

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A POLