos e levados em até 100 pontos de percentagem, até fins de 1975.

Em 28 de novembro o Ministro da Indústria e Comércio anunciou que seriam tomadas medidas tarifárias e estabelecidas cotas, de modo a baixar as importações em 1975 em 30 a 40 por cento relativamente ao nível então corrente. Também em fins de 1974 prorrogou-se para final de 1976 a validade dos aumentos na tributação incidente sobre as importações. A

lêa disso, nova lista de bens de consumo foi anexada àquela em que a tributação crescera em 100 pontos de percentagem ; a taxaço sobre uma série de outros itens cresceu consideravelmente, incluindo-se aí alguns itens cujas tarifas já haviam sido elevadas em junho, certas matérias primas e produtos semimanufaturados.

Sobre a entrada de capitais, esta foi incentivada por resoluções várias. Em fins de agosto, por exemplo, permiti-tiu-se aos bancos depositar junto ao Banco Central os valores dos empréstimos externos tomados sob as Resoluções 63 e 64, sob certas condições. O Banco Central pagaria juros sobre esses fundos, com base na taxa LIBOR (London Interbank Offered Rate) , remeteria os juros para o exterior, e em certas circunstâncias, absorveria a carga tributária em questão.

Naquela mesma ocasião, o BNDE (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico) recebeu autorização para captar recursos externos em condições similares às empresas não-bancá -

rias que captavam recursos diretamente do exterior de acordo com o Decreto-Lei 4131, apenas com a exigência de uma maturidade mínima de 3 anos.

Em fins de outubro de 1974, ainda, reduziu-se temporariamente a taxaço sobre juros, comissão e despesas relativas a empréstimos em moeda estrangeira registrados no Banco Central de 25 para 5 por cento. Tal redução não se aplicaria nem a empréstimos de curto prazo e nem àqueles que visassem financiamento de importações.

O ano de 1975 teve início logo em seguida a um discurso em tom otimista do Presidente Ernesto Geisel à nação, embora estivesse o Governo ciente das dificuldades a serem enfrentadas, até mesmo pela dependência do Brasil à situação econômico-financeira mundial. As perspectivas de crescimento eram muito boas, e a batalha contra a inflação - tônica do ano de 1974 - parecia estar sendo vencida, registrando-se taxas mensais da ordem de 1.5 por cento a partir de agosto daquele ano.

Ao longo de 1975, conforme podemos observar no QUADRO X, a faixa de variação do âgio do paralelo foi bem mais ampla do que em anos anteriores - entre 0,8%, registrado em março e 35,6% em dezembro. Desde princípios de maio de 1975, as especulações freqüentes em torno da possibilidade de uma maxidesvalorização, seguida de um retorno às minis, tiveram lugar. O mercado paralelo teve um comportamento errático, por essa ocasião.

Em entrevista à imprensa, em fins de maio, o então Ministro da Fazenda Mario Henrique Simonsen reafirmou à nação que a prática das minidesvalorizações continuaria a direcionar a política cambial brasileira. O ministro não só afirmou que o Governo não iria se deixar influenciar pelas taxas do mercado paralelo de dólares, como também esclareceu que um dos importantes fatores a afetar tais cotações era o contrabando de pedras preciosas. Do momento em que o Brasil, finalmente, possuía um mercado de pedras oficialmente estabelecido, era de se esperar que as transações no setor já não

mais tivessem um efeito tão forte sobre o mercado paralelo. No âmbito global, afirmou, ainda, o mercado paralelo não tinha importância nas relações do Brasil com os outros países.

Em dezembro de 1975, uma série de medidas na área de comércio exterior foram tomadas - 26 medidas, para serem exatos - em conformidade com a identificação governamental da melhora no balanço de pagamentos como principal meta da política econômica do país nos anos a seguir. Reconfirmou-se o modelo econômico brasileiro, porém algumas prioridades foram realocadas.

No caso de remessas pessoais e viagens, em particular, duas modificações foram efetivadas sobre a compra de dólares. Em ambos os casos o objetivo do Governo era reduzir a saída de moeda estrangeira, ao aumentar as exigências. A primeira alteração foi a de que as remessas pessoais de ... US\$ 300 não poderiam ser feitas em cheque, apenas com ordens de pagamento. O remetente precisava ser cliente do banco

hã, pelo menos, 6 meses, e fazer constar seu número de identidade e de CPF no contrato de câmbio, dentre outras formalidades.

Os turistas em viagem ao exterior poderiam continuar comprando os US\$ 100 em notas e US\$ 900 em cheques de viagem, caso seu destino não fosse a América do Sul. Em caso de país sul-americano, passava a ser necessário o envio de uma ordem de pagamento a um banco daquele país.

Ao longo de 1976, o ágio do paralelo praticamente todo o tempo esteve na faixa dos 20 por cento. Em novembro, contudo, este nível se elevou para 30,2%, retornando, em dezembro, a 23,1%. Tal oscilação se explica pelos boatos e expectativas de uma forte desvalorização logo após as eleições municipais em 15 de novembro. Frustrada tal expectativa, o ágio retornou ao patamar inferior.

Em 1977, após ter atingido o pico (sazonalmente explicado, conforme veremos em capítulo posterior), de 24,23 em

novembro, o ágio do paralelo manteve-se relativamente elevado nos três meses seguintes. Tal comportamento, talvez, se explique por uma certa instabilidade e um ambiente de incertezas sobre a orientação da política econômica do Governo no futuro, criado após a alteração na condução da política monetária, introduzida em meados de novembro de 1977. O Governo congelou, literalmente, todos os empréstimos tomados pelo Brasil em moeda conversível entre 12 de novembro e 20 de janeiro de 1978. Os dólares ficariam retidos em depósito no Banco Central, e sua conversão em cruzeiros ficava adiada de cerca de 30 dias. O Banco Central se comprometia a pagar a taxa LIBOR sobre o depósito, arcava com o risco cambial e o spread, durante o período do congelamento.

O ano de 1973 no Brasil foi marcado pela eleição indireta de seu vigésimo-segundo presidente-Sr. João Batista Figueiredo - por um período de 6 anos. Indicado pelo então Presidente em exercício, Sr. Ernesto Geisel, elegeu-se em

15 de outubro. Em 15 de novembro ocorreram as eleições para o Congresso. O mês que antecedeu essas eleições foi de grande atividade política, campanhas acaloradas e especulações quanto ao desempenho dos partidos políticos em contenda. É possível que esse ambiente tenha-se refletido no ágio do paralelo em relação à cotação oficial do dólar, que se elevou de 18,1% em outubro para 29,7% em novembro.

Em 19 de janeiro de 1979, o presidente eleito Figueiredo anunciou seu ministério e, poucos dias depois, o Ministro da Fazenda e futuro Ministro do Planejamento do Presidente eleito passou a acionar uma grande mudança na política de comércio internacional do Brasil. O País iria se voltar, gradualmente mas de modo firme, para uma orientação de livre-comércio. As reformas objetivavam, de início, corrigir o intrincado e superdimensionado sistema de incentivos à exportação e de barreiras à importação, assim como a sobre-valorização do cruzeiro. O impacto global de tais medidas só se

faria sentir em 1983. Essa reforma descartava a possibilidade da ocorrência de uma maxidesvalorização em 1979, em favor de um retorno gradual à paridade do poder de compra.

Essas reformas visavam a eliminação gradual dos incentivos fiscais concedidos aos exportadores. Tendo início com uma redução de 10 por cento em janeiro, a dedução do IPI se reduziria em cinco por cento ao fim de cada trimestre até sua completa eliminação em 30 de junho de 1983. O impacto maior se daria em 1979, com uma queda de 30 pontos de percentagem no crédito de imposto para exportação. Do lado dos importadores, previa-se a redução gradual do depósito de importação de 100 por cento até então vigente. A partir também de janeiro de 1979, o depósito por 360 dias junto ao Banco Central caiu para 90 por cento do valor FOB do produto importado; semestralmente, o depósito cairia de outros 10 pontos de percentagem.

O Governo providenciou, ainda, um esquema bem definido

de desvalorizações extras subseqüentes do cruzeiro. A mini inicial de 2.7 por cento em fins de janeiro, deveria ser seguida de uma desvalorização adicional de 1.03 por cento por trimestre. Esclareceu-se que as demais desvalorizações extras se incluiriam no programa normal de desvalorizações do cruzeiro até 1983. A aceleração das minidesvalorizações iria compensar a perda gradual dos subsídios à exportação e barreiras à importação, com o que deixariam de ter fundamento os boatos constantes sobre uma maxidesvalorização.

Dentre ainda outras medidas anunciadas em janeiro incluía-se a intenção de gradativamente reduzir-se o depósito de viagens.

Contudo, em agosto de 1979, o então Ministro do Planejamento, mentor daquelas reformas no campo econômico, renunciou ao cargo, sob a alegação de falta de estrutura e poderes legais que lhe permitissem levar a cabo a coordenação econômica de que se incumbira.

Desde março de 1979, eram constantes na economia brasileira um maior desemprego, demandas salariais mais elevadas e greves. Era necessário restaurar a confiança na economia e obter resultados positivos a curto prazo.

Em abril, o Governo fez restrições à monetização dos empréstimos externos, com vistas a reduzir a pressão sobre a oferta monetária. Contudo, daí para frente, os volumosos depósitos voluntários em moeda estrangeira - inchados pelas desvalorizações freqüentes - apenas esperavam, no Banco Central, sob os auspícios da Resolução 432, o momento propício para subverteros mais bem intencionados planos do Governo.

A exceção do período entre julho e agosto de 1979, a tendência do ágio no paralelo era altista, reflexo, basicamente, da expectativa, cada vez mais forte, de uma maxidesvalorização cambial.

Em julho, o Instituto Brasileiro do Café (IBC) fechara os registros de exportação para agosto e setembro por causa

dos preços internacionais oscilantes. Com isso, o mercado paralelo se tornou ativo, os dólares da exportação ilegal fluíram para o mercado paralelo, fazendo crescer a oferta e pressionando o ágio para baixo (18,3% em julho e 11,6% em agosto). Reabertos os registros, a tendência de alta tornou a se verificar.

Finalmente, em 7 de dezembro de 1979, em conjunto com uma desvalorização de 30 por cento do cruzeiro vis-à-vis ao dólar norte-americano, as autoridades governamentais anunciaram um pacote de medidas externas e internas. Do setor externo constaram as seguintes medidas: (1) extinção dos créditos de tributação à exportação de produtos manufaturados; (2) suspensão da exigência do depósito de importação antecipado; (3) suspensão do depósito para viagens internacionais; (4) redução da abrangência do sistema de "similares nacionais"; (5) limitação das importações pelo setor público, exclusive petróleo, a 30 por cento do valor em moeda estrangeira das importações efetuais no ano anterior; (6)

redução de 12.5 por cento para 1.25 por cento no imposto de renda sobre remessas de juros sobre empréstimos externos;

(7) eliminação do depósito compulsório de 50 por cento para os novos empréstimos externos e confirmação do esquema de congelamento temporário de 150, 180 e 210 dias para conversão dos empréstimos externos em cruzeiros, a recair sobre 100 por cento do volume do empréstimo; (8) imposição de congelamento por 180 dias dos depósitos voluntários no Banco Central dos empréstimos externos captados pelos bancos nacionais (via Resolução 63); (9) imposição de congelamento por tempo indefinido dos empréstimos externos contraídos pelo setor não bancário (Lei 4131), exceto quando para pagamento de juros e amortização, conversão do capital de empréstimo em capital de risco, ou em casos especiais, sujeitos a aprovação do Banco Central; e (10) introdução de novos impostos de exportação sobre produtos primários, inclusive café.

Em princípio de janeiro de 1930, as autoridades monetá

rias decretaram que a correção monetária seria de 45 por cento em 1980, a taxa de expansão do crédito seria de 45 por cento (com base em 31 de dezembro de 1979); a desvalorização cambial seria mantida em 40 por cento, e a expansão monetária em 50 por cento. As minidesvalorizações continuariam a se dar em intervalos irregulares, porém frequentes.

Do ponto de vista da conta de capital, o Governo procurou tornar a induzir o setor privado a tomar recursos nas fontes internacionais. Uma menor liquidez interna poderia ajudar a direcionar os tomadores para o exterior, o que se mostrava necessário para aliviar o balanço de pagamentos. Seria preciso que outras medidas passassem a ser tomadas para engrossar o volume de cambiais nos cofres do Banco Central, dentre elas, a de permitir que as taxas internas de juros voltassem a se elevar ao preço de mercado, ou a de por um fim ao congelamento dos empréstimos via 4131.

Desde princípios do ano de 1980, na área de comércio exterior e, em particular, no setor de produtos industrializa-

dos, havia um sentimento, originado nas próprias fontes governamentais, de que o mercado teria que contar com a desvalorização cambial e mais com ganhos de produtividade para assegurar competitividade a seus produtos. Segundo o próprio Ministro do Planejamento Delfim Netto, a política cambial iria refletir a mudança na estratégia para tomada de empréstimos em 1980: uma desvalorização pequena para estimular a busca de recursos externos.

Entre fevereiro e março, como de praxe, ao mesmo tempo em que o Carnaval agitava as ruas, o mercado paralelo de dólares, ao contrário, se acalmava em vista da oferta adicional da moeda estrangeira pelos turistas. O ágio que, em meados de janeiro era de 8.2 por cento, caíra, em meados de março para 2.6 por cento.

Em abril de 1980, uma série de medidas foram tomadas pelo Governo, num contexto de aperto de crédito, inflação elevada e necessidade de grandes volumes de capital externo. A primeira dessas medidas foi a elevação do Imposto sobre O

operações Financeiras (IOF), a afetar todos os setores da economia. Nas operações com prazo de 365 dias, por exemplo, o IOF incidente na assinatura do contrato passou a ser de 6,9 por cento. Instituiu-se o IOF também sobre a compra de cambiais pelos importadores (com certas exceções) - IOF de 15 por cento até o mês de agosto, e 10 por cento de 1º de setembro em diante.

Estabeleceu-se um imposto sobre ganhos de capital, retroativo a 1979. Todos aqueles que tivessem apresentado em suas declarações de renda, relativas ao ano de 1979, rendimentos não-tributáveis iguais ou superiores a Cr\$ 4 milhões, teriam que depositar, no Banco Central, 10 por cento do valor excedente a Cr\$ 4 milhões pelo prazo de dois anos, a partir de 1º de julho de 1980.

Originalmente a rentabilidade seria de apenas 6 por cento ao ano. Em maio, contudo, decidiu-se que esse depósito compulsório teria um rendimento de 3 por cento de juros a.a. além de correção monetária.

O Banco Central elevou, também, o imposto de renda efetivo sobre remessas de juros e comissões para o exterior de 1.25 para 1.5 por cento.

O problema, no entanto, era anterior àquelas providências tomadas no mês de abril. A pre-fixação das taxas anuais de correção monetária e de desvalorização cambial não são compatíveis com uma inflação crescente, como era o caso em 1980. E isso é ainda mais verdadeiro no aspecto da desvalorização do câmbio, onde está envolvido todo um conjunto de variáveis fora do controle governamental.

Além do desestímulo que a prefixação cambial acarreta para o exportador, é preciso, igualmente, considerar os tomadores de recursos externos. Uma política cambial realista tem maior probabilidade de incentivar a tomada de empréstimos em moedas fortes do que uma estratégia de pré-fixação.

Há uma série de maneiras de se estimular o influxo do exterior. Um mercado de cruzeiros apertado, certamente, contribui, em particular numa economia em crescimento, com uma

demanda por crédito em expansão. É possível que o preço que se tenha de pagar aos bancos internacionais pelos fundos emprestáveis envolva o acerto de uma combinação adequada de risco, "spread", prazo, etc...

O que se tem que evitar é um exportador confuso e um tesoureiro em estado caótico. Ao longo de 1980, os rumores de uma nova maxidesvalorização se multiplicaram, bem como os de um sistema de taxa dupla de câmbio, oficialmente reconhecido. Essas especulações acabavam por ocupar, indevidamente, o tempo dos empresários em geral, que poderiam estar voltados para outras questões fundamentais como estratégia de mercado e produtividade num clima comercial em mutação e de desafio.

