

O NOVO REGIME CAMBIAL BRASILEIRO E SUAS CONSEQUÊNCIAS PARA A POLÍTICA ECONÔMICA

Sumário

Apresentação	5
1. Introdução	7
2. Implicações da Conversibilidade e Propriedades de Diferentes Regimes Cambiais	8
2.1. A Determinação da Taxa de Câmbio	9
2.2. O Grau de Conversibilidade da Moeda Doméstica	10
2.3. As Propriedades de Diferentes Regimes Cambiais	11
3. O Regime Cambial Brasileiro em Transformação: 1989/93	14
3.1. Os Passos em Direção à Conversibilidade	15
3.2. Os Recuos e Avanços no Caminho da Conversibilidade	20
3.3. O Experimento da Flutuação e o Retorno à Fixação da Taxa de Câmbio (Real)	25
3.4. Rumo à Unificação Cambial	30
4. Impactos das Transformações no Regime Cambial sobre o Balanço de Pagamentos e sobre a Política Econômica	34
4.1. Os Impactos sobre o Balanço de Pagamentos	35
4.2. A Sensibilidade das Reservas à Política Econômica	38
4.3. A Redução do Grau de Autonomia da Política Monetária	40
5. Observações Finais	42
Anexo. Mudança da Legislação e do Regime Cambial no Brasil — 1987/93 ...	43
Bibliografia	54

Apresentação

A taxa de câmbio é uma das variáveis mais importantes na condução da política econômica. No caso brasileiro, a partir do início da década de 90, o regime cambial foi sendo paulatinamente flexibilizado no sentido de permitir um maior acesso dos agentes econômicos ao mercado de câmbio e, também, um maior grau de liberdade ao Banco Central na condução da política cambial.

O objetivo deste estudo é analisar este processo que impacta desde a estabilização econômica até a competitividade das empresas, tornando-se, por isso, relevante para a atuação do Sistema BNDES.

O trabalho, de autoria de Francisco Eduardo Pires de Souza, aborda o assunto de forma bastante didática, detendo-se, ainda, na explicação de conceitos essenciais à ampla compreensão do tema.

O autor é professor do Instituto de Economia Industrial da UFRJ e consultor do convênio PNUD/BNDES. A elaboração deste estudo contou com a colaboração de Caio César L. P. da Silveira (IEI/UFRJ), da equipe da Gerência de Macroeconomia do Departamento Econômico do BNDES e de Otávio de Barros. As informações e os esclarecimentos fornecidos por técnicos do Banco Central em Brasília, em particular por Altamir Lopes, foram de enorme valia. Divanildo Triches (AP/DEPEC/BNDES) contribuiu com o levantamento da legislação cambial e suas mudanças, conforme pode ser observado no Anexo ao final do trabalho. Fernando Cardim de Carvalho e Samuel Kilsztajz leram os originais e fizeram importantes comentários. A todos o autor agradece, isentando-os, como de praxe, pelos erros remanescentes.

1. Introdução

Uma revolução silenciosa está em curso no Brasil nos últimos quatro anos, no campo das relações econômicas com o exterior. Em sintonia com as tendências internacionais, mas à margem do debate nacional, esta revolução tem sido conduzida pela burocracia pública e avançado monotonicamente, indiferente ao constante revezamento no comando do Ministério da Economia. Seu resultado, ainda incompleto, é uma mudança radical nas instituições cambiais do país. Seus efeitos, que começam a se tornar perceptíveis, transcendem as fronteiras do mercado de câmbio, atingindo todo o *metabolismo* da economia.

É verdade que as instituições econômicas nem sempre foram muito estáveis no Brasil e que, do fim da II Guerra Mundial aos últimos anos da década de 80, ocorreram inúmeras mudanças nas regras cambiais. Contudo, em todo este período foram mantidas duas características básicas: taxas de câmbio fixadas pelo governo¹ e um elevado grau de restrição cambial (isto é, uma reduzida conversibilidade da moeda doméstica). O processo de transformação institucional posto em marcha nos últimos quatro anos — de forma gradual e nem sempre linear — vem jogando por terra esses dois pilares básicos de um regime cambial controlado. A tônica da transformação é a liberalização, que pode ser entendida tanto no sentido da maior liberdade de acesso ao mercado de câmbio quanto no sentido do afastamento do governo (Banco Central) do processo de formação da taxa de câmbio. O processo de liberalização, entendido no primeiro sentido, avançou bem mais, e de forma mais linear, do que a liberalização da determinação da taxa de câmbio.

O processo de mudança nas instituições cambiais avançou a tal ponto que a idéia tradicional de que o câmbio no Brasil é um monopólio do Banco Central está se tornando um rótulo de uma embalagem sem conteúdo. Até recentemente, considerava-se que o câmbio era monopólio do Banco Central em dois aspectos: em primeiro lugar, porque, em caso de desequilíbrios graves do balanço de pagamentos, o Banco Central podia assumir de fato o *monopólio das operações* cambiais, como meio para racionar o

1 No decorrer deste longo período, tanto se operou com taxas fixas ajustáveis em intervalos longos de tempo como se adotou a prática de reajustes em pequenos intervalos — o sistema de minidesvalorizações —, que chegou a alcançar, nos anos 80, quando a inflação se tornou muito elevada, a periodicidade diária. Mas, mesmo neste último caso, a taxa era fixada diariamente pelo governo e não pelo mercado, o que torna as propriedades do sistema muito mais próximas das observadas num regime de câmbio fixo do que num regime de câmbio flexível. Uma exceção, ao longo deste período, foi o regime de câmbio introduzido pela Instrução 70 da Sumoc, em 1953, através do qual o governo distribuía as divisas disponíveis em lotes, inicialmente alocados a cinco categorias de bens, de acordo com a sua essencialidade, deixando a taxa de câmbio para cada categoria ser estabelecida através de leilões dos lotes disponíveis. Neste caso, apesar do elevado grau de restrição cambial e da existência de taxas múltiplas de câmbio, o valor da moeda estrangeira era determinado pelo mercado nos leilões (isto é, o governo fixava a *quantidade* ofertada de moeda estrangeira por categoria, mas não o seu preço).

uso de divisas escassas; e, em segundo, porque o Banco Central detinha efetivamente o *monopólio da retenção de moeda estrangeira*, na medida em que as instituições autorizadas a operar com câmbio só podiam manter posições compradas em moeda estrangeira dentro de limites muito estreitos (um mínimo requerido por motivos operacionais). Teoricamente, o Banco Central ainda pode vir a centralizar as operações de câmbio, mas as condições deste mercado a partir de 1990 foram tornando cada vez mais distante esta possibilidade, como se verá adiante. E, no que se refere à acumulação de ativos monetários e financeiros externos, houve uma extensão desse privilégio às instituições financeiras autorizadas a operar com câmbio e, com algumas limitações, a outros agentes econômicos.

Na Seção 2, a seguir, são abordados alguns aspectos conceituais e teóricos relevantes para se pensar as consequências das mudanças em curso na área cambial. Serão examinados os conceitos de regime cambial e de conversibilidade e discutidas sinteticamente as implicações de diferentes arranjos cambiais sobre a política econômica. Na Seção 3, procura-se fazer um mapeamento das mudanças introduzidas nas regras e instituições do mercado de câmbio entre 1989 e 1993, seguindo-se um breve retrospecto da política cambial no período. O perfil atual do regime cambial, que emerge deste levantamento, é bastante claro no que se refere à conversibilidade da moeda doméstica, mas revela uma indefinição maior no que se refere à política para a taxa de câmbio. Na Seção 4, é feita uma avaliação, recorrendo-se a algumas evidências empíricas, a respeito das implicações da reforma cambial sobre o balanço de pagamentos e sobre a operação da política econômica. Finalmente, na Seção 5, algumas brevíssimas conclusões são avançadas a propósito das consequências da conversibilidade e do elevado grau de mobilidade de capitais para a política de estabilização.

2. Implicações da Conversibilidade e Propriedades de Diferentes Regimes Cambiais

As duas principais características definidoras de um regime cambial são: o método de determinação da taxa de câmbio e o grau de conversibilidade da moeda doméstica. Diferentes escolhas em relação a estas duas regras dão origem a regimes cambiais com diferentes propriedades e com implicações diversas para a política econômica. O objetivo desta seção é fazer uma descrição sucinta e estilizada dos principais tipos de regime cambial, a partir da combinação dos elementos acima, apontando algumas implicações macroeconômicas dos diferentes perfis institucionais. Começaremos pelo exame, em separado, das alterna-

tivas quanto à política para a taxa de câmbio e quanto à natureza e grau de conversibilidade da moeda doméstica.

2.1. A Determinação da Taxa de Câmbio

Nas duas extremidades do leque de opções quanto à regra de determinação da taxa de câmbio, encontramos soluções que descartam, por definição, o exercício da política cambial. São elas: a fixação de um valor permanente para a taxa de câmbio e a flutuação pura. Ao longo do século XX, contudo, predominaram no mundo regimes intermediários entre esses dois extremos, exigindo, pois, algum nível de administração da taxa de câmbio. As alternativas experimentadas foram bastante diversificadas, compreendendo desde o sistema de taxas fixas ajustáveis — que exige um grau elevado de intervenção no mercado de câmbio e tem propriedades mais próximas às do sistema de paridades imutáveis — até a chamada flutuação suja. No caso brasileiro após a II Guerra Mundial, a taxa de câmbio foi sempre administrada, com exceção dos primeiros meses da administração Collor, quando se esteve próximo da flutuação pura.

Em qualquer dos arranjos intermediários entre os extremos da paridade imutável e da flutuação pura, a política cambial pode ser conduzida de acordo com dois princípios alternativos: o *enfoque da âncora nominal* e o *enfoque das metas reais* [ver, a propósito, Carden (1990) e Williamson (1993, p. 194-196)].

No primeiro caso, admite-se que a taxa de câmbio *lidera* as demais variáveis macroeconômicas nominais. Assim, uma vez fixado um valor nominal para a taxa de câmbio, as outras variáveis, como preços, salários, juros, etc., se ajustariam a este parâmetro. O pressuposto é que a taxa de câmbio não afeta as variáveis reais, e sim, fundamentalmente, os valores nominais. De acordo com esta abordagem, portanto, o objetivo da política cambial não é alterar a competitividade da economia, e sim estabilizar os preços domésticos.

Os adeptos do *enfoque das metas reais* consideram que uma mudança na taxa de câmbio altera a relação entre os preços domésticos e os externos, afetando a competitividade da economia em relação ao resto do mundo. A taxa de câmbio *segue* as demais variáveis. Um exemplo conhecido de aplicação deste enfoque é a política de minidesvalorizações cambiais, de acordo com o diferencial entre inflação externa e interna.

Em suma, a lista de opções em relação à regra cambial compreende uma variedade de alternativas que vão da fixação de uma paridade permanente para a moeda doméstica até a flutuação pura. A política cambial do governo pode ainda ser classificada em dois grupos, conforme se baseie no *enfoque da âncora nominal* ou no *enfoque das metas reais*.

2.2. O Grau de Conversibilidade da Moeda Doméstica

A moeda de um país é considerada conversível se o seu possuidor puder trocá-la nos mercados de câmbio, sem restrições, à taxa de câmbio em vigor, seja ela fixa ou flutuante, isto é, a noção de conversibilidade está hoje associada ao livre acesso ao mercado de câmbio.²

O conceito de conversibilidade tem duas dimensões básicas: a conversibilidade interna, que se refere à liberdade que os residentes de um país tenham para adquirir moeda estrangeira ou ativos denominados em moeda estrangeira; e a conversibilidade externa, que diz respeito à autorização para compra ou utilização da moeda estrangeira com a finalidade de realizar pagamentos ao exterior. Como as regras para as transações externas com mercadorias e serviços são freqüentemente diferenciadas daquelas referentes às transações com ativos financeiros, usa-se tratar separadamente a conversibilidade externa das transações correntes e da conta capital.

A I Guerra Mundial inaugurou um período de restrições cambiais por toda parte — e em todas as dimensões acima referidas —, que se agravou bastante com a depressão dos anos 30. A partir do final da II Guerra Mundial, verificou-se um retorno lento e gradual à conversibilidade monetária. A maior parte dos países desenvolvidos restabeleceu a conversibilidade da conta corrente em finais dos anos 50, mas a liberdade cambial para os fluxos de capitais só veio muito mais tarde.³ Em alguns desses países, como França e Itália, a conversibilidade da conta capital tornou-se ampla apenas ao final da década de 80 [ver Mathieson e Rojas-Suarez (1992, p.12)]. Os países menos desenvolvidos mantiveram um grau mais elevado de restrições cambiais, que se agravou na primeira metade da década de 80 com a crise da dívida. Nos anos mais recentes, entretanto, tem havido um processo de rápida liberalização cambial (como, por exemplo, na América Latina, os casos do México, da Argentina e do Chile). No

- 2 Até os anos 30, conversibilidade de uma moeda era identificada com a garantia, por parte das autoridades monetárias, de sua troca por ouro a uma taxa de câmbio fixa. Este conceito tradicional de conversibilidade foi substituído, na atualidade, pela noção de um acesso livre de residentes e não-residentes ao mercado de câmbio para troca da moeda doméstica por divisas [ver Greene e Isard (1991, p. 3) e Gilman (1990, p. 32-33)].
- 3 A seqüência mais provável de um processo de implantação da conversibilidade da moeda doméstica seria iniciada pela conversibilidade das transações correntes, seguida das transações de capital e, por último, da conversibilidade interna. Em situações em que avançou muito, na prática, apesar das restrições legais, a retenção de moeda estrangeira por residentes, o processo pode se inverter, começando pelo estabelecimento da conversibilidade interna, como é o caso, por exemplo, dos países que estão transitando do socialismo para a economia de mercado. A decretação da conversibilidade interna tem então o papel de trazer para o sistema bancário (portanto, para o financiamento do comércio exterior) e para a economia formal dólares anteriormente retidos por pessoas físicas. Na Polônia, por exemplo, as famílias foram autorizadas, a partir de março de 1989, a reter moeda estrangeira e ativos denominados em moeda estrangeira, antes do estabelecimento da conversibilidade para as transações correntes com o exterior (a liberdade para importar mercadorias e serviços foi — parcialmente — estabelecida somente nove meses depois) [ver, a propósito, Greene e Isard (1991, p. 12 e 14)].

Brasil, como veremos na próxima seção, houve um aumento substancial da conversibilidade, inclusive da conta capital, nos últimos quatro anos.

2.3. As Propriedades de Diferentes Regimes Cambiais

Definindo um regime cambial, como fizemos acima, pelo grau de conversibilidade da moeda doméstica e pelo método de determinação da taxa de câmbio, podemos combinar essas duas características para formar quatro tipos de arranjos cambiais: regime de taxa de câmbio fixa, com e sem conversibilidade, que entenderemos aqui não apenas como o caso de adoção de uma paridade imutável, mas também aquele em que o governo fixa a taxa de câmbio por um determinado período (maior ou menor), comprometendo-se a defender a cotação escolhida; e regime de câmbio flutuante, também com e sem conversibilidade, que entenderemos não apenas como flutuação pura, mas também como flutuação suja, quando o governo se limita a intervir para evitar oscilações muito pronunciadas da taxa de câmbio (mas sem uma meta para esta taxa). O quadro a seguir mostra as quatro combinações referidas, resumindo suas principais propriedades.

Um regime de taxa de câmbio fixa e plena conversibilidade da moeda limita drasticamente a capacidade do governo para fazer política econômica, sobretudo num mundo caracterizado

	<i>Taxa de Câmbio Fixa</i>	<i>Taxa de Câmbio Flutuante</i>
Livre Conversibilidade	— Necessidade de nível elevado de reservas — Passividade monetária/política econômica sujeita à disciplina externa — Ajuste monetário do balanço de pagamentos	— Sem necessidade de reservas — Política monetária ativa/autodisciplina da política econômica — Ajuste do balanço de pagamentos via flutuação cambial
Controle Cambial	— Necessidade de reservas mas com reduzida taxa de cobertura — Controle monetário relativo — Ajuste do balanço de pagamentos via desvalorização cambial, restrições cambiais, manejo macro	— Baixa necessidade de reservas — Controle monetário relativo/política econômica relativamente independente da disciplina externa — Ajuste do balanço de pagamentos via desvalorização cambial, restrições cambiais, manejo macro

por intensa mobilidade internacional de capitais. A política mais afetada é a monetária: a taxa de juros doméstica tende a se nivelar à taxa internacional e a moeda se torna endógena. Se, por exemplo, o Banco Central tenta contrair a oferta monetária, a taxa de juros doméstica é pressionada para cima, o que exerce atração sobre os capitais externos (para tirar proveito do diferencial de juros). O conseqüente influxo de divisas, ao ser convertido em moeda nacional, expande novamente a base monetária e derruba a taxa de juros doméstica [ver, a respeito, Bruno (1993, p. 23)].

A defesa da taxa de câmbio fixada pelo governo, sem o recurso a restrições cambiais, exige um elevado nível de reservas internacionais. Além disso, para preservar um nível adequado de reservas, o governo deve abster-se de financiar seus déficits através de dívida junto ao Banco Central (financiamento monetário do déficit), o que constitui uma limitação sobre a política fiscal.⁴ No limite, no caso de um regime do tipo adotado no Plano Cavallo na Argentina, as reservas devem assegurar a cobertura de toda a base monetária, e o Banco Central fica proibido de financiar direta ou indiretamente o governo.

Ocorrendo um desequilíbrio do balanço de pagamentos num regime cambial desse tipo, o governo pode tentar corrigi-lo via política monetária contracionista, para atrair capitais externos e financiar o déficit. Se, entretanto, as expectativas quanto ao futuro do balanço de pagamentos forem adversas, a política monetária pode tornar-se um instrumento ineficaz para reverter o desequilíbrio (dado o risco percebido de uma desvalorização cambial, por exemplo). Neste caso, haveria uma perda de reservas conduzindo a um estrangulamento da liquidez doméstica e a uma retração da atividade econômica e do nível de emprego.

Admitamos agora que um regime cambial desse tipo seja adotado no contexto de um programa de estabilização, que promove uma queda súbita das taxas de inflação, mas não consegue evitar uma elevação residual de preços bastante acima da inflação externa. Se a política para a taxa de câmbio segue a abordagem da âncora nominal, a elevação dos preços domésticos acima da inflação externa pode ser sancionada pela expansão monetária (de caráter endógeno), porém mais cedo ou mais tarde vai ser detida pela perda de competitividade da economia (em virtude da concorrência externa). O perigo é que a economia pode mergulhar numa estagnação sem perspectivas de solução, provocada pela falta de competitividade externa. Mas, se o enfoque adotado pelas autoridades é o das metas reais, então a política cambial vai ser manejada de forma a preservar a estabilidade da taxa de câmbio real. A competitividade externa não corre o risco anterior, mas em

4 O Banco Central cria base monetária para adquirir reservas internacionais e/ou fornecer crédito ao governo e às instituições financeiras. Na medida em que amplia o crédito doméstico, promove uma expansão monetária que não tem lastro em reservas, diminuindo assim o coeficiente de cobertura e ampliando sua vulnerabilidade frente a uma corrida do público para converter a moeda doméstica em moeda estrangeira.

compensação aumentos de preços são mais facilmente sancionados, e a inflação pode voltar a subir. A economia poderia conviver bem com a inflação, mas teria mais dificuldades em vencê-la.

A modificação do regime cambial acima, através da introdução de restrições cambiais, torna a economia mais protegida de movimentos adversos de capitais e acrescenta um instrumento para enfrentar crises cambiais. E, mais importante, ela também aumenta, para o bem e para o mal, a autonomia do governo para praticar política econômica — tanto a macroeconômica quanto a industrial. Há dois problemas básicos com este regime, na atualidade: em primeiro lugar, em países com inflação alta e governos desacreditados, as restrições à conversibilidade reduzem a confiança na moeda e na política antiinflacionária; e, em segundo, com a globalização dos mercados financeiros, a proliferação dos paraísos fiscais e o próprio aprendizado dos caminhos para a fuga de capitais ocorrido ao longo dos anos 80, as restrições cambiais vêm se tornando crescentemente ineficientes.

Teoricamente, uma maneira de estabelecer uma autonomia para as políticas econômicas domésticas, sem recorrer às restrições à conversibilidade, seria a adoção de um regime de taxas de câmbio flutuantes.⁵ A estabilidade dos preços dependeria da autodisciplina das políticas financeiras domésticas, e as divergências entre as políticas doméstica e externa, bem como entre a evolução da produtividade doméstica e externa, se refletiriam em variações das taxas de câmbio. O ajuste do balanço de pagamentos estaria assegurado por movimentos das taxas de câmbio, eliminando-se as pressões recessivas (no caso de déficit) ou expansionistas (no caso de superávit) verificadas num regime de câmbio fixo.

Infelizmente, a experiência mundial com taxas de câmbio flutuantes, nos anos 70 e 80, mostrou que os mercados cambiais são bastante ineficientes para gerar taxas de câmbio de equilíbrio e que os fluxos especulativos de capital provocam uma enorme instabilidade das taxas de câmbio.⁶ O afastamento de uma política de flutuação pura implicaria a necessidade de um maior volume de reservas (para intervir nos mercados de câmbio) e um menor grau de autonomia da política econômica doméstica em relação ao exterior.⁷

5 A defesa clássica deste ponto de vista encontra-se em Friedman (1953).

6 Friedman (1953) argumentou que a especulação cambial seria estabilizadora num regime de câmbio flutuante, contra a opinião à época dominante, defendida por Nurkse (1944). As avaliações com base na experiência dos anos 70 e 80 dão razão a Nurkse [ver, a respeito, Williamson (1985 e 1993) e Krugman (1989)]. Com relação às conseqüências da instabilidade cambial para a adoção isolada, por um país, de um padrão-dólar, com fins de estabilização, ver Batista Jr. (1993, p. 28).

7 A alternativa de introduzir restrições à conversibilidade (para controlar os fluxos de capitais) é uma opção menos cogitada nas circunstâncias atuais. Entretanto, um regime que combine controle cambial com taxa de câmbio determinada pelo mercado não é contraditório, como poderia parecer à primeira vista. Tipicamente, isto ocorre quando as autoridades monetárias monopolizam a compra das divisas geradas pelas exportações e as oferecem em leilões abertos aos importadores. Este foi o caso, conforme referido anteriormente, do regime da Instrução 70 da Sumoc, nos anos

O regime cambial brasileiro, tradicionalmente situado no quadrante inferior esquerdo do quadro anterior, vem se deslocando no sentido do quadrante superior esquerdo, com uma rápida incursão pelo quadrante inferior direito, durante os primeiros meses do governo Collor. No regime tradicional — de câmbio fixado pelo governo e restrições à conversibilidade da moeda — verificou-se uma preferência dominante pela condução da política cambial de acordo com o enfoque das metas reais.⁸ No presente, contudo, a política econômica parece ter chegado a uma encruzilhada: um dos caminhos possíveis consistiria em prosseguir em linha reta, completando o processo que leva à conversibilidade plena da moeda e mantendo-se uma política de taxas de câmbio reais fixas; uma via alternativa, que parece reunir maiores chances, também promoveria o ingresso definitivo no quadrante superior esquerdo, porém adotando a abordagem da âncora nominal, isto é, conduzindo a política cambial seguindo o objetivo da estabilização dos preços (em vez de orientá-la pela busca da competitividade externa); e, finalmente, um terceiro caminho proposto por alguns economistas, mas com baixa probabilidade de implementação, consistiria em caminhar para o quadrante superior direito, adotando um regime de câmbio flutuante e plena conversibilidade.

3. O Regime Cambial Brasileiro em Transformação: 1989/93

A introdução de um segmento de câmbio flutuante para as negociações de divisas nas operações de turismo, em janeiro de 1989, deu partida a um processo — lento e gradual — de reforma do regime cambial brasileiro. Desde o início anunciou-se a intenção de promover uma liberalização progressiva das regras cambiais.

A noção de liberalização cambial normalmente é associada a dois fenômenos distintos: a ampliação da conversibilidade, isto é, da liberdade para comprar e vender moeda estrangeira; e a flutuação cambial, ou seja, a livre determinação da taxa de

50 no Brasil, bem como também foi o sistema adotado por Taiwan no final dos anos 50 e pela Coreia do Sul em meados dos anos 60 [ver Greene e Isard (1991, p. 14)]. Este tipo de arranjo cambial pode ser adotado como sendo transitório num processo cujo objetivo é implantar a conversibilidade da moeda.

8 A decisão de adotar o enfoque das metas reais envolve uma outra opção não trivial quanto aos critérios para reajustar o câmbio. No Brasil, no período da política de minidesvalorizações cambiais, adotou-se em regra, de forma implícita, o critério da paridade do poder de compra da moeda, que, como mostrou Zini Jr. (1993, Cap.3), além de não incorporar variáveis decisivas para o comportamento da balança comercial, como os termos de troca, as variações da renda doméstica e as mudanças de produtividade, acabou por conduzir a desalinhamentos do câmbio real no período de sua vigência. O emprego de um conjunto de indicadores da taxa de câmbio real [ver Zini Jr. (1993, Cap.3)] que captem o efeito dessas outras variáveis forneceria uma base mais adequada para a condução de uma política cambial de metas reais.

câmbio pelo mercado, sem intervenções do Banco Central. Passados quatro anos da introdução do câmbio flutuante (ou turismo), o processo de liberalização avançou bastante, mas fundamentalmente no que se refere à primeira acepção do termo. Vale dizer, o aspecto essencial do processo de liberalização do regime cambial, promovido de forma contínua nos últimos quatro anos, pode ser identificado claramente com a atribuição de um grau crescente de conversibilidade à moeda nacional.

Uma boa parte das medidas adotadas com o propósito acima introduziram verdadeiras novidades na relação dos agentes econômicos com o mercado de câmbio, facultando um grau inédito de acesso ao mercado de moeda estrangeira. Para determinadas categorias de agentes econômicos, garantiu-se a plena transitividade entre as moedas nacional e estrangeira, inclusive para fins de retenção desta última como ativo de reserva (com isto ampliando-se a *conversibilidade interna*). Para o público mais amplo, estendeu-se bastante a *conversibilidade externa* da moeda, por meio da autorização de pagamentos e remessas ao exterior que anteriormente eram virtualmente impossíveis de serem realizados dentro da legalidade. Cabe notar que uma parte do aumento da conversibilidade externa da moeda foi um movimento de restauração de regras modificadas no contexto da crise da dívida. Estas últimas medidas, embora não constituam uma novidade institucional de nossa história no pós-guerra, tiveram uma importância grande na retomada do acesso do país ao fluxo de financiamento internacional a partir de 1991.

No que se refere ao outro sentido atribuído à liberalização cambial, isto é, quanto à determinação da taxa de câmbio sem a interferência da autoridade monetária, as inovações não tiveram um curso linear. A introdução do câmbio flutuante para as operações comerciais em março de 1990 parecia significar a universalização da regra de formação da taxa de câmbio pela atuação das forças de mercado. Mas pouco a pouco as intervenções do Banco Central nos dois segmentos oficiais do mercado de câmbio — o comercial e o flutuante/turismo — foram se tornando tão freqüentes que o arranjo cambial voltou a aproximar-se, na prática, de uma regra de câmbio fixado pelas autoridades.

3.1. Os Passos em Direção à Conversibilidade

De meados dos anos 60 ao final de 1988, o mercado de câmbio brasileiro funcionou com dois segmentos: o oficial, com taxas de câmbio fixadas pelo governo, abrangendo o grosso das transações com moeda estrangeira; e o paralelo, cujas cotações, determinadas livremente, distanciavam-se, por vezes em mais de 100%, das taxas oficiais. A introdução, a partir de janeiro de 1989, do *mercado de câmbio de taxas flutuantes*, para abrigar, inicialmente, as transações com moeda estrangeira para fins de turismo, criou um terceiro segmento, que passou a incorporar

operações que anteriormente cursavam por um dos dois segmentos então existentes.

Dotado de cotações flexíveis — portanto, capazes de se adaptar às mudanças na escassez relativa de divisas —, o novo segmento passou a concorrer com o mercado paralelo na compra dos saldos de moeda estrangeira não alocados ao *segmento de taxas administradas* (também denominado câmbio comercial).⁹ Esta inovação contribuiu para aumentar o grau de conversibilidade da moeda porque, livre do ônus de usar suas reservas para atender a demanda por moeda estrangeira incorporada a partir de então ao *flutuante*, o governo pôde ampliar a abrangência e os limites quantitativos dos pagamentos ao exterior efetuados nesse segmento. Nas novas condições, um aumento da demanda por divisas (não acompanhado por uma elevação correspondente da oferta privada) provocaria diretamente um aumento das cotações no flutuante, e não uma redução das reservas do governo.

A ampliação do leque de pagamentos autorizados ao exterior (no segmento flutuante) levou à inclusão de novos itens de despesa e receita no balanço de pagamentos oficial, tanto nas transações correntes como na conta capital. Por outro lado, algumas transações que antes podiam cursar pelo mercado oficial, mas se encontravam sujeitas a limites quantitativos estreitos, ao serem transferidas para o segmento de câmbio flutuante tiveram seus limites substancialmente ampliados, ou mesmo liberados.

Em suma, com a instituição do novo mercado, um conjunto de transações do balanço de pagamentos passou a ser efetuado, sem restrições (ou com um nível de restrições bastante atenuado), através da compra e venda de divisas a taxas de câmbio flutuantes. No que se refere às transações correntes, as principais contas afetadas foram: a) a de turismo, devido à ampliação do limite de compras de divisas de US\$ 1 mil para US\$ 4 mil¹⁰ e à “geração” de um fluxo de oferta estimulado pelas cotações mais atraentes; e b) as transferências unilaterais, que, podendo ser realizadas através deste mercado, elevaram-se substancialmente. Quanto à conta capital, cabe destacar, não tanto pelos montantes, mas pelo significado simbólico da medida, as facilidades concedidas aos investimentos brasileiros no exterior (bem como à respectiva

9 Assim, por exemplo, a venda de divisas pelos turistas estrangeiros em viagem ao Brasil, que tendia sempre a ser feita no mercado paralelo, devido a suas cotações superiores às do mercado oficial, passaram a ser canalizadas também para o novo segmento de câmbio flutuante, cujos preços de demanda tornaram-se competitivos aos do paralelo. “Até o advento da Resolução nº 1.552, as receitas geradas pelo turismo receptivo eram incompatíveis com o volume de turistas que visitavam o Brasil, cujas transações, em moeda estrangeira, na quase totalidade eram efetuadas no mercado paralelo. Com a inclusão de viagens internacionais no segmento do dólar turismo, tal item passou a ser superavitário” [Banco Central, RA (1989, p. 104)].

10 Posteriormente, em abril de 1991, as possibilidades de gasto em moeda estrangeira foram ampliadas pela criação do cartão de crédito internacional com limite de crédito rotativo de US\$ 8 mil. Um passo mais arrojado foi dado em maio de 1993, quando foram liberadas de qualquer limite as compras de divisas para fins de viagem aos países do Mercosul.

repatriação e receita de lucros e dividendos) através do câmbio flutuante. Antes de detalhar estas medidas — que ampliaram a conversibilidade no segmento do câmbio “turismo” —, prosigamos com uma apresentação geral das iniciativas governamentais no sentido de ampliar a conversibilidade da moeda nacional.

Um segundo passo importante em direção à liberalização do regime cambial foi dado em março de 1990, com a transferência, do Banco Central para o mercado, da responsabilidade pela determinação das taxas de câmbio e pela conciliação entre oferta e demanda de divisas no segmento comercial (também denominado, a partir de então, de “mercado de taxas livres”). Com isso, o Banco Central deixou de garantir cobertura para as posições vendidas das instituições financeiras, levando-as a buscar divisas para este fim no mercado, seja através de compras primárias, seja nas transações interbancárias, a taxas de câmbio livremente pactuadas. Ao mesmo tempo, e coerentemente com a decisão de atribuir ao mercado o papel anteriormente desempenhado pelo Banco Central, autorizou-se as instituições financeiras participantes do mercado a manterem uma *posição comprada* ilimitada em moeda estrangeira. Em outras palavras, permitiu-se que os bancos e outras instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio adquirissem moeda estrangeira em qualquer volume, sem necessidade de vendê-la ao Banco Central.

A permissão para a retenção de ativos externos, em quantidades ilimitadas, por parte das instituições financeiras, representou uma ampliação substancial do grau de conversibilidade da moeda nacional. Uma consequência desta iniciativa foi a legalização (e incorporação ao mercado de câmbio comercial) de uma componente de demanda por divisas (e ativos financeiros externos) antes ausente dos mercados oficiais, a saber: a procura por moeda estrangeira enquanto *ativo de reserva*. Mesmo restrito a uma categoria de agentes econômicos — os intermediários financeiros —, essa liberação da aquisição e retenção de divisas tornou o mercado de câmbio comercial flagrantemente mais sensível às taxas de juros, à instabilidade política doméstica e às expectativas de desvalorização (ou de valorização real) do câmbio.

Uma atenuação da “ousadia” — mas que não modificou a essência das novas regras, bem como suas implicações para a política econômica — foi a decisão adotada, ainda em abril de 1990, no sentido de estabelecer um limite (inicialmente de US\$ 1 milhão e atualmente de US\$ 10 milhões) a partir do qual os bancos são obrigados a depositar suas reservas excedentes de moeda estrangeira em uma conta do Banco Central. Com a introdução dessa regra, as instituições financeiras continuaram autorizadas a comprar moeda estrangeira sem limites (prerrogativa, aliás, de que se valeram intensamente em momentos de crise de confiança e expectativa de desvalorização cambial), mas não puderam mais aplicar livremente os montantes em excesso

dos limites fixados pelo Banco Central. A vantagem para a autoridade monetária é que, na eventualidade de ter que fazer vendas excessivas para atender a uma bolha de demanda especulativa pelos bancos, as reservas gastas nas intervenções no mercado de câmbio retornariam, através do mecanismo criado, às suas contas bancárias no exterior.

Note-se por fim que, num contexto de ampla conversibilidade (para as instituições financeiras), a adoção de uma regra de taxa de câmbio real fixa (a partir do último trimestre de 1991, como será examinado adiante) completou um desenho institucional cuja implicação conhecida é o aumento das restrições externas à condução das políticas macroeconômicas domésticas. A limitação do raio de manobra da política econômica doméstica — cujas vantagens e inconvenientes são objeto de uma infundável discussão¹¹ — foi-se tornando explícita a partir do final de 1991, conforme se examinará na Seção 4, adiante.

Por outro lado, se apenas as instituições financeiras ganharam um acesso ilimitado ao mercado de câmbio, a possibilidade de aquisição de ativos financeiros denominados em moeda estrangeira foi bastante ampliada também para os demais agentes econômicos. Exportadores e importadores beneficiaram-se de sucessivas ampliações do prazo para a contratação de câmbio, o que lhes permitiu reter haveres em moeda estrangeira por períodos substancialmente mais longos do que os requeridos por motivos estritamente transacionais. E os investidores em geral puderam contar com um leque de títulos que passaram a ser emitidos com denominação em moeda estrangeira, ou com cláusula de correção cambial, a saber: certificados de depósito bancário emitidos no exterior por bancos brasileiros; *export notes* emitidas por empresas exportadoras do país; e Notas do Tesouro Nacional com cláusula de correção cambial.¹² Registre-se, por último, a autorização concedida a empresas não-financeiras do país para a realização de investimentos em instituições financeiras no exterior, a partir de novembro de 1992 (Circular 2.249 do Banco Central).

11 No que se refere à política de estabilização, há o argumento de que a disciplina externa imposta à política econômica por um regime de câmbio fixo (e conversibilidade) impede práticas inflacionárias e infunde maior confiança na moeda. Um argumento clássico contra esta posição, e em defesa da autonomia das políticas econômicas domésticas, em particular da monetária, encontra-se em Friedman (1953). Entre os inúmeros defensores da posição oposta, pode-se citar o trabalho recente de Giavazzi e Giovannini (1990), que, com o sugestivo título *The advantage of tying one's hand*, aborda a questão no contexto da discussão sobre a formação de blocos econômicos, em particular da união monetária européia.

12 O prazo de contratação de câmbio para importações e exportações foi ampliado de 20 para 45 dias em agosto de 1990, para 90 dias em junho de 1993 e finalmente para 180 dias em julho do mesmo ano. A motivação destas últimas mudanças foi induzir a retenção de dólares pelo setor privado, para auxiliar a política monetária [Banco Central, BM (ago. 1993, p. 25)]. Já a emissão de certificados de depósito bancário no exterior foi autorizada, com o objetivo de capitalizar as agências dos bancos brasileiros no exterior (em função da extinção do *Projeto IV*), em março de 1991, pela Resolução 1.809, que também permitiu sua revenda no mercado secundário doméstico.

Ainda no âmbito do mercado de câmbio comercial, a liberalização cambial avançou numa outra frente, através de um bloco de medidas que, num curto intervalo de tempo, removeu restrições existentes, de longa data, à remessa de recursos ao exterior por parte de investidores estrangeiros no país. Estava implícita nestas iniciativas uma aposta de que o efeito líquido da “abertura da porta de saída” para os capitais de risco seria positivo, dada a atratividade representada pelo potencial da economia brasileira. Dentre as principais mudanças nas regras do jogo [ver Barros (1993, p. 265-267) e Banco Central, BPE e RA, vários números], podem ser aqui destacadas as seguintes:

- a abertura, em maio de 1991, do acesso direto de investidores institucionais estrangeiros ao mercado de ações, com permissão para a repatriação dos fundos aplicados sem prazo mínimo de permanência, e a isenção de imposto de renda sobre os ganhos de capital (apenas as remessas de dividendos ficaram sujeitas a uma alíquota de 15%);¹³
- a simplificação e agilização dos procedimentos para a remessa de lucros e dividendos e a eliminação do imposto de renda suplementar sobre tais remessas;¹⁴ e
- a revogação, a partir de janeiro de 1992 (Lei 8.383/91), da proibição das remessas, a título de *royalties* e assistência técnica, de uma subsidiária para sua matriz no exterior.

Em suma, uma sucessão de mudanças e inovações nas regras e instituições vem remodelando profundamente o regime cambial brasileiro nos últimos quatro anos. O novo regime cambial, em estágio avançado de gestação, ampliou substancialmente o grau de acesso ao mercado de câmbio, introduzindo uma nova componente de demanda por divisas, que tornou a política econômica doméstica muito mais sujeita do que no passado à disciplina imposta pelo balanço de pagamentos. As inovações foram aqui classificadas em quatro blocos:

- a introdução do segmento de câmbio flutuante, abrigan-do, entre outras, as transações relacionadas a viagens ao exterior, investimentos brasileiros no exterior e transferências unilaterais, com regras e limites muito mais flexíveis do que os verificados no passado;
- as mudanças operacionais no segmento comercial, destacadamente a possibilidade aberta às instituições fi-

13 Resolução 1.832, de 31/5/91, que aprovou o regulamento *Anexo IV* à Resolução 1.289, de 20/3/87.

14 A Carta-Circular 2.165, de abril de 1991, tornou sumário o ritual para a remessa de lucros e dividendos, encurtando o tempo médio entre o pedido e a autorização de um mês a um mês e meio para até uma semana. Quanto ao imposto de renda suplementar, que incidia com alíquota variável entre 40 e 60% sobre as remessas de dividendos que ultrapassassem 12% do capital registrado, foi extinto a partir de 1/1/92 pela Lei 8.383/91.

nanceiras de manter um ativo em moeda estrangeira sem limites quantitativos;

- a criação de alternativas de aplicação em ativos financeiros externos ou indexados ao dólar; e
- a liberação das remessas de divisas ao exterior para investidores estrangeiros.

O primeiro bloco aumentou a conversibilidade para pessoas físicas e empresas residentes, o segundo ampliou a conversibilidade sobretudo para os bancos, o terceiro alcançou o universo dos investidores residentes e o quarto ampliou a conversibilidade para os investidores estrangeiros. Tais mudanças afetaram em profundidade tanto a *conversibilidade interna* da moeda, isto é, a possibilidade aberta aos residentes (a determinados setores ou a todos) de converter livremente a moeda doméstica em moeda estrangeira e vice-versa (portanto, de dispor de saldos de moeda estrangeira), como a *conversibilidade externa*, entendida como a autorização para fazer pagamentos ao exterior.

3.2. Os Recuos e Avanços no Caminho da Conversibilidade

Quando foi dada a partida ao processo de liberalização cambial, em janeiro de 1989, havia uma restrição gigantesca e óbvia à ampliação da conversibilidade externa da moeda. De fato, a existência de uma elevada dívida externa ainda não negociada de forma satisfatória, num quadro em que as fontes de financiamento externo voluntário estavam fechadas ao país, impedia a liberação do acesso ao mercado de câmbio para pagamentos, na conta capital, ao exterior. De fato, desde o início dos anos 80, uma sucessão de medidas havia restringido a conversibilidade externa da moeda por conta das dificuldades cambiais associadas à crise da dívida. Seria difícil conceber a normalização do fluxo de pagamentos ao exterior antes de uma renegociação satisfatória do estoque da dívida externa e/ou do restabelecimento do financiamento voluntário ao país em escala significativa.

As restrições cambiais associadas ao problema da dívida externa variaram ao longo da década, ao sabor da conjuntura do balanço de pagamentos. Em 1989, a despeito do acordo com os credores privados, assinado pelo ministro Mailson da Nóbrega em setembro de 1988, e dos elevados superávits obtidos na balança comercial, verificou-se um recrudescimento das restrições. A razão foi uma nova deterioração da situação cambial do país, em função do comportamento fortemente adverso dos fluxos de capitais. Como se pode ver na Tabela 1, a seguir, o balanço de pagamentos em 1988 e 1989 exibiu uma performance impecável nas transações correntes, mas a deterioração da conta capital, no último ano, pesou mais no resultado global do balanço de pagamentos, produzindo um déficit global “acima da linha” de

US\$ 3,4 bilhões. Não fosse a moratória sobre a dívida externa e as restrições impostas a outras remessas de divisas ao exterior, as reservas internacionais teriam descido a um nível absolutamente crítico.¹⁵

O comportamento profundamente negativo dos fluxos de capitais no período esteve associado, antes de mais nada, às incertezas derivadas de um conjunto de fatores que se realimen-

Tabela 1
Balanço de Pagamentos: Contas Selecionadas — 1988/89
(Em US\$ Milhões)

<i>Itens</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>
Balança Comercial	19.184	16.120
Transações Correntes	4.175	1.033
Capitais Autônomos	3.635	-3.648
Saldo Global	6.977	-3.391

Fonte: Banco Central, BM (ago. de 1993). Elaboração do autor.

tavam, a saber: a exacerbação do processo inflacionário; uma campanha eleitoral para a presidência da República polarizada, indicando chances equivalentes de vitória para candidatos com projetos de economia e sociedade antagônicos e gerando um quadro de completa indeterminação em relação ao futuro do país; o esvaziamento completo do poder do governo central; e a impossibilidade, diante da deterioração do quadro econômico e das condições para fazer política econômica, de cumprir o acordo com o FMI. Além disso, o elevado ágio entre as cotações do dólar nos mercados de taxas livres, em relação ao de taxas administradas, e a baixa cotação dos títulos da dívida externa no mercado secundário forneceram um incentivo para a saída de capitais. A consequência de todos estes fatores foi uma acentuada reversão dos fluxos de investimento direto e de créditos oficiais.¹⁶ As Tabelas 2 e 3, a seguir, mostram a evolução negativa destas duas componentes da conta capital, onde chama a atenção o elevado *valor negativo* do investimento direto líquido exclusive conversão de dívida (valores negativos só haviam ocorrido anteriormente em 1986) e a dimensão do investimento brasileiro no exterior (que pode estar indicando fuga de capital).

15 Além do déficit "acima da linha" de US\$ 3,4 bilhões, ainda existia o compromisso de pagamento ("abaixo da linha") de US\$ 0,9 bilhão ao FMI. Tais obrigações representavam 80% das reservas (no conceito de caixa) mantidas pelo Banco Central em dezembro de 1988.

16 Os créditos privados voluntários de médio e longo prazos continuaram, evidentemente, nulos. Quanto aos créditos não-voluntários, também foram atingidos pelo insucesso do acordo com o Fundo: "Em 1989 não foi possível a manutenção do acordo *stand-by*, firmado em 1988 com o Fundo Monetário Internacional, deixando o país de receber US\$ 795 milhões programados para o ano. Em consequência, os bancos comerciais também suspenderam o desembolso da última parcela de US\$ 600 milhões relativa ao acordo plurianual de 22/9/88" [Banco Central, RA (1989)].

Tabela 2
Investimento Direto Líquido (Exclusive Reinvestimento)
(Em US\$ Milhões)

<i>Ano</i>	<i>Investimento Total Líquido</i>	<i>Investimento Total Líquido (Exclusive Conversão de Dívida Externa em Investimento)</i>	<i>Investimento Brasileiro no Exterior</i>
1980	1.121	1.082	367
1981	1.584	1.583	210
1982	991	848	379
1983	664	212	197
1984	1.077	331	47
1985	720	139	84
1986	-263	-469	143
1987	531	187	138
1988	2.270	182	176
1989	125	-821	553

Fonte: Banco Central.

Tabela 3
Estimativa de Fluxos Financeiros Líquidos,
por Credores Oficiais — 1985/92^a
(Em US\$ Milhões)

<i>Discriminação</i>	<i>1982/85^b</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>
Ingressos	3.347	2.273	1.520	1.973	1.301	1.270
Amortizações	900	2.339	2.644	2.775	3.177	2.706
Juros	810	1.662	2.245	2.143	2.023	1.567
Ingresso Líquidos ^c	2.447	-66	-1.124	-802	-1.876	-1.436
Ingresso Líquidos ^d	1.637	-1.728	-3.369	-2.945	-3.899	-3.003

Fonte: Banco Central do Brasil, RA, vários números. Elaboração do autor.

^a Bird, BID, FMI, e agências governamentais, inclusive Clube de Paris.

^b Média anual.

^c Ingressos brutos menos amortizações.

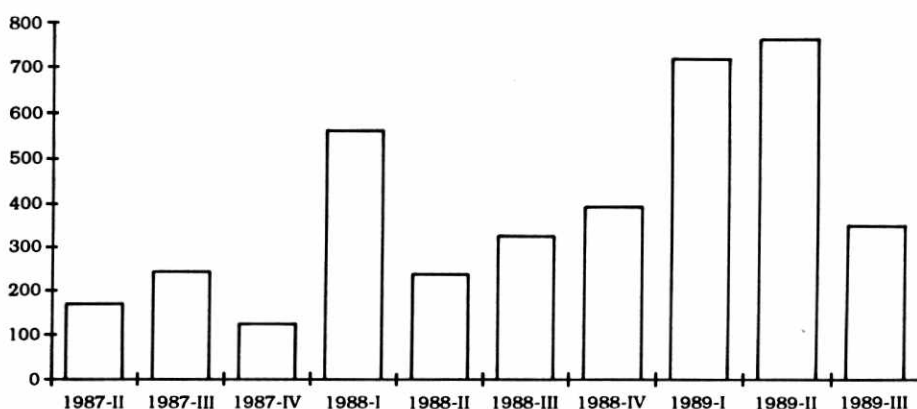
^d Ingressos brutos menos amortizações e juros.

Na Tabela 3 percebe-se que os fluxos de créditos oficiais já vinham minguando desde 1986, mas que o ano de 1989 registra o resultado mais negativo da série. Sendo nulas as chances — dentro das circunstâncias políticas e econômicas então vigentes — de reverter, através de medidas de política econômica, as tendências negativas dos fluxos de financiamento oficial e privado e dos investimentos diretos, é forçoso concluir que não restavam alternativas aos responsáveis pela política econômica senão estabelecer restrições aos pagamentos ao exterior.

As restrições vieram na forma de uma centralização cambial determinada, em julho de 1989, para um conjunto de pagamentos ao exterior, destacando-se as remessas de lucros e dividendos e as de juros aos credores privados. Com essas providências, o governo logrou deter o esvaziamento de sua carteira de haveres externos e restabelecer o controle sobre o fluxo de caixa em moeda estrangeira. Assim, as reservas internacionais, que haviam declinado do nível de US\$ 7,4 bilhões em março para US\$ 5,6 bilhões em junho, recuperaram-se para US\$ 7,3 bilhões em dezembro, o que foi viabilizado pela acumulação de atrasos nos pagamentos de juros e pela contenção das remessas de lucros e dividendos ao exterior. O Gráfico 1, a seguir, mostra a vigorosa expansão destas remessas no primeiro semestre do ano e seu encolhimento em consequência da centralização cambial.

O episódio acima relatado representou aparentemente o último repique de um longo ciclo de restrições cambiais. A partir

GRÁFICO 1
Remessas de Lucros



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

de 1990, a política econômica retomaria a trilha aberta em janeiro de 1989, avançando gradualmente, mas sem recuos, em direção à conversibilidade interna e externa da moeda nacional. Ainda não é muito claro o processo decisório que tem conduzido de forma persistente — apesar das múltiplas trocas de equipes econômicas — esta completa reformulação institucional no mercado cambial brasileiro: de um lado, há um componente de determinismo, evidente na tendência observada em toda parte no sentido de liberalizar o acesso aos mercados de câmbio; e, de outro, uma aposta reiterada por diferentes equipes responsáveis pela política econômica, e assumida pela burocracia pública da área externa, de que o *trade-off* envolvido na decisão de liberalizar o mercado cambial favorece esta opção.

De fato, tendo-se por critério o balanço de pagamentos, há um dilema envolvido na adoção de medidas como a moratória sobre a dívida externa e outras restrições à conversibilidade da moeda nacional: de um lado, tais medidas permitem deter a sangria de divisas para o exterior em situações de crise cambial latente; e, de outro, elas inibem o ingresso e estimulam a saída (inclusive a fuga) de capitais. Em determinadas circunstâncias históricas, como as enfrentadas pela América Latina entre 1982 e 1989, o balanço parecia pender claramente em favor da primeira alternativa, visto que medidas de normalização de pagamentos ao exterior nunca eram recompensadas com a retomada de influxos de capitais voluntários. À medida que se aproximava o final da década, as condições do mercado financeiro internacional se modificaram, e alguns países latino-americanos começaram a recuperar o acesso ao crédito voluntário [ver, a propósito, Cepal (1992)]. O pêndulo se deslocava no sentido da opção pela retomada da conversibilidade externa. Foi nesse contexto que o governo brasileiro resolveu apostar nos efeitos positivos da restauração da conversibilidade externa em 1990, apesar da situação do balanço de pagamentos ainda se encontrar bastante delicada naquele momento.

As medidas de regularização dos pagamentos externos começaram em janeiro de 1990, ainda no final do governo Sarney, com o progressivo relaxamento das restrições às remessas de lucros, dividendos, bonificações e retornos de capital, que ao longo do ano foram inteiramente regularizados.¹⁷

Ainda no final de 1990, tomou-se uma decisão que flexibilizava o monopólio do Banco Central no relacionamento com os credores privados, estabelecido a partir da crise da dívida em 1982: a Resolução 1.781, de dezembro daquele ano, liberou todos os pagamentos de juros e principal da dívida de médio e longo prazos de responsabilidade do setor privado e do setor público financeiro. Três meses depois, o mesmo tratamento foi estendido às dívidas externas da Petrobrás, da Companhia Vale do Rio Doce e de suas subsidiárias no país.

Das restrições cambiais adotadas em relação aos fluxos de capitais, a partir da crise da dívida, e reforçadas em 1989, restavam apenas, a partir do segundo semestre de 1991, a retenção das remessas de juros e principal da dívida do setor público não-financeiro (exclusive Petrobrás e Vale do Rio Doce). Desde então, uma progressiva normalização destes pagamentos também vem sendo realizada, através das seguintes decisões: retomada do pagamento dos juros devidos pelo setor público aos bancos privados estrangeiros, em bases parciais (30% do total vincendo, a partir de janeiro de 1991, posteriormente ampliado

17 Um registro das sucessivas medidas que regularizaram essas remessas ao exterior pode ser encontrado em Banco Central, RA (1990, p. 105).

para 50%,¹⁸ a partir de janeiro de 1992); exclusão do aporte de dinheiro novo via operações de crédito externo, não vinculadas ao Plano Brasileiro de Financiamento e ao Clube de Paris, de futuros acordos de renegociação (Circular 1.901, de fevereiro de 1991, do Banco Central); fim do *Projeto 3* dos programas de renegociação da dívida, a partir de maio de 1991, tornando voluntárias as linhas de crédito comercial estendidas pelos bancos privados estrangeiros; e, finalmente, o “Acordo em Princípio” firmado com o comitê representante dos bancos estrangeiros, em julho de 1992, reestruturando e reduzindo o estoque total da dívida externa com os credores privados.¹⁹

Esse restabelecimento dos pagamentos externos acabou viabilizando uma retomada do acesso a fluxos de crédito voluntário de médio prazo, que em pouco tempo atingiram uma magnitude insuspeitada. De fato, a partir de junho de 1991, a Petrobrás e a Vale do Rio Doce fizeram incursões pioneiras no mercado internacional de eurobônus de médio prazo, sendo seguidas por empresas financeiras e não-financeiras dos setores privado e público, quebrando-se assim um “jejum” de 10 anos, iniciado com a crise da dívida no segundo semestre de 1982. Se a isto acrescentarmos as demais medidas de aumento da convertibilidade externa anteriormente examinadas — que estimularam o ingresso de capitais de risco — e a adaptação da legislação brasileira à nova realidade do mercado financeiro internacional, teremos identificado parte importante dos fatores internos que contribuíram para redefinir a situação do balanço de pagamentos nos últimos dois anos. O aumento do grau de mobilidade de capitais entre a economia do país e o resto do mundo, que desde então se observou, teve importantes conseqüências para o funcionamento da economia e para a operação da política econômica, conforme se analisará na Seção 4, adiante.

3.3. O Experimento da Flutuação e o Retorno à Fixação da Taxa de Câmbio (Real)

Com a criação do *mercado de taxas livres* para as transações comerciais, em março de 1990, inaugurou-se uma nova fase da política cambial brasileira, caracterizada pela flutuação da taxa de câmbio nos dois segmentos do mercado (o comercial e o “turismo”). De acordo com as novas regras, o Banco Central passou a pautar sua atuação no mercado de câmbio pelos objetivos traçados em relação às reservas e à base monetária. Vale dizer, em vez de fixar a taxa de câmbio (em termos reais ou

18 A ampliação do limite de pagamento dos juros foi acertada no contexto do “Acordo em Princípio” sobre a dívida externa, assinado em julho de 1992. O acerto dos valores retroativos da diferença entre o percentual de 30% e o novo de 50% ficou condicionado ao cumprimento de determinadas etapas do acordo. O novo percentual passou a ser pago, em bases correntes, a partir do início de 1993.

19 Para uma descrição e avaliação desse “Acordo”, ver Instituto de Economia Industrial/UFRJ, BC-IEI (jul. 1992, p. 23-24).

nominais, não importa) e deixar as reservas flutuarem como variável de ajuste, o governo optou por fixar metas para as reservas (compatíveis com as metas para a base monetária), deixando o ajuste entre demanda e oferta de moeda estrangeira no mercado ser realizado por meio da flutuação da taxa de câmbio. Com algumas exceções,²⁰ esta foi a regra seguida até o terceiro trimestre do ano seguinte.

Ao longo de 1991, contudo, a taxa de câmbio voltou a apresentar uma trajetória de apreciação real, como se pode observar no Gráfico 2, a seguir, onde a valorização real do câmbio aparece como um declínio no índice. A princípio, este movimento de valorização do cruzeiro foi visto com simpatia pelas autoridades, que o interpretavam como um reflexo da nova realidade emergente do balanço de pagamentos brasileiro. Entendia-se que, havendo um restabelecimento dos fluxos de capitais para o país,²¹ o saldo em transações correntes poderia ser mais baixo — portanto, as exportações poderiam declinar e as importações se elevar —, o que seria compatível com uma taxa de câmbio real mais baixa. Além do mais, esperava-se que elevações do câmbio por baixo dos demais preços contribuiriam para reduzir a taxa de inflação.

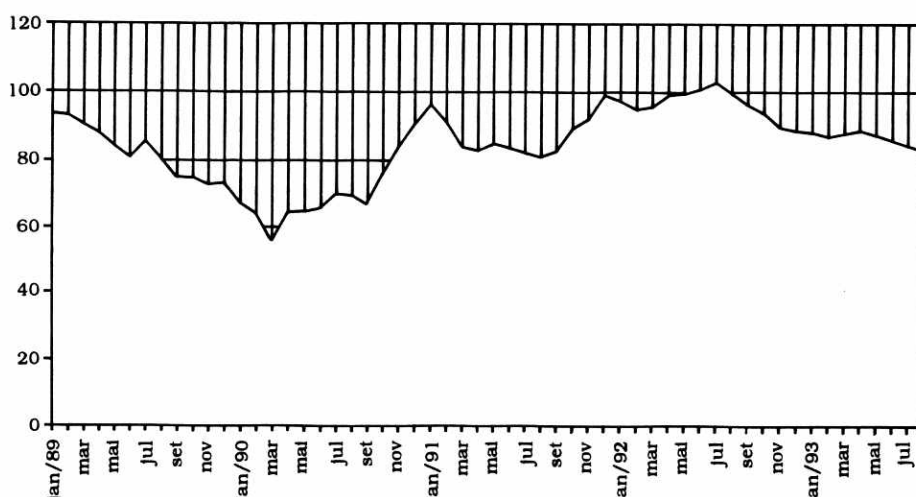
As expectativas do governo em pouco tempo se mostraram infundadas. A percepção pelo mercado de uma valorização real da taxa de câmbio (considerada insustentável) promoveu uma retração no fluxo de ingresso de divisas no país e pôs em risco as exportações, a produção e o emprego nos setores *tradables*. No mercado de câmbio registrou-se uma queda dramática do saldo líquido de divisas gerado pelas operações com o público, a partir de julho de 1991, como mostra eloquentemente o Gráfico 3, a seguir.

Em vez de entrar num mercado escasso como ofertante de divisas, o governo — reconhecendo os riscos de ampliar o desequilíbrio latente do mercado cambial — decidiu-se por uma mudança estratégica. Primeiramente, fez compras maciças de moeda estrangeira, ao final de setembro, alcançando com isso o efeito de uma maxidesvalorização cambial. Daí por diante, abandonou a pretensão de sustentar um regime de câmbio flutuante

20 Na primeira quinzena de setembro de 1990, por exemplo, diante da queda da taxa de câmbio nominal provocada pela política monetária fortemente contracionista, o Banco Central acabou por ceder, decidindo-se por uma intervenção para reavivar as cotações da moeda estrangeira. Na ocasião, o Banco Central teria adquirido, segundo avaliações do mercado, cerca de US\$ 800 milhões em oito dias. Para uma análise desse episódio e da política cambial e sua relação com a política monetária do período, ver Instituto de Economia Industrial/UFRJ, BC-IEI (out. 1990, p. 11-16).

21 E os dados do primeiro semestre de 1991 já evidenciavam uma substancial elevação do ingresso de recursos externos. A captação no conceito Firce alcançou US\$ 5,1 bilhões, 113% acima do verificado no mesmo período do ano anterior e praticamente empatando com a captação em todo o ano de 1990 [ver Instituto de Economia Industrial/UFRJ, BC-IEI (abr. 1992, p. 26)]. Os eurobônus de médio e longo prazos só começaram a ser colocados a partir de junho. Mas, mesmo antes disso, a absorção crescente de recursos via *commercial papers*, bolsa de valores, etc., já começava a sinalizar o retorno do influxo de capitais no sentido exterior/Brasil.

GRÁFICO 2
Evolução da Taxa de Câmbio Real Efetiva do Cruzeiro



Fonte: Instituto de Economia Industrial/UFRJ, BC-IEI.

(ou mesmo de “flutuação suja”) e caminhou para uma política de fixação da taxa de câmbio em termos reais.²² Para tanto, adotou a prática de realizar leilões periódicos (até mesmo mais de um ao dia, sempre que necessário) de compra e venda de moeda estrangeira, de forma a calibrar a evolução da taxa de câmbio em linha com a inflação (inicialmente, em linha com a TR). A percepção pelo mercado de uma taxa de câmbio alinhada, juntamente com as medidas adotadas para aumentar a conversibilidade e estimular o ingresso de capitais e com uma política de taxas de juros muito elevadas, produziu o fenômeno da inundação de recursos externos, observável através da incrível expansão dos saldos cambiais verificada a partir do final de 1991.

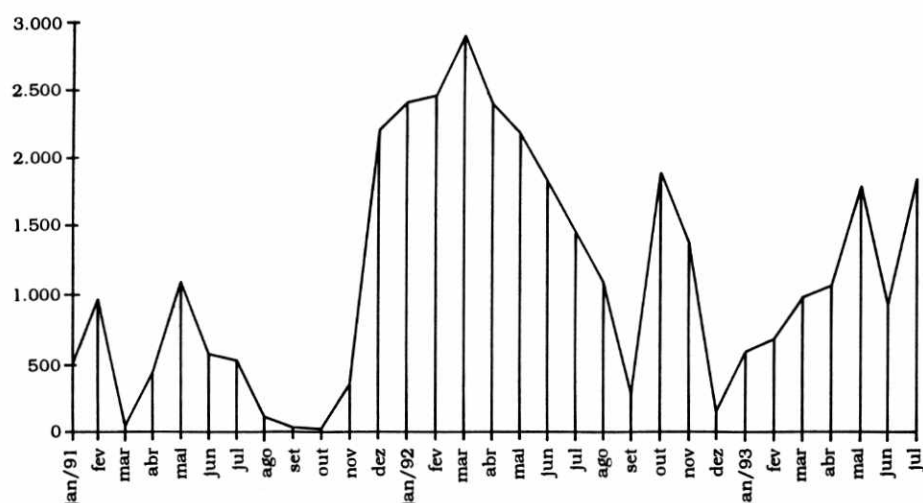
A reconversão do governo brasileiro a uma política de taxas de câmbio reais fixas teve méritos indiscutíveis:²³ preservou a capacidade competitiva da indústria brasileira frente aos concorrentes externos; evitou a instalação de um quadro de profunda incerteza e instabilidade cambial; e contribuiu para o ingresso de capitais externos²⁴ (portanto, para o fortalecimento das reservas internacionais do país). Há que se reconhecer, entretanto, que a

22 Segundo teria justificado o diretor da área externa do Banco Central, Armínio Fraga Neto (*Gazeta Mercantil*, 22/8/92), a opção do governo por uma política de taxa de câmbio real fixa no último quadrimestre de 1991 teve por base a constatação de que a valorização cambial seria profundamente recessiva e de que era preciso elevar o nível das reservas cambiais. A mudança de atuação do governo no mercado de câmbio era assim justificada: “A opção por uma valorização do cruzeiro, praticada até setembro de 1991, que poderia viabilizar algum efeito deflacionário, defrontou-se com a perspectiva de, numa etapa seguinte, provocar consequências indesejáveis sobre o fluxo de exportações. A estratégia implementada pelo Banco Central, a partir de outubro, foi no sentido de atuar no mercado, como demandante de divisas, dando sustentação à taxa de câmbio real” [Banco Central, BPE (mar. 1992)].

23 Para uma discussão das implicações da adoção da abordagem da taxa real fixa (*real targets approach*) versus a abordagem da âncora nominal (*nominal anchor approach*), ver Corden (1990).

24 Note-se que, com a redução do risco cambial, para uma mesma taxa de juros doméstica, há um estímulo maior ao ingresso de capitais externos.

GRÁFICO 3
Mercado de Câmbio: Saldo Líquido de Divisas (Comercial + Financeiro)
(Em US\$ Milhões)



Fonte: Banco Central, Nota para a Imprensa. Elaboração do autor.

adoção dessa regra cambial, concomitante a uma política antiinflacionária baseada em contenção monetária e taxas de juros elevadas, tornou contraditória a estratégia geral da política econômica. Como é sabido, a afluência de capitais externos em volumes crescentes, atraídos pelas altas taxas de juros domésticas, tendia a frustrar as metas monetárias, obrigando o governo a colocar títulos da dívida pública no mercado para enxugar o excesso de liquidez, num esforço incessante e interminável e, pior do que isto, com efeitos crescentemente negativos sobre as finanças públicas, pela óbvia razão de que as taxas de juros pagas pelo governo na captação de recursos com títulos da dívida pública superam em muito a rentabilidade obtida com a aplicação desses recursos em reservas internacionais (depositadas no exterior a taxas baixíssimas de juros).

Cabe, por último, observar que a adoção de uma política de taxa de câmbio real fixa não significa que o Banco Central tenha sucesso na efetiva estabilização do valor real da moeda doméstica, seja em relação ao dólar, seja em relação a uma cesta de moedas. De fato, em períodos de aceleração inflacionária, em que a taxa de inflação corrente (desconhecida) é superior aos índices de preços mais recentemente apurados, fica praticamente impossível calibrar a variação cambial na medida exata da inflação, e a tendência do executor da política econômica, na dúvida, é apontar para baixo. A autoridade cambial assim se pronunciava a respeito deste problema: "A política cambial, orientada no sentido de assegurar estabilidade à taxa de câmbio real, de certa forma vem sendo mantida, apesar das notórias dificuldades observadas nas fases de rápida aceleração inflacionária ocorridas no início do ano e em agosto-setembro" [Banco Central, BPE, n. 34 (set. 1992)]. Este fenômeno, que pode ser detectado no Gráfico 2 anterior, alcançou proporções inusitadas com a disparada

inflacionária do final do governo Sarney e voltou a se reproduzir recentemente (início do segundo semestre de 1993).

Em suma, a política do governo em relação ao método de determinação da taxa de câmbio teve uma trajetória circular nos últimos quatro anos. Inicialmente, fez-se uma opção radical por um regime de câmbio (puramente) flutuante, em março de 1990,²⁵ com o que o governo adquiriu condições, pelo lado do regime cambial, de praticar uma política de âncora monetária. O Banco Central comprava divisas no mercado unicamente em função de alcançar suas metas monetárias e de reservas. Em setembro de 1990, entretanto, diante da depressão dos níveis da taxa de câmbio real, o governo acabou fazendo compras no mercado de câmbio, com o objetivo de recuperar a taxa de câmbio e ao mesmo tempo aliviar a crise de liquidez da economia. Recuando em relação à opção radical pela flutuação cambial, a política caminhou progressivamente na direção da flutuação suja.²⁶ Finalmente, frente à crise cambial de setembro/outubro de 1991 e aos riscos de um colapso das exportações (e da recessão que o acompanharia), o círculo se fechou, com o governo retornando à tradicional política de taxa de câmbio real fixa. A única diferença em relação ao período anterior a março de 1990 é que agora o governo não se compromete com uma taxa de câmbio anunciada, à qual ele se disponha a comprar e vender divisas ilimitadamente (zerando o mercado). Na prática, contudo, os leilões diários acabam produzindo uma evolução da taxa de câmbio tão próxima da taxa de inflação (feita a ressalva anterior em relação aos períodos de aceleração), e em ritmo tão uniforme, quanto num regime de minidesvalorizações anunciadas.

Tudo o que foi dito acima refere-se fundamentalmente à política cambial no chamado *segmento de taxas livres* do mercado, que ainda hoje compreende o grosso do movimento de câmbio na economia. Não se dispõe de uma estatística sobre o volume das transações no mercado paralelo (que vem perdendo espaço para o flutuante-turismo), mas uma comparação entre os dois mercados oficiais já permite ter uma noção da importância *quantitativa* dos diferentes segmentos. Assim, enquanto as compras de divisas (pelas instituições financeiras) no *segmento de taxas livres* (comercial e financeiro) alcançou, em 1992, a quantia de

25 Para uma discussão desta opção no contexto do plano de estabilização lançado em março de 1990, ver Souza (1991).

26 Apesar do já referido episódio de setembro de 1990, até setembro de 1991 as intervenções no mercado de câmbio ainda eram guiadas fundamentalmente por decisões relativas ao nível de reservas e à política monetária. De acordo com matéria publicada na *Gazeta Mercantil* em 6/4/91, o então presidente do Banco Central, Ibrahim Eris, teria declarado a respeito da atuação do Banco Central no mercado de câmbio: "Eu confesso que em janeiro nós puxamos o mercado e havia uma razão para isso: a intenção de adotar as medidas conseqüentes do Plano Collor com certa folga nas reservas". Ou seja, a atuação neste caso teria sido guiada pelo objetivo de formar reservas, e não de ajustar a taxa de câmbio, embora tenha tido também este resultado.

US\$ 55,9 bilhões, no *segmento flutuante* as aquisições somaram US\$ 3,6 bilhões.²⁷

Apesar da predominância das transações no primeiro mercado, o comportamento dos outros dois segmentos (o *flutuante* e o *paralelo*) tem uma importância fundamental para a condução da política econômica. E isto não apenas porque um ágio muito elevado estimula todo tipo de fraude cambial, mas também, e principalmente, porque o distanciamento das cotações funciona como um termômetro das expectativas, que não raro gera suspeitas sobre a sustentabilidade das cotações no *segmento de taxas livres*. Neste campo, as mudanças de regras e procedimentos também foram grandes nos anos recentes. Assim, pode-se concluir que a política cambial voltada para o paralelo e para o flutuante no período foi marcada por intervenções bem mais eficientes do que no passado e pela colocação em marcha de uma tendência progressiva à unificação cambial.

3.4. Rumo à Unificação Cambial

Por paradoxal que pareça, a tendência à unificação cambial começou com a decomposição do mercado dual (oficial x paralelo) num sistema formado por três segmentos, a partir da introdução, em 1989, do chamado *flutuante*. Esta iniciativa contribuiu para uma comunicação e aproximação crescente dos mercados de câmbio.

É preciso ter em conta, antes de mais nada, que o novo mercado esteve desde o seu início muito vinculado ao paralelo, pois uma componente importante da oferta de moeda estrangeira dirigida para esses dois mercados pode se encaminhar, indiferentemente, a um ou outro deles. De fato, não apenas turistas estrangeiros, mas quaisquer outros detentores de divisas — obtidas pelas demais operações autorizadas a cursar no flutuante, ou mesmo originárias de compras anteriores, à margem do mercado oficial²⁸ — têm a opção de vender no segmento que lhes oferecer maiores vantagens. Além disso, parte da demanda também pode ser exercida alternativamente num ou noutro segmento, dependendo das cotações. Nessas condições, diferenças de cotação dão origem a operações de arbitragem — compra no mercado mais barato e venda no mais caro — que tendem a produzir o nivelamento das cotações.

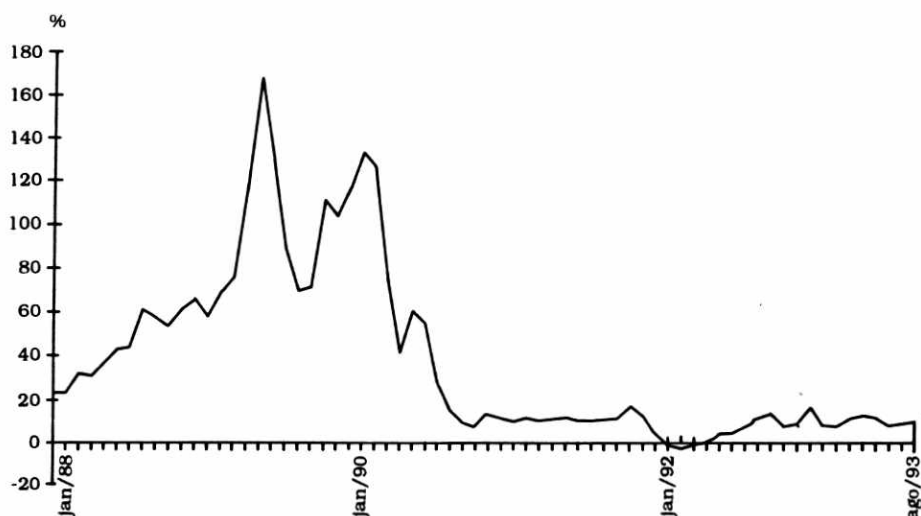
Ao longo do primeiro ano de existência do mercado *flutuante*, suas cotações — próximas às do *paralelo* — divergiram enor-

27 Estes dados expressam apenas as transações do público com as instituições financeiras. Se incluirmos todas as transações, inclusive as interbancárias, chega-se a um volume de operações substancialmente maior. Neste último conceito, o giro do mercado flutuante subiu de US\$ 3,6 bilhões em 1989 para US\$ 30 bilhões apenas no segundo semestre de 1992 [ver, a respeito, Pechman (1991 e 1993)].

28 A partir de julho de 1992 foi introduzida uma restrição às operações realizadas no flutuante com recursos de origem não declarável: o Banco Central passou a exigir a identificação do indivíduo que fizesse pagamentos ou recebimentos superiores a US\$ 10 mil.

memente das observadas no *segmento comercial*. Os dois primeiros começaram a se aproximar do terceiro ao final do primeiro semestre de 1990, em resposta à contração monetária (real) associada ao rígido experimento monetarista posto em prática entre junho e novembro daquele ano. Daí para frente, o ágio nunca mais alcançou percentuais elevados. Assim, depois de ter atingido um valor médio de 70% entre janeiro de 1988 e agosto de 1990 (com grandes oscilações), o ágio do paralelo (bem como o do flutuante) aterrissou num patamar de 10% a partir de setembro daquele ano, nele permanecendo até setembro de 1993, quando o governo decidiu iniciar um processo de unificação das cotações (ver Gráfico 4, a seguir). Em alguns momentos, como na fase de juros mais altos da gestão do ministro Marcílio Marques Moreira, em fins de 1991 e começo de 1992, o ágio chegou mesmo a se tornar negativo.

GRÁFICO 4
Ágio do Dólar Paralelo em Relação ao Comercial
(Janeiro de 1988 a Agosto de 1993)



Fonte: Instituto de Economia Industrial/UFRJ, BC-IEI (Banco de Dados).

Durante algum tempo, para evitar um distanciamento eventual entre as cotações do segmento comercial e as do flutuante e do paralelo — o que tendia a ocorrer em momentos de aumento de incerteza —, o Banco Central intervinha indiretamente no mercado paralelo através da venda de ouro. Mas a partir do primeiro semestre de 1992 foi criado um mecanismo através do qual o Banco Central pôde passar a comprar e vender diretamente moeda estrangeira no mercado flutuante.

Reduzida a distância média entre as cotações a um nível substancialmente baixo frente aos padrões históricos e tornado estreito o intervalo de variação do ágio, começou a ocorrer, na prática, uma tendência à unificação cambial. Os três segmentos

passaram a constituir um sistema de vasos comunicantes, no qual operam forças que tendem a nivelar suas cotações. Em regra, o Banco Central passou a atuar como comprador assíduo no mercado de taxas livres, onde tem tendido a ocorrer uma sobre-oferta (sobretudo em função do elevado nível de ingressos de capitais), e a vender no flutuante, com isso promovendo uma arbitragem que aproxima as taxas dos dois mercados. E o flutuante, através dos mecanismos de arbitragem já referidos, tende a influenciar o paralelo.

Um passo adicional nesse sentido foi dado com o anúncio pelo governo, na segunda quinzena de setembro de 1993, de sua intenção de *unificar as taxas* dos dois segmentos oficiais (e, na prática, dado o poder gravitacional do *flutuante* sobre o *paralelo*, dos três segmentos), sem, entretanto, unificar os dois mercados. Desta maneira, as instituições que neles operam continuariam mantendo duas contabilidades separadas, uma para cada segmento, sem poder fazer arbitragem entre os dois mercados. Note-se, entretanto, que, se o governo decidir manter, permanentemente, uma cotação única para os dois segmentos, a separação contábil torna-se uma formalidade sem qualquer importância prática. Isto porque, se alguma função a segmentação do mercado tem, esta consiste na restrição imposta a que um fluxo de demanda (ou oferta) por divisas em um dos mercados seja transferido para o outro, pressionando este segundo. Será que esta restrição seria mantida pela obrigatoriedade de sustentar duas contabilidades estanques?

Suponhamos, por exemplo, que uma grande pressão compradora seja observada em determinado momento nos segmentos *flutuante* e *paralelo*. As instituições financeiras não estão autorizadas a deslocar as divisas compradas no *comercial* para o *flutuante*, e com isso o ágio tenderia a reaparecer. Mas, se a intenção do governo é manter efetivamente uma taxa de câmbio única, ele seria obrigado a vender divisas no flutuante até saciar o desejo de comprar moeda estrangeira que deu origem à pressão naquele mercado. O resultado final (gastos de reservas pelo governo para atender à demanda excedente, garantindo a estabilidade cambial) é, portanto, semelhante ao que se verificaria caso se tivesse um mercado não-segmentado. A manutenção da separação formal dos mercados serve, pois, apenas como uma porta aberta para um eventual recuo, no futuro, em relação à decisão de unificar as taxas.

A questão acima nos remete ao tema do papel do governo na formação da taxa de câmbio e na promoção da estabilidade cambial. Para examiná-la no contexto atual, cabe antes de mais nada indagar sobre os objetivos da recente iniciativa governamental. Ao que tudo indica, a unificação cambial é uma decisão desvinculada das questões do balanço de pagamentos, pois em relação às transações externas o regime até então em vigor dava uma razoável margem de manobra para os executores da política

econômica. Isto porque o governo só precisava se esforçar efetivamente para a estabilização do valor real das cotações no segmento de *taxas livres*, dado que eventuais desvios das metas no *flutuante* não afetariam preços e quantidades transacionadas das variáveis estratégicas para a economia (exportações e importações de mercadorias e fluxos de capitais de empréstimos, amortizações e juros). Por outro lado, o valor relativamente baixo do ágio (média de 10%) nos últimos três anos retirou a atratividade de práticas irregulares ou fraudulentas destinadas a tirar proveito da diferença — do tipo subfaturamento de exportações e superfaturamento de importações —, que constituem a principal desvantagem de um sistema de taxas múltiplas. Finalmente, o governo obtém um ganho financeiro considerável, derivado do monopólio das operações de arbitragem entre os dois segmentos do mercado. De fato, a rotina dos últimos anos tem sido a intervenção do Banco Central comprando divisas baratas através dos leilões informais realizados no segmento de taxas livres e vendendo por um valor superior no segmento de taxas flutuantes. As considerações relativas ao balanço de pagamentos não justificariam, pois, a recente decisão governamental.

A razão fundamental para a unificação cambial reside na intenção de usar a taxa de câmbio como um indexador da economia e, então, na qualidade de referência básica para um grande número de preços e contratos, usá-la de alguma maneira como âncora nominal num programa de estabilização. E, realmente, um indexador que tivesse dois valores seria confuso e desacreditado. A unificação cambial é, portanto, um pré-requisito para que a taxa de câmbio se torne um indexador — posteriormente uma âncora para a estabilização — confiável.

Por último, cabe indagar sobre a melhor política em relação à taxa de câmbio única: estabelecer uma regra de taxa de câmbio real fixa, taxa nominal fixa ou taxa flutuante?

A fixação da taxa nominal é uma medida que só pode ser adotada, com um mínimo de chances de sucesso, num contexto de um plano de estabilização amplo — contemplando também, sobretudo, a reforma fiscal e do regime monetário — para que a âncora cambial tenha credibilidade.²⁹

A alternativa oposta, de flutuação, tem o grande inconveniente de dificultar a difusão da taxa de câmbio como indexador. De fato, partindo-se de uma situação em que os agentes econômicos têm o hábito de recorrer a diversos índices de preços para avaliar a inflação e a evolução de seus custos, um indexador que

29 Assim mesmo, a minimização dos riscos envolvidos no uso da âncora cambial (fundamentalmente o risco de uma grande valorização real do câmbio, que destruiria a capacidade competitiva do país e, com ela, a credibilidade do próprio plano de estabilização) envolve outras medidas (como a eliminação de todas as demais regras de correção por indexadores que “carregam” a inflação passada) e uma “preparação” da sociedade através da maior difusão do dólar como referência para preços, salários e demais contratos.

varie muito, ou se afaste demais das outras referências, não seria considerado confiável. Cabe lembrar, a propósito, que o visível aumento do grau de dolarização da economia brasileira nos últimos três anos ocorreu, como vimos anteriormente, num contexto de uma política (razoavelmente bem-sucedida) de estabilização da taxa de câmbio real. Não custa também lembrar o exemplo argentino no ano anterior ao do Plano Cavallo: embora sendo muito mais dolarizada do que a nossa, a economia argentina produziu uma gigantesca *inflação em dólares* (o que significa que a referência ao dólar não foi capaz de produzir o “efeito âncora”), devido à adoção de um regime de câmbio flutuante combinado com uma política monetária extremamente severa.

Por exclusão, é forçoso concluir que a regra cambial mais consistente com a proposta de unificação cambial e, por consequência, com a difusão do uso do câmbio como indexador seria a manutenção das intervenções do Banco Central no mercado de forma a manter estável (possivelmente num nível um pouco superior ao atual) a taxa de câmbio real da economia.

4. Impactos das Transformações no Regime Cambial sobre o Balanço de Pagamentos e sobre a Política Econômica

A transformação do regime cambial brasileiro descrita na seção anterior vem produzindo um rápido aprofundamento da integração da economia ao mercado financeiro internacional: de um lado, a autorização para a constituição de saldos em moeda estrangeira (sem restrições no caso das instituições financeiras e de forma mais limitada para outras categorias de agentes econômicos) introduziu uma nova e importante componente de demanda por divisas no mercado de câmbio; e, de outro, as facilidades abertas para a saída/retorno de capitais contribuíram substancialmente na pavimentação do caminho para o restabelecimento de um fluxo volumoso de recursos externos para o país.³⁰ Dentre as implicações destes dois fenômenos, pode-se destacar:

- uma reestruturação do balanço de pagamentos brasileiro, seja pela integração ao balanço de pagamentos oficial de fluxos de pagamentos e recebimentos que

30 Diversos fatores contribuíram para o retorno dos capitais externos voluntários ao país, como a redução do risco percebido nos empréstimos à América Latina (a partir das reformas estruturais e da estabilização em diversos países importantes da região), a redução específica do risco Brasil, a partir dos novos rumos da negociação com credores externos e instituições internacionais na gestão do ministro Marcílio Marques Moreira, a acentuada redução das taxas de juros internacionais, etc. [ver, a respeito, Instituto de Economia Industrial/UFRJ, BC-IEI (nov. 1991 e jan. 1992)]. No entanto, não parece haver dúvida de que as regras mais flexíveis para a aplicação de recursos externos no país, sobretudo para a repatriação e a remessa de rendimentos, tiveram um papel absolutamente decisivo.

anteriormente cursavam pelo mercado paralelo ou simplesmente não existiam, seja pela transformação da conta capital de valores fortemente negativos para níveis acentuadamente positivos;

- o aumento da sensibilidade das reservas às incertezas geradas pela política econômica, o que em princípio aumenta a disciplina imposta pelo balanço de pagamentos à política econômica doméstica; e
- a redução do grau de autonomia da política monetária, com o aumento da endogeneidade da oferta de moeda, e a maior pressão para redução das diferenças entre as taxas de juros internas e externas.

4.1. Os Impactos sobre o Balanço de Pagamentos

A adoção de restrições cambiais no Brasil está historicamente associada à necessidade de racionar divisas escassas. A aplicação mecânica desta hipótese à realidade dos últimos anos levaria a supor que a liberalização anteriormente descrita conduziria a uma piora da situação cambial da economia. O que se observou nos últimos quatro anos, entretanto, foi um fortalecimento do balanço de pagamentos derivado basicamente de dois fatores: a transferência de transações do mercado paralelo para o oficial; e o aumento do ingresso de capitais externos, sobretudo privados.

O leque de transações que anteriormente transitavam à margem do balanço de pagamentos oficial e foram a ele incorporadas com o advento do segmento *flutuante* vem se ampliando constantemente. No balanço de pagamentos, os fluxos que mostram o fenômeno com maior destaque são as viagens internacionais e as transferências unilaterais. Ambas as contas apresentavam valores irrisórios até 1988 (receita de US\$ 117 milhões nas viagens internacionais e de US\$ 132 milhões nas transferências unilaterais), passando a ter resultados significativos depois de 1989, como se pode observar na Tabela 4, a seguir. De todo modo, as operações realizadas através do segmento *flutuante* ainda têm um peso relativo pequeno, comparado aos fluxos do chamado segmento *livre*, como se pode verificar na Tabela 5, adiante.

Em termos quantitativos, a mudança mais relevante ocorrida no balanço de pagamentos foi a ampliação do influxo de capitais externos verificada nos últimos dois anos: por um lado, prosseguindo na tendência em curso na segunda metade dos anos 80 (ver Seção 3.2), os financiamentos de organismos multilaterais e agências governamentais continuaram minguando; mas, por outro, o vigoroso ingresso de recursos privados mais do que compensou a escassez de créditos oficiais. Somente o financiamento através dos novos instrumentos de crédito — notas de juros fixos e flutuantes, eurobônus, etc. — alcançou a cifra de

US\$ 6,1 bilhões, tendo partido da quota zero no final da década de 80. Os investimentos diretos, sobretudo as aplicações de portfólio, em bolsas de valores, dispararam, partindo de valores líquidos inferiores a US\$ 200 milhões no período 1989/91, para US\$ 2,8 bilhões em 1992 (ver Tabela 4).

Assim, os resultados de 1992 mostram um balanço de pagamentos que reflete uma realidade bastante distinta da que prevaleceu nos anos anteriores a 1991, período em que o país vinha fechando o seu balanço de pagamentos às custas da

Tabela 4
Balanço de Pagamentos Ajustado^a — 1989/92
(Em US\$ Milhões)

	1989	1990	1991	1992
(I) Balança Comercial	16.120	10.753	10.579	15.525
(II) Serviços	- 14.800	- 15.096	- 13.177	- 11.131
(III) Transferências Unilaterais	244	834	1.556	2.056
(IV) Transações Correntes	1.564	- 3.509	- 1.042	6.450
(V) Capital	- 5.144	- 5.188	- 4.513	7.444
Investimento Direto + Portfólio	125	0	170	2.836
Financiamentos	2.109	2.612	2.026	1.713
Credores Oficiais	1.301	1.276	1.190	1.100
Outros	808	1.336	836	613
Empréstimos em Moeda	- 1.558	- 297	964	10.038
Curto Prazo	- 1.664	- 1.208	- 3.033	2.163
Longo Prazo	106	911	3.997	7.875
Bancos Comerciais	0	0	0	897
Intercompanhias	106	258	308	871
Notas, Bônus, etc.	0	653	3.689	6.107
Outros Capitais	69	550	157	4
Amortizações	- 5.889	- 8.053	- 7.830	- 7.147
(VI) Erros e Omissões	- 776	- 328	876	- 1.124
(VII) Saldo Global	- 4.356	- 9.025	- 4.679	12.770
(VIII) Financiamento	4.356	9.025	4.679	- 12.700
Haveres Externos	- 887	- 480	369	- 14.670
FMI	- 852	- 741	- 590	- 406
Atrasados	3.989	9.959	5.621	3.005
Outras Obrigações	2.106	287	- 721	- 629

Fonte: Banco Central. Elaboração do autor, através do ajuste referido na nota abaixo.

^a A conta capital foi ajustada de forma a só deixar "acima da linha" os capitais efetivamente voluntários. Assim, todos os refinanciamentos ou dinheiro novo obtido através do processo de renegociação da dívida entre o governo brasileiro e os representantes de credores foram passados para a conta de financiamento do resultado, "abaixo da linha".

Tabela 5
Balanço de Pagamentos: Câmbio Comercial e Flutuante
(Em US\$ Milhões)

<i>Discriminação</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993^a</i>
<i>Flutuante</i>					
Receita	1.352	2.262	2.443	3.055	936
Despesa	747	2.395	1.583	1.514	820
Saldo	605	- 133	860	1.541	116
<i>Comercial</i>					
Receita			42.203	55.908	21.968
Exportação			34.504	39.557	14.483
Financeira			7.699	16.351	7.485
Despesa			35.269	35.325	16.789
Importação			19.755	18.819	8.207
Financeira			15.514	16.506	8.582
Saldo			693	20.583	5.179
<i>Total</i>	<i>605</i>	<i>- 133</i>	<i>7.794</i>	<i>22.124</i>	<i>5.295</i>

Fonte: Banco Central. Elaboração do autor.

^a Janeiro-maio.

suspensão unilateral de pagamentos ao exterior (acumulação de *atrasados*), sem conseguir, entretanto, obter ganhos significativos de reservas, apesar de contar com saldos elevadíssimos na balança comercial (sobretudo em 1989 e 1990). Em 1992, contando com um ingresso líquido de capitais que se tornou fortemente positivo, foi possível obter um saldo global de US\$ 12,8 bilhões (no conceito ajustado, acima) e, com isso, acrescentar US\$ 14,7 bilhões às reservas internacionais do país (no conceito de balanço de pagamentos). A continuação do movimento de expansão das reservas ao longo do ano de 1993 sugere que o balanço de pagamentos deve apresentar um perfil semelhante ao de 1992.

Até agora, portanto, a liberação das restrições cambiais não subtraíram divisas do mercado oficial, promovendo a tradicional temida crise cambial. Ao contrário, manifesta-se um excedente inusitado de oferta no mercado de câmbio, apesar das facilidades de acesso ao mercado ter-se tornado mais amplo do que em qualquer momento das últimas cinco décadas.

A abundância de recursos cambiais sugere que o país terá que adotar uma decisão de grande importância para o futuro, dado que dificilmente o balanço de pagamentos continuará gerando, por muito tempo, saldos elevadíssimos na conta de capitais em conjunto com superávits nas transações correntes.³¹ Ou bem

31 Quando mais não fosse, porque a partir de certo ponto torna-se irracional para o governo continuar tomando emprestado para adquirir reservas, sobretudo quando a taxa de juros para a captação de recursos no mercado doméstico é muito superior à internacional. E, se o governo deixa de entrar no mercado de câmbio para adquirir as divisas oriundas dos ingressos de capitais, tende a ocorrer uma valorização real da taxa de câmbio, que acaba por piorar as transações correntes. Este fenômeno é estudado na literatura sob o rótulo de "problema da transferência".

se vai limitar o ingresso de capitais ou então deixar abrir um déficit em transações correntes a ser financiado com parte (pelo menos) dos portes de capitais. Na raiz desta decisão encontram-se duas opções com as quais se defronta hoje a nação: o formato do programa de estabilização que se pretende adotar e a estratégia de crescimento a longo prazo da economia.³²

4.2. A Sensibilidade das Reservas à Política Econômica

Num mundo em que são grandes as facilidades para a mobilidade internacional de capitais, a condução da política econômica fica bastante condicionada à disciplina imposta pelo balanço de pagamentos. Comportamentos e medidas do governo percebidos como “politicamente incorretos” pelo mercado, sobretudo quando os erros geram expectativas de desvalorização cambial ou de futuras restrições cambiais (ou tributárias), provocam uma fuga em direção à moeda estrangeira (e a ativos externos em geral). Dependendo da magnitude da queda das reservas provocadas pelo movimento, o governo pode ser obrigado a sancionar as expectativas do mercado, desvalorizando o câmbio e provavelmente retificando sua política econômica.

No caso brasileiro, variações nos fluxos de créditos comerciais de curto prazo já cumpriam há muito este papel. Atualmente, o número de canais para a entrada e saída de capitais é bastante grande. Em particular, um canal importante e bastante ágil é o próprio mercado interbancário de câmbio, visto que os bancos podem comprar ilimitadamente moeda estrangeira. Se a demanda é muito forte, o Banco Central vê-se no dilema de vender suas reservas³³ aos bancos ou deixar a taxa de câmbio disparar. Em diversas ocasiões, nos últimos dois anos, fortes pressões compradoras se manifestaram nos mercados de câmbio, motivadas por expectativas de mudança na política econômica e com reflexos na taxa de câmbio. A título de ilustração, recapitula-se a seguir alguns desses episódios.

O primeiro deles ocorreu no início do segundo semestre de 1991 e levou o governo a ter que rever sua política. Até então, o valor da moeda estrangeira era determinado, fundamentalmente, por meio do mecanismo de taxas flutuantes. Animados com o

32 No que se refere ao programa de estabilização, sua adoção com base na âncora cambial deverá implicar um balanço de pagamentos com superávit na conta capital e déficit em transações correntes (em função da valorização real do câmbio que em geral acompanha este tipo de programa). E, no que se refere à estratégia de longo prazo, trata-se da opção entre um modelo de *growth-cum-debt* (com mais ou menos dívidas), ou uma estratégia amparada na poupança (pública e privada) doméstica.

33 Cabe lembrar, entretanto, que há um limite de posição comparada (atualmente em US\$ 10 milhões) além do qual os bancos têm que depositar seus haveres externos numa conta do Banco Central. Este mecanismo reduz a perda contábil de reservas. Contudo, a posição além do limite continua sendo um ativo da instituição financeira, e esta terá ganhos financeiros sobre estes recursos se confirmar-se a desvalorização esperada.

sucesso das primeiras operações de retorno do Brasil ao mercado de créditos voluntários de médio prazo, os responsáveis pela política econômica adotaram a tese de que, na medida em que o país passasse a contar com um fluxo positivo de capitais para financiar seu balanço de pagamentos, seria possível reduzir o superávit comercial. Além disso, sendo menor a exigência de saldo na conta comercial, seria possível operar com um nível de taxa de câmbio mais baixo (isto é, com o cruzeiro mais valorizado em termos reais) do que no passado. Com isso, esperava-se contribuir para a queda da inflação (usando o câmbio como um indutor).

Imbuídas desse propósito, as autoridades frearam suas compras de moeda estrangeira, e os dólares derramados no mercado de câmbio, provenientes da entrada de capitais, promoveram então, sob o olhar complacente do governo, uma rápida valorização da taxa de câmbio real.³⁴ Porém, a partir de certo ponto, generalizou-se a percepção pelo mercado de que o nível da taxa de câmbio era insustentável, o que acabou por levar a uma súbita interrupção do ingresso de capitais, associado a uma postergação de exportações. Percebendo o risco da situação, o governo resolveu antecipar-se a uma futura crise cambial (e à instabilidade da taxa de câmbio), fazendo uma forte intervenção (compradora) no mercado de câmbio³⁵ e promovendo com isso uma elevação de 16% na cotação do dólar no último dia de setembro. Desde então, as autoridades monetárias voltaram a adotar uma política de administração da taxa de câmbio (de acordo com metas reais).

Ainda não havia assentado a poeira do episódio de agosto e uma segunda turbulência tomou conta do mercado cambial em outubro de 1991. Desta feita, as expectativas de aceleração inflacionária e de um choque heterodoxo para enfrentar a inflação promoveram uma corrida ao dólar. Depois de gastar parte de suas reservas numa tentativa vã de segurar as cotações do mercado paralelo, o governo resolveu afastar-se do mercado de ouro (através do qual intervinha, na época, no mercado paralelo) e promoveu uma guinada na política monetária, elevando dramaticamente os juros, ao mesmo tempo em que acelerou as desvalorizações cambiais nos dois meses seguintes. Daí para frente, os capitais voltaram a fluir com velocidade, e as reservas cresceram rapidamente.

Os episódios seguintes de especulação cambial e saída de capitais também movimentaram grandes volumes de divisas, mas encontraram um governo mais guarnecido pelo formidável estoque de reservas internacionais que foi sendo acumulado a partir

34 Entre janeiro e agosto, a taxa de câmbio real sofreu uma valorização real entre 13%, quando medida em relação ao dólar (e usando o IPA-OG como deflator doméstico), e 18%, quando medida em relação a uma cesta de moedas.

35 Segundo informações extra-oficiais, o Banco Central teria realizado compras de mais de US\$ 500 milhões na manhã de 30 de setembro.

de finais de 1991. Em geral se constituíam de compras maciças de moeda estrangeira, especialmente por instituições financeiras, às vésperas de mudanças na área econômica, como nos momentos da queda do ministro Paulo Haddad, do anúncio do plano econômico do ministro Eliseu Rezende, do lançamento do Plano PAI pelo ministro Fernando Henrique Cardoso e do anúncio da unificação das taxas dos diferentes segmentos do mercado de câmbio. Nesta última ocasião, por exemplo, estima-se que o Banco Central tenha vendido US\$ 1,6 bilhão no mercado do câmbio comercial em apenas um dia.

Apesar da vitória das autoridades monetárias nesses últimos episódios, eles deixam antever um enorme potencial de desestabilização, em caso da perseguição de políticas que conduzam a expectativas de desequilíbrios graves (como, por exemplo, uma política de estabilização que resulte em atraso cambial excessivo).

4.3. A Redução do Grau de Autonomia da Política Monetária

Como se sabe, num regime de taxas de câmbio fixas e perfeita mobilidade internacional de capitais, as taxas de juros domésticas tendem a se igualar às externas, através de operações de arbitragem (descontado, evidentemente, o risco, seja de não pagamento, seja de uma desvalorização cambial). Num país com inflação alta, o mesmo fenômeno se observa quando o governo procura manter a taxa de câmbio *real* fixa. Só que neste caso é a taxa de juros real interna (medida pela diferença entre a taxa de juros nominal e a expectativa de desvalorização cambial) que deve se nivelar à taxa externa, descontado o risco de inadimplência.

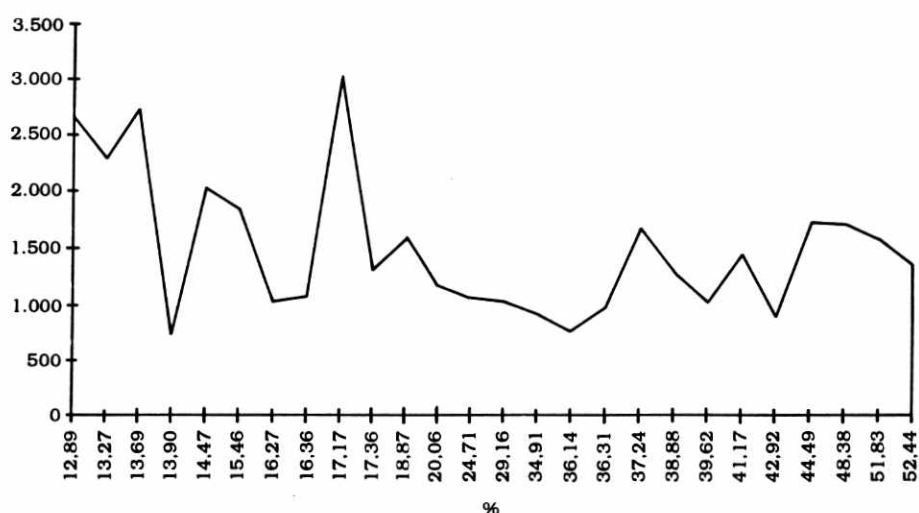
No caso do Brasil, o “risco soberano” percebido pelos credores externos baixou drasticamente a partir de meados de 1991, bem como o risco cambial, que também foi bruscamente reduzido a partir do realinhamento promovido pelo governo no final daquele mesmo ano. Nestas circunstâncias, e com um novo conjunto de regras e instituições mais favoráveis ao trânsito de capitais entre o país e o resto do mundo, a diferença entre as taxas de juros domésticas e externas passou a operar como um poderoso indutor de movimentos de recursos externos em direção à economia brasileira.

Os dois gráficos a seguir procuram retratar este processo de integração da economia brasileira no mercado financeiro internacional: no Gráfico 5 mostra-se a relação entre os ingressos mensais de recursos externos (eixo das ordenadas) e o diferencial entre juros internos e externos (eixo das abscissas), no período julho de 1991 a agosto de 1993, com a primeira variável sendo representada pelas compras financeiras (por parte dos bancos) no mercado de câmbio e a segunda pela relação entre as taxas

dos *federal funds* no mercado norte-americano e as taxas do *overnight* brasileiro (deflacionadas pela correção cambial); e no Gráfico 6 mostra-se simplesmente a evolução dos fluxos de capitais.

O Gráfico 5 parece negar a hipótese do aumento da mobilidade de capitais entre a economia brasileira e o resto do mundo. De fato, um ajustamento dos dados mostra até uma relação inversa entre diferencial de juros interno/externo e ingresso de capitais. Observando-se o Gráfico 6, percebe-se que há uma tendência crescente de ingresso de recursos externos, interrompida pela crise do *impeachment*, e pouco depois retomada com intensidade.

GRÁFICO 5
Juros Internos x Externos e Ingresso de Capitais

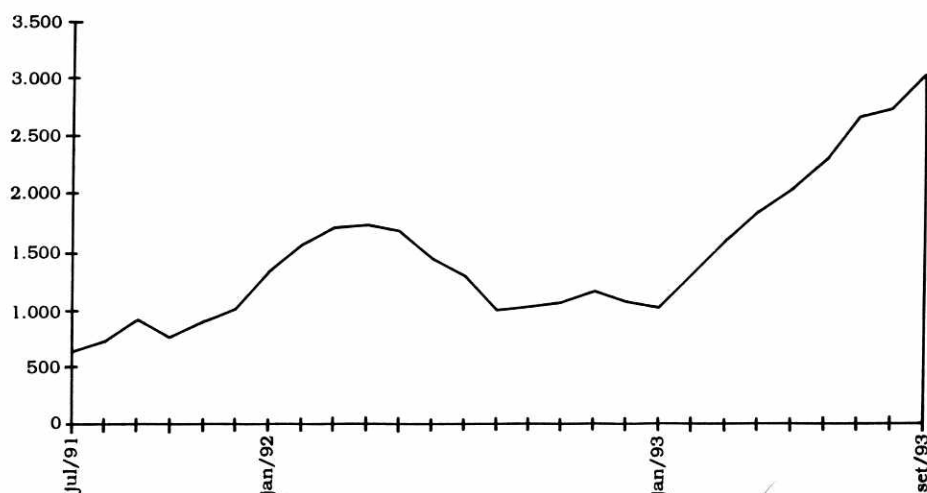


Fonte: Banco Central.

A análise dos dados deve, entretanto, levar em conta que a interligação do mercado financeiro doméstico com o externo é um *processo*. De fato, a reabertura dos canais de financiamento voluntário de médio prazo ao país tem levado a um contínuo processo de descoberta, por instituições financeiras e tomadores não-financeiros, dos caminhos de acesso ao crédito externo e de novos instrumentos de captação e repasse.³⁶ A diferença persistente entre taxas de juros interna e externa é um estímulo que acelera este processo.

36 A captação de recursos pelos bancos, via eurobônus, para repasse interno em operações "vendedor" (de financiamento ao comprador), e a cessão de créditos de importação são dois exemplos de operações que vêm sendo desenvolvidas recentemente com sucesso.

GRÁFICO 6
Ingresso de Capitais: Evolução no Período Julho de 1991
a Setembro de 1993



Fonte: Banco Central.

Sendo assim, uma explicação que parece bastante plausível, e ainda precisa ser melhor trabalhada, é que o grau de mobilidade de capitais entre a economia brasileira e o exterior esteja aumentando rapidamente no tempo, mais do que compensando a redução das taxas de juros verificada no governo Itamar. Neste caso, pode-se esperar que elevações das taxas de juros (como ocorrido a partir de setembro último) venham agora a ter um impacto muito mais importante sobre o influxo de capitais do que no passado.

5. Observações Finais

Ao ampliar a conversibilidade interna e externa da moeda, o novo regime cambial contribuiu enormemente para ampliar a integração da economia brasileira no mercado internacional, especialmente no de capitais. Com a economia “plugada” no mercado financeiro internacional, a adoção de uma política de metas reais para a taxa de câmbio, como vem sendo seguida no Brasil, torna a moeda endógena e praticamente impede a prática de uma política monetária ativa eficiente.³⁷ Por outro lado, a adoção do enfoque da âncora nominal pode conduzir a economia

37 O forte aumento no ingresso de capitais que acompanha a elevação da taxa de juros pelo Banco Central obriga o governo a colocar títulos para enxugar o excesso de liquidez e, com isso, vai acumulando uma dívida cara para financiar reservas que rendem juros baixos, numa progressão que acaba inviabilizando a continuidade da política.

a uma rota de valorização suicida da taxa de câmbio. Examinemos este ponto com mais detalhe.

No atual contexto de integração ao mercado financeiro internacional, o resultado do balanço de pagamentos tende a ser dominado, pelo menos no curto prazo, pelos fluxos de capitais. Assim, adotada uma política de fixação do câmbio como âncora nominal,³⁸ a continuidade da elevação dos preços domésticos produziria uma valorização real da moeda nacional sem que o balanço de pagamentos necessariamente piorasse. Um influxo substancial de capitais externos poderia mascarar o atraso cambial, deixando de exercer a pressão sobre o governo para corrigir o valor externo da moeda nacional, que de outra forma ocorreria. Isto porque uma piora continuada das transações correntes seria compatível com o aumento das reservas através de um ingresso crescente de capitais (o exemplo do México está aí mesmo).

A hipótese implícita no argumento do parágrafo acima é que os salários e preços domésticos (pelo menos uma parte deles) são *fixados em moeda nacional* e, no caso brasileiro, estão em grande medida indexados pela inflação passada. É por isto que a estabilização da taxa de câmbio não garante a estabilidade dos preços domésticos. Portanto, para que uma política de âncora cambial pudesse dar resultados e não ser destrutiva para a competitividade da indústria nacional, ela deveria ser precedida de providências que alterassem a regra de formação de preços, promovendo uma generalização da dolarização, para alcançar preços, salários e contratos em geral. Ainda assim, algumas restrições ao ingresso de capitais teriam que ser estabelecidas, porque a adoção da política monetária continuaria sendo um instrumento importante para disciplinar os preços, dado que o poder da competição externa para exercer tal disciplina é bastante limitado para um amplo conjunto de bens e serviços da economia.

Anexo. Mudança da Legislação e do Regime Cambial no Brasil — 1987/93

A.1. Definições e Regras Gerais

A Circular 1.402, de 2/1/89, regulamenta a taxa de câmbio flutuante instituída pela Resolução 1.552. Conseqüentemente, a economia brasileira passou a ter duplo regime cambial, um definido pelo mercado de câmbio com taxa administrada e outro pelo mercado de câmbio com taxa flutuante, cada qual com sua própria contabilidade das operações de compra e venda realiza-

38 O uso do câmbio como âncora para a estabilização dos preços pode se dar através da fixação da taxa por longos períodos, por curtos períodos, ou mesmo através da prefixação de um ritmo declinante para a desvalorização cambial.

das. Definiu-se, nesta Circular, que as instituições autorizadas são aquelas que tanto podem operar no câmbio administrado quanto no flutuante, enquanto as instituições credenciadas só podem operar no mercado flutuante. Permitiu-se, ainda, que as instituições credenciadas e autorizadas possam efetuar qualquer tipo de operação de câmbio entre si, mas vedou o cancelamento ou prorrogação das operações já contratadas. Por outro lado, concedeu-se que as instituições credenciadas possam ter conta de livre movimentação em moeda estrangeira e, com isso, possam emitir cheques com circulação no país entre instituições.

A Circular 1.501, de 23/6/89, estabelece que toda e qualquer operação de venda de moeda estrangeira no mercado de câmbio administrado somente pode ser feita mediante prévia autorização do Banco Central e, também, que apenas os bancos autorizados podem participar na venda de câmbio para emissões oficiais, ajuda de custo das forças armadas, viagem internacional para fins de saúde, etc.

A Carta-Circular 2.180, de 24/6/91, regulamenta os contratos de câmbio, que poderão ser liquidados com anterioridade de até 360 dias em relação ao embarque parcial ou total da mercadoria, bastando apenas a entrega de uma cópia do contrato mercantil do importador ao Banco Central.

A Resolução 1.690, de 18/3/90, redefine o mercado de câmbio administrado para mercado de câmbio com taxas livres, isto é, sem intervenção do Banco Central.

O regulamento do mercado de câmbio de taxa flutuante é alterado pela Circular 2.276, de 11/2/93, para permitir aos bancos credenciados a manutenção de uma posição de câmbio comprada apartada — além do limite estabelecido — de até US\$ 2 milhões ou seu equivalente em *traveller's cheque* durante os meses de fevereiro e março de 1992.

A.2. Operações de Câmbio com Clientes e Viajantes

A Circular 1.402, de 2/1/89, estabelece que pode ser comprado qualquer montante de divisa estrangeira de cliente, com dispensa da compulsoriedade de sua identificação, permitindo também a compra de ordens de pagamento emitidas no exterior. Entretanto, limita em US\$ 4 mil a venda de moeda externa a viajante, independente de idade e exigência de intervalos mínimos. Para isso, o viajante deve apresentar a passagem que comprove o início da viagem ou declaração de utilização de veículo próprio e do passaporte para as devidas anotações da aquisição da moeda. Dessa forma, a próxima venda somente será possível desde que seja anotada no passaporte a data da saída ou entrada no território nacional, ou se comprovada a revenda

em uma das instituições credenciadas em operar no câmbio, que, nesse caso, é de taxas flutuantes.

A partir da Circular 1.936, de 15/4/91, torna-se dispensável a apresentação de bilhete internacional e anotações no passaporte para a compra de câmbio a viajantes, porém permanece o limite de US\$ 4 mil. A Carta-Circular 2.162, de 30/4/91, estabelece que os documentos necessários para aquisição de moeda estrangeira passam a ser a carteira de identidade e o CPF.

Ficou regulamentada, pela Circular 1.993, de 19/7/91, a anterioridade máxima de um ano em relação à data declarada da viagem ao exterior para a venda de moeda estrangeira a viajante. Além disso, ela veda a utilização da venda de câmbio como instrumento de captação de recursos financeiros em poupança nas instituições credenciadas, ou que essas operações sejam referenciadas pela correção cambial mais juros.

A Circular 2.243, de 14/10/92, estabelece que a compra de câmbio de cliente, em espécie ou *traveller's cheque*, é permitida independente do montante, mas a identificação do cliente é compulsória quando se tratar de operações cujo valor ultrapasse US\$ 10 mil. A recompra desse valor pelo vendedor só é possível mediante apresentação do documento comprobatório da venda.

Os limites de aquisição de moeda estrangeira nas viagens destinadas aos países membros do Mercosul são amplamente eliminados pela Circular 2.326, de 27/5/93.

A.3. Relação entre os Agentes de Mercado de Câmbio

A Circular 1.402, de 2/1/89, regulamenta o mercado de câmbio de taxas flutuantes e estabelece condições para que o Banco Central autorize ou credencie as instituições para operar nessa modalidade. O requisito mais importante para conceder a autorização é o limite mínimo de capitais e o patrimônio líquido, que varia de acordo com a característica da instituição (se é banco comercial, de investimento, etc.). O Banco Central tem pleno poder para descredenciar qualquer instituição, sendo automaticamente excluída do mercado de câmbio a instituição que permanecer inativa pelo período de 60 dias corridos. Esta Circular permite que as instituições credenciadas possam efetuar qualquer operação de compra e venda de moeda estrangeira entre si. No entanto, as mesmas devem ser registradas no Sisbacen.

A Circular 1.440, de 9/2/89, permite que os bancos comerciais, autorizados ou não, passem a operar no câmbio no segmento de taxas flutuantes. Já a Circular 1.553, de 11/12/89, aumenta o limite mínimo de capital e patrimônio líquidos das instituições credenciadas a operar no câmbio como as agências de turismo e de hospedagem (hotéis).

A partir da Circular 1.982, de 14/3/90, permitiu-se que as compras e vendas de câmbio no mercado interbancário possam ser realizadas entre quaisquer dependências autorizadas a operar em câmbio. Essas operações podem ser celebradas para pronta entrega futura com liquidação de até 360 dias, mas a referida Circular veta qualquer cancelamento, baixa, prorrogação ou antecipação das operações, salvo em situações autorizadas pelo Banco Central. As compras e vendas de câmbio interbancário que são tratadas nesta norma devem ser sempre formalizadas e registradas no mesmo dia.

A Circular 1.983, de 14/3/90, regulamenta o limite de posição de câmbio para fins de operações de repasse e cobertura com o Banco Central. Esta posição é estabelecida com base na apuração diária do câmbio sempre convertido em dólar, tomando-se como referência as taxas de paridade de compra das moedas, divulgadas pelo Banco Central.

Os bancos credenciados em operar no câmbio flutuante podem fazer repasses ao Banco Central de duas formas:

- voluntária, por um montante que não exceda os valores de compra de moeda estrangeira efetuada no dia acrescido da posição comprada do dia anterior; e
- obrigatória, com o valor de moeda estrangeira que exceder o limite de posição comprada estabelecida de US\$ 1 milhão (este repasse deve ser feito até o primeiro dia útil subsequente ao excesso da posição do banco).

Já as coberturas de moeda para a efetivação de pagamento no exterior celebrado no dia podem ser solicitadas pelos bancos credenciados ao Banco Central até 100% desse total. Essas operações serão realizadas à taxa cambial vigente no momento da contratação da cobertura.

A Circular 1.553, de 11/12/89, permite que as sociedades de crédito, financiamento e investimento possam ser credenciadas a operar no mercado de câmbio flutuante, seguindo-se os critérios de valores de capital e patrimônio líquido. Autoriza também a Empresa de Correios e Telégrafos a conduzir, sob este segmento de câmbio, a remessa de vales postais e pequenos valores.

A partir da Circular 1.578, de 12/2/90, é permitido que as instituições bancárias credenciadas possam efetivar operação de arbitragem com a própria posição de câmbio no segmento administrado, ou de um segmento para outro. Já aquelas instituições credenciadas em operar no mercado de câmbio flutuante e no mercado do ouro podem realizar operações de arbitragem da sua posição de ouro contra sua posição em dólar juntamente com o Banco Central (modificada em agosto de 1993). Estes procedimentos técnicos de operação de arbitragem entre ouro e dólar de

e credenciados, reduzindo-a para US\$ 10 milhões e US\$ 5 milhões, respectivamente.

A Circular 2.306, de 20/8/92, fixa o prazo em dois dias úteis para liquidação da operação contratada com o Banco Central pela instituição autorizada em operar com câmbio independente do mercado utilizado (livre ou flutuante). Este regulamento enquadra todas as operações de compra e venda de moedas estrangeiras, bem como as arbitragens com ouro e os depósitos de valores de posição de câmbio comprada excedentes aos limites.

A partir da Circular 2.220, de 2/9/92, passa a ser introduzido o sistema de leilões eletrônicos para compra e venda de moeda com o Banco Central no mercado de câmbio flutuante. A Circular seguinte, 2.221, estabelece novos critérios e procedimentos com relação à realização de leilões.