A política de juros vigente em 1980, por seu turno, não refletia, de maneira alguma, a realidade. Desde 1979, as taxas reais de empréstimo eram negativas. Entre agosto de 1979 e meados de novembro de 1980, as taxas de juros não subsidiadas estiveram controladas pelo Banco Central; os bancos

eram obrigados a emprestar a taxas 10 por cento inferiores à aquelas de agosto. Essa medida, por sua vez, suscitou a criatividade do mercado. O resultado foi a subida das taxas de juros (inclusive IOF) da faixa dos 60 por cento (no primeiro trimestre de 1980) para a faixa dos 70 e 80 por cento nos trimestres seguintes. As taxas do quarto trimestre de 1980 ultrapassaram a inflação. Os tetos artificiais fixados levaram a distorções nos padrões de poupança interna e a certas práticas financeiras não ortodoxas. As intervenções subsequentes do Banco Central em várias corretoras em fins de 1980, tiveram continuidade em 1981.

O ano de 1981 foi palco de objetivos de política monetária apertada, ligada aos objetivos de balanço de pagamentos. Em princípios do ano, o Governo anunciou uma expansão de 50 por cento da oferta monetária. Além disso, dentre outras medas, os empréstimos dos bancos privados comerciais e de investimento foram limitados, exceto no caso de empréstimos subsidiados e em moeda estrangeira.

Uma política de correção monetária mais realista foi anunciada para 1981, após uma política um tanto desastrosa em 1980, com o propósito de voltar a atrair os investidores para os títulos financeiros que, no portfólio das pessoas físicas, certamente, competem com a demanda por dólares no mercado paralelo.

Ocorre que, uma vez que o índice das ORTN's (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional) é prefixado, o comportamento da inflação detém, pelo menos, parte da explicação para a questão de se a correção monetária será suficiente para atrair os investidores.

De toda maneira, a correção monetária tinha que ser substancial, mesmo que isso viesse a trazer problemas, no futuro próximo, para as autoridades governamentais. Como a maior parte da expansão monetária era financiada pelos títulos do Governo, para se rolar para frente a sempre crescente dívida interna, fazia-se imprescindível que os rendimentos

das ORTN's continuassem atraentes do ponto de vista dos inves
tidores.

O mês de julho de 1981 foi de grande instabilidade polí-
tica no País, com reflexo sobre o mercado paralelo de dólares,
cujo ágio saltou de 18,0 por cento em junho, para 34.1 por cento
no mês seguinte.

No dia 07 de agosto saiu da cena política brasileira o
Chefe do Gabinete Civil, General Golbery do Couto e Silva. Desde
as indicações iniciais em janeiro de 1979, o Governo Figueiredo
havia passado por uma série de mudanças de titulares.
Contudo, nenhuma delas havia, nem de longe, merecido tanta a-
tenção e provocado tanta preocupação e insegurança quanto a
demissão do General Golbery cuja percepção na área da políti-
ca externa, especialmente, o tornava uma figura singular; isto,
é claro, além do seu papel no processo de abertura política na-
cional e na condução da política econômica brasileira.

O clima de instabilidade foi reavivado em setembro, quan-

do o Presidente Figueiredo sofreu um ataque cardíaco, sendo substituído pelo vice-presidente, Aureliano Chaves.

Ao final de 1981, confirmou-se que o investimento nos mercados financeiros havia sido um negócio muito mais lucrativo do que em 1980. O índice das GRTN's acompanhou a inflação com os juros garantindo, pois, uma rentabilidade real positiva.

A desvalorização do cruzeiro acompanhou de perto a inflação interna e, de fato, ajudou a compensar o fortalecimento do dólar norte-americano face às moedas fortes europeias.

O cenário mundial em 1982 incluiu renegociações de dívidas externas, taxas reais de juros positivas, estagnação do comércio, protecionismo, e novos sinais de instabilidade política, a exemplo da Guerra das Malvinas (maio) e da situação do Oriente Médio. Muitos países latino-americanos desvalorizaram substancialmente suas moedas e tomaram medi-

das protecionistas - México e Chile foram dois deles. Embora não de todo inesperado, teria sido difícil, em final de 1981, prever que tantos países (encabeçados por Argentina, Chile, Paraguai, México, Venezuela, Nigéria e Bloco dos países socialistas), teriam, seis meses depois, sua capacidade de importar limitada tão severamente.

No primeiro semestre de 1982, o Governo procurou criar um ambiente doméstico mais favorável aos fundos emprestáveis do exterior sem aliviar a pressão no mercado de cruzeiro. As taxas internas de financiamento continuaram elevadas e o crédito permaneceu relativamente estreito - duas condições essenciais para atrair o capital de fora.

Já ao fim do primeiro semestre, constatava-se que a desvalorização do cruzeiro não estava compensando a inflação interna, com o que, as expectativas de uma futura má desvalorização se reavivaram, a la 1979. Contudo, mesmo os especuladores mais afoitos tinham de reconhecer duas mudanças importan-

tes que faziam 1982 ser um ano diferente de 1979 e que, por conseguinte, poderiam levar a medidas de política econômica também diferentes: os mercados internacionais fracos e uma economia brasileira menos saudável.

É inegável que o ágio do mercado paralelo de dólares, ao longo de 1982, esteve muito acima do padrão histórico, para o que afora alguns outros fatores, em muito contribuiu o cenário mundial a que nos referimos brevemente, há pouco.

Em abril, por exemplo, o fechamento do mercado de câmbio argentino aumentou a pressão da demanda no mercado paralelo, dando sustentação à sua cotação.

Por ocasião da Copa do Mundo de 1982, o Conselho Monetário Nacional decidiu elevar de US\$ 1000 para US\$ 2000 a cota para compra, ao câmbio oficial, nas viagens ao exterior. O ágio do paralelo que, em abril, havia atingido 50%, reduziu-se sensivelmente, embora continuasse bem acima do padrão histórico.

A partir de junho/julho, as alterações cambiais registradas em alguns países vizinhos - Paraguai, Chile e Argentina-
voltaram a estimular a especulação no mercado paralelo brasileiro.

Em apenas um dia (5 de agosto), o peso chileno desvalorizou-se 19%, tornando-se um bom negócio tomar dólares no paralelo brasileiro para serem transformados em pesos.

No Paraguai, também observou-se uma reviravolta inesperada da política cambial com relação ao dólar norte-americano. Esse reajuste veio interromper um prolongado período de
20 anos de estabilidade cambial, provocando, pois, insegurança na política cambial do Paraguai.

Finalmente, no caso da Argentina, a grande desvalorização, em julho, do peso argentino teve seu reflexo imediato
no mercado paralelo de dólares no Brasil.

O mês de setembro foi marcado pelas novas restrições inpostas pelo Banco Central à aquisição de dólares para as viagens ao exterior.

Dentre elas, as incidências do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 25 por cento sobre toda compra de dólares para viagens. Isso correspondeu à adoção do regime de taxa dupla de câmbio. O reflexo da contração da oferta de divisas ao câmbio oficial sobre o ágio do paralelo foi uma pressão altista nos meses seguintes. Só que os lucros provenientes do diferencial elevado entre a cotação no paralelo e a oficial, após a introdução do IOF, não mais iriam parar exclusivamente nas mãos de "falsos" turistas e dos casais de prole numerosa e de pouca idade, como até então ocorria.

A adoção do IOF, no caso, em conjunto com severas limitações ao volume e frequência das vendas, teve por objetivo principal refrear as despesas de turismo. A combinação de regras mais liberais, antes vigentes, para a compra de cambiais pelos brasileiros em viagem ao exterior, a Copa do Mundo e as dificuldades econômicas dos países vizinhos (todas levando a maiores despesas com divisas à taxa oficial, e à especulação no mercado paralelo de dólares) resultaram

na saída de US\$ 300 milhões apenas no primeiro semestre de 1982. As despesas totais em 1981, e o item viagens internacionais do balanço de pagamentos não haviam sequer alcançado aquele valor.