A.4. Diversos

A Circular 1.402, de 2/1/89, regulamenta o limite de US\$ 4 mil por viajante na aquisição de moeda estrangeira e estabelece a possibilidade de compras adicionais para os seguintes casos:

- Viagem com finalidade educacional, científica e cultural, podendo para isso ser remetida para o exterior a quantia de até US\$ 4 mil mensais, mediante comprovação específica.
- Viagem para tratamento de saúde: é permitido o envio para o exterior para a cobertura médico-hospitalar até o limite de US\$ 100 mil, mediante apresentação de documentação. Além disso, pode ser comprado um montante de moeda estrangeira de até US\$ 150 para cada diária por acompanhante (no máximo três). A Circular 2.237, de 30/9/92, transfere todas as operações de câmbio para o mercado de taxa flutuante, apenas observando-se os limites previamente estabelecidos.
- Viagem para competições ou participação esportiva: para esse caso o clube ou instituição esportiva deve apresentar um orçamento de gastos no exterior que, quando do retorno, deve ser comprovado no prazo de 30 dias. Além disso, cada participante pode adquirir até US\$ 150 por dia, devendo essa compra ser averbada no passaporte. Se ocorrer uma antecipação da viagem, os valores devem ser reembolsados à mesma instituição onde foram compradas as divisas. A Circular 2.243, de 14/10/92, incluiu todas as disposições de reembolso, remuneração e custeio de torneios esportivos para o mercado de câmbio flutuante.

- Viagem de membro do Congresso Nacional e do Poder Judiciário: desde que averbada no passaporte, conforme a Circular 1.402, é permitida a aquisição de até US\$ 400 pela diária por viajantes.
- Viagem a negócio, serviço ou treinamento: desde que apresentada carta formalizada e detalhada e averbadas as operações no passaporte, é permitido comprar divisas externas para a cobertura de diárias no limite de: US\$ 400 para presidente ou cargo equivalente da empresa; US\$ 350 para vice-presidente, diretor ou superintendente; US\$ 300 para gerente ou chefe de departamento; e US\$ 250 para os demais. A Circular 1.440, de 9/2/89, passa a permitir a transferência mensal de até US\$ 15 mil a favor de correspondentes de imprensa, com vínculo empregatício ou não.
- Viagem através de pacotes turísticos: a agência de turismo pode remeter pagamentos ao exterior através de ordem de pagamento via instituições bancárias, mas deve manter em seu poder relação de todos os viajantes com seus respectivos endereços e valor cobrado.

A Circular 2.217, de 24/8/92, regulamenta os pagamentos de prêmio e indenizações referentes a seguro em moedas estrangeiras via operação de câmbio de taxas flutuantes. Esses pagamentos podem ser feitos independente de autorização do Banco Central.

A.5. Operações com Ouro e Pedras Preciosas

A Resolução 1.121, de 4/4/86, dispõe sobre as empresas que exportam pedras preciosas e artefatos de ouro. Nesse sentido, permite que elas adquiram ouro no mercado interno no valor equivalente ao montante de moeda que ingressou no país devido às exportações, permanecendo ao Banco Central o direito de recompra do total ou parte do ouro vendido a preço por ele estabelecido.

A partir de 30/11/88, com a Resolução 1.533, a compra de ouro passa a ocorrer após a contratação do câmbio, ficando a cargo do exportador remunerar a operação entre a aquisição do metal e o ingresso de moeda. Já a responsabilidade pela devolução do ouro e/ou pelo pagamento da remuneração, nas condições e formas estabelecidas pelo Banco Central, passa a ser do banco credenciado a operar no mercado desse metal.

A Circular 1.690, de 18/3/90, transfere as operações com ouro para o mercado de câmbio flutuante.

A.6. Investimentos Brasileiros no Exterior

Os investimentos brasileiros no exterior não estavam amparados em legislação específica até 1988. Logo, as propostas de remessa de divisa ao exterior para tal finalidade eram analisadas pelo Banco Central com base no estudo de viabilidade econômico-financeira e nos impactos provocados na conta capital com o retorno de investimentos.

A partir de 1988, a Circular 1.280 regulamenta as remessas de moeda do investidor brasileiro para o exterior, as quais só podem ser efetuadas mediante compensação cambial com venda ao Banco Central do ouro adquirido no mercado interno. Como o preço do metal no mercado doméstico é igual ao internacional mais a taxa cambial comercial, logo o preço real do ouro é equivalente ao do dólar comprado no mercado paralelo. Para o caso de entrada de lucros e dividendos obtidos com os investimentos externos ou repatriação de capital, os investidores podem comprar ouro diretamente no Banco Central até o limite da venda efetuada na ocasião do investimento. Esta medida tornou-se um pouco mais flexível, no final de 1988, com a Resolução 1.534. Os investidores externos que haviam aplicado seus recursos no país são autorizados a efetuar remessa de divisa num montante equivalente àquele que previamente haviam investido.

Através da Circular 1.797, de 15/8/90, estabeleceram-se novos critérios para investimentos brasileiros no exterior. O Banco Central faz a intermediação com o investidor entre dólar e ouro para os valores acima de CR\$ 1 milhão. Já os valores abaixo desse limite podem ser remetidos livremente pelo mercado de câmbio de taxa flutuante.

A Circular 1.968, de 30/9/92, faculta a realização de investimentos de capitais entre os países signatários do Mercosul através das bolsas de valores e de mercadorias e de futuros, com o objetivo de praticar operação de *hedge* para as respectivas carteiras. Do total de recursos que ingressam no país, não mais que 25% devem ser investidos na aquisição de títulos de renda fixa de instituições públicas e privadas e em fundos de renda fixa. Todas essas operações serão conduzidas no mercado de câmbio flutuante.

A Circular 2.243, de 14/10/92, regulamenta o investimento brasileiro no exterior de até US\$ 1 milhão, que continua pertencendo ao mercado de câmbio flutuante, mas é objeto de controle e registro no Banco Central (valor superior a este limite sujeita-se à análise e autorização do Bacen). A Circular estabelece também que as empresas receptoras de capital externo e que realizarem investimento no exterior ficam impedidas de remeter lucro e dividendo para fora do país.

A.7. Transferência Unilateral

A Circular 1.500, de 22/6/89, estabelece o limite de US\$ 300 para a remessa de moeda estrangeira ao exterior proveniente de patrimônio de pessoa física, desde que comprovada a saída do beneficiário do país definitivamente. Este mesmo limite também é aplicado ao caso de herança recebida e transferida para o exterior. As transferências unilaterais destinadas a aposentadorias e pensões e contribuição de entidades de classe também são limitadas a US\$ 4 mil mensais (líquidos) e US\$ 20 mil, respectivamente. Esta mesma regulamentação trata de outras transferências, como contribuição a entidade previdenciária no exterior, serviço de imprensa, curso e congresso, vencimentos e ordenados, garantias bancárias, etc., algumas delas passando a ser efetuadas via mercado de câmbio flutuante.

A partir da Circular 1.563, de 5/1/90, foi permitida a transferência para o exterior, sem prévia autorização do Banco Central, das receitas auferidas no país com a venda de passagens marítimas internacionais e transporte marítimo de bagagem no câmbio flutuante. A Circular 1.596, de 14/3/90, inclui na taxa de câmbio flutuante as operações de pagamentos ou recebimentos de transações relativas a passes de atletas profissionais. Esta mesma Circular limita em US\$ 1 mil a remessa em vales postais e autoriza a Empresa de Correios e Telégrafos a abrir e manter conta em moeda estrangeira no país junto às instituições bancárias credenciadas a operar no mercado de câmbio flutuante.

Já a Circular 2.169, de 29/4/92, passa a isentar a obrigatoriedade de depósitos no Banco Central provenientes de remessa destinada ao exterior para pagamento do principal e juros de natureza financeira (Resolução 63, etc.). A Circular 2.244, de 21/10/92, regulamenta a transferência para o mercado de câmbio flutuante as remessas ao exterior da remuneração e reembolso de despesas e custeio de eventos internacionais de natureza artística.

A.8. Uso de Cartão de Crédito Internacional

Com a publicação da Circular 1.500, de 22/6/89, ficou estabelecido que os administradores nacionais de cartões de crédito devem remeter mensalmente ao Banco Central o extrato de contas das compras efetuadas no exterior e seus respectivos pagamentos.

A Circular 1.936, de 15/4/91, passa a regulamentar as operações relativas aos pagamentos de despesas efetuadas com viagens internacionais por pessoas físicas mediante o uso de cartão de crédito internacional. Estas operações passaram a ser incluídas no mercado de taxa de câmbio flutuante. A Circular estende ainda o uso do cartão para pessoas jurídicas não-expor-

tadores, mas ele só pode ser utilizado para pequenas despesas de manutenção pessoal relativas a viagem, negócios, serviços, treinamento até o limite de US\$ 8 mil por cliente, independente do número de viagens efetuadas ao exterior. A legislação veda completamente o uso do cartão para compras de ativos ou bens no exterior.

A partir de 3/10/91, com a Circular 2.051, permite-se o uso de cartão de crédito para aquisição de *software*, pagamento de taxas escolares, inscrição em congressos, conclaves, seminários, exames de proficiência, etc., e também para pagamento de compromissos diversos como aluguel de automóveis, multas de trânsito, reserva de hotéis, assinatura de jornais e revistas, etc. Todas estas despesas são mantidas no mercado de câmbio de taxa flutuante.

A.9. Mudanças Recentes das Regras de Câmbio até Agosto de 1993

- Aumento do prazo de 45 dias para até 90, após o embarque da mercadoria, para os exportadores fecharem o câmbio, dos dólares obtidos com as vendas. A medida visa dar aos exportadores a chance de conseguir uma melhor taxa de conversão dos seus dólares. Isto também procura aliviar a pressão sobre o Banco Central no que se refere à emissão de novos cruzeiros reais. O prazo de antecipação do câmbio para importação também foi ampliado para o mesmo período, antes do pagamento da mercadoria. Com isso se reduz a dependência de linhas de crédito para financiamento do comércio exterior de curto prazo.
- Ampliação de dois anos e meio para três anos do prazo mínimo para colocação de bônus *commercial paper* de empresas brasileiras no mercado internacional. Já o prazo mínimo desses títulos, cujos juros pagos são isentos de imposto de renda, passou de cinco para oito anos. Esta medida terá implicações principalmente nas grandes companhias captadoras como Petrobrás, BNDES, Banco do Brasil, Telebrás. Entretanto, para o Banco Central, este fato viria desconcentrar o grande número de papéis de prazo de 30 meses que pode prejudicar o pagamento da dívida por eles gerada (Cartas-Circulares 2.372 e 2.373, de agosto de 1993).
- Redução pela metade, ou seja, de 360 para 180 dias, do prazo de embarque de mercadorias destinadas ao exterior quando o exportador tiver recebido o pagamento antecipado pela venda - também chamado de operações de pré-pagamento de exportação. Segundo o Banco Central, o exportador recebe antecipadamente um valor

maior do que efetivamente se realiza. Assim, foi proibida a devolução ao importador dessa diferença, que terá que permanecer no país, sob a forma de investimentos ou empréstimos de longo prazo.

- Normatização das transferências de recursos oriundas da operação de compra e venda de ações no Brasil feita pelas empresas dos países membros do Mercosul. Essas transações deverão ser efetuadas no mercado de câmbio flutuante. No caso de venda fora do país de ações compradas no território nacional, a transferência das receitas com essa operação deve ser efetuada no prazo máximo de cinco dias úteis a partir da venda.
- Autorização para os bancos que operam com ouro e dólar no mercado de câmbio flutuante poderem realizar operações de arbitragem entre os dois ativos sem intermediação do Banco Central - que mantinha o monopólio absoluto. Essa operação permite negociar ouro brasileiro no mercado internacional junto à Bolsa de Nova York, com a conversão pelo dólar no flutuante. Isso faz com que os dois mercados fiquem bem mais próximos das paridades internacionais e que a relação entre o dólar e o ouro seja mais estável. Se o mercado do ouro está em baixa frente à pouca procura por parte do investidor, que prefere dólar e começa a vender ouro por dólar, forçando a queda na cotação interna da moeda internacional, conseqüentemente o ouro se valoriza frente ao dólar. Esta medida é mais um passo para a liberação do câmbio (Circular 2.350, de 5/8/93).
- Redução, pela metade, da posição vendida dos bancos que operam no câmbio livre. Os limites dependem do porte das instituições (ver tabela anterior). Esta medida visa reduzir a venda de dólares a descoberto para obtenção de cruzeiros e aplicá-los no mercado financeiro, restringindo-se assim os impactos sobre os ganhos que as grandes instituições vinham obtendo com a captação de linha de crédito no exterior, destinada ao financiamento do comércio exterior. Já a posição comprada dos bancos foi quintuplicada, passando de US\$ 2 milhões para US\$ 10 milhões, o que significa que eles poderão ficar com maior volume de moeda estrangeira em carteira e só precisarão repassar o excedente ao Banco Central a partir dos novos limites (Circular 2.344, de 21/7/93).

Bibliografia

- BARROS, O. *Oportunidades abertas para o Brasil face aos fluxos globais de investimento de risco e de capitais financeiros nos anos 90*. Mimeo, 1993.
- BATISTA JR., P. N. *Crise monetária, reforma fiscal e dolarização da economia*. São Paulo: EAESP/FGV, mar. 1993 (Texto para Discussão, 24).
- BRUNO, M. Monetary policy rules for a small, open economy. In: DORNBUSCH, R. *Policymaking in the open economy*. Oxford University Press, 1993.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe). El regreso de los países latinoamericanos al mercado internacional de capitales privados. *Comercio Exterior*, México, Banco Nacional de Comercio Exterior, enero 1992.
- CORDEN, W. M. *Exchange rate policy in developing countries*. World Bank, May 1990 (Working Paper Series, 412).
- FRIEDMAN, M. The case for flexible exchange rates. In: FRIEDMAN, M. *Essays in positive economics*. The University of Chicago Press, 1953.
- GILMAN, M. G. Em busca da conversibilidade monetária. *Finanças e Desenvolvimento*, FMI e Banco Mundial, set. 1990.
- GREENE, J. E.; ISARD, P. *Currency convertibility and the transformation of centrally planned economies*. International Monetary Fund, June 1991 (Occasional Papers, 81).
- IWAMI, T. Japan's experiences under the Bretton Woods system: capital controls and the fixed exchange rate. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 183, Dec. 1992.
- KRUGMAN, P. *Exchange rate instability*. The MIT Press, 1989.
- MATHIESON, D. J.; ROJAS-SUAREZ, L. *Liberalization of the capital account: experiences and issues*. IMF, June 1992 (Working Paper, 92/46).
- NURKSE, R. *International currency experience — lessons of the inter-war period*. League of Nations, 1944.
- PECHMAN, C. A postura realista do BC criou um mercado de US\$ 47,5 bilhões. *Gazeta Mercantil*, 1991.
- . Câmbio flutuante. *Jornal do Brasil*, 29 set. 1993.
- SOUZA, F. E. P. de. O regime de câmbio flutuante numa etapa de transição. *Análise Econômica*, ano 9, n. 15, mar. 1991.
- WILLIAMSON, J. *The exchange rate system*. Institute for International Economics, 1985.
- . Exchange rate management. *The Economic Journal*, Jan. 1993.
- ZINI JR., A. A. *Taxa de câmbio e política cambial no Brasil*. São Paulo: Edusp, 1993.

Periódicos — Abreviaturas

Banco Central do Brasil. *Relatório Anual* — RA.

Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal* — BM.

Banco Central do Brasil. *Brasil Programa Econômico* — BPE.

Instituto de Economia Industrial/UFRJ. *Boletim de Conjuntura* — BC-IEI.

Fundo Monetário Internacional. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* — ARE.

Sistema BNDES

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Av. República do Chile, 100
Caixa Postal 1910
CEP 20001-970 – Rio de Janeiro – RJ
Telex: (21)34110/21857 – Tel.: (021) 277-7447
Fax: (021) 220-2615

FINAME – Agência Especial de Financiamento Industrial

Av. República do Chile, 100 – 17º andar
Caixa Postal 1439
CEP 20001-970 – Rio de Janeiro – RJ
Telex: (21)34110/21857 – Tel.: (021) 277-7447
Fax: (021) 220-7909

BNDESPAR – BNDES Participações S.A.

Av. República do Chile, 100 – 20º andar
Caixa Postal 469
CEP 20001-970 – Rio de Janeiro – RJ
Telex: (21)34110/21857 – Tel.: (021) 277-7447
Fax: (021) 220-5874

Escritórios

Brasília

Setor Bancário Sul – Quadra 1 – Bloco E
Ed. BNDES – 13º andar
CEP 70076-900 – Brasília – DF
Telex: (61) 1190 – Tel.: (061) 225-4350
Fax: (061) 225-5179

São Paulo

Av. Paulista, 460 – 13º andar
CEP 01310-000 – São Paulo – SP
Telex: (11) 35568 – Tel.: (011) 251-5055
Fax: (011) 251-5917

Recife

Rua do Riachuelo, 105 – 7º andar
CEP 50050-400 – Recife – PE
Telex: (81) 2016 – Tel.: (081) 231-0200
Fax: (081) 221-4983