Quando, contudo, observamos ágios da ordem de 81 por cento, 69,9 por cento e 73,6 por cento, registrados, respectivamente em outubro, novembro e dezembro de 1982 temos que considerar que, em um mercado livre de câmbio, as mudanças nas expectativas quanto ao curso futuro dos princípios macroeconômicos fundamentais exercem efeitos acentuados sobre as taxas cambiais, a ponto de serem comparáveis àqueles originados de mudanças efetivas em tais princípios básicos. A esse respeito, três poderiam ser as fontes para o surgimento de cotações cruzeiro/dólar em desequilíbrio: as bolhas de expectativa, o chamado "problema do peso" - expectativas sobre a possibilidade de mudanças no regime cambial - e, finalmente, o caso em que os participantes do mercado compartilham de informações irrelevantes. Sem introduzir essas con-

siderações na análise do mercado paralelo de dólares no Brasil, fica muito difícil tentar-se justificar um ágio tão elevado como o que se verificou em 1982 e, ainda, em 1983, em relação à taxa de câmbio oficial.

O próprio Governo contribuiu para elevar o grau de especulação ao anunciar que os dados das reservas cambiais brasileiras em setembro de 1982 seriam divulgados somente em janeiro do ano seguinte. O "disclosure" era uma atitude fundamental. O não-"disclosure", ao contrário, acabou contribuindo exatamente para aquilo que o Governo queria tanto evitar: o pânico sobre uma potencial falta de divisas.

Em 15 de novembro de 1982, realizaram-se as eleições mais importantes no País desde a Revolução de 1964 - eleições diretas para governadores, para o congresso e municipais. Embora a oposição tenha fortalecido substancialmente suas bases no poder através dos resultados eleitorais, ela não fez campanha em prol de mudanças radicais de política. A indicação era de que a estabilidade (status quo) prevale-

ceria, de uma maneira geral.

Em fins de dezembro de 1982 o Banco Central modificou os procedimentos operacionais. A filial Rio do Banco do Brasil passou a centralizar todas as operações de câmbio para montantes superiores a US\$ 10.000. De meados de dezembro para janeiro, o ágio do mercado paralelo deu mais um salto de 73.6 por cento para 91.6 por cento.

O mercado paralelo de dólares, mais uma vez, antecipou a maxidesvalorização do cruzeiro em relação ao dólar, em 30 por cento, anunciada no dia 18 de fevereiro; uma sexta-feira logo após o Carnaval. Nos dois dias que precederam a máxi, a cotação no paralelo saltou sucessivamente e o mercado, de um modo geral, esteve altamente especulativo, apesar do marasmo dos dias de carnaval.

A cotação no mercado oficial não se modificou no nível em que era esperado acontecer, o que deu margem a imediatas especulações em torno de uma nova - e não longínqua - máxi,

ainda em 1983. Diante desse quadro, não se estranha que o ágio do paralelo até o momento (julho de 1983) se mantenha muito elevado. Dada a problemática da área externa, o grau de confiança no cruzeiro não se restabeleceu.

Em meados de março deste ano (1983), o IOF sobre as compras de dólares para turismo foi eliminado. O limite, contudo, voltou a ser de US\$ 1000 para viagens fora da América Latina, e de US\$ 500 dentro desta região.

Em 10 de março, o Conselho Monetário Nacional determi - nou a equiparação da correção monetária e cambial à inflação, o que fez a cotação do dólar paralelo cair nos dois meses seguintes. O ágio, da mesma forma, caiu de 76.8 por cento para 39.2 por cento em maio. A medida do CMN estimulava os depósitos em cadernetas de poupança, em detrimento da aplica - ção em dólar. Esse movimento descendente do ágio também se deveu à suspensão pelo Banco Central das compras de ouro no mercado físico, que estavam estimulando a compra do metal no

mercado externo, com dólares do paralelo, para vender ao Banco Central, que pagava cotações superiores à paridade internacional. Além disso, cresceu a oferta de dólares o riundos de operações de exportação subfaturadas ou clandes_{ti}nas.

De junho, em diante, contudo, as dificuldades cam- biais cada vez maiores e mais patentes do País, em conjun- to com a falta de boas opções de aplicação de portfólio, fizeram o ágio voltar ao patamar dos 70 por cento, recente- mente.

4. Conclusões

Neste primeiro capítulo apresentado, fizemos a revi- são da política cambial brasileira para o mesmo período, praticamente, ao qual se referem os dados que obtivemos pa- ra a cotação do dólar relativamente ao cruzeiro, no merca- do paralelo - de 1946 a 1983.

Procuramos, sempre que possível e, também, plausível, relacionarmos o comportamento do ágio do paralelo, ou seja,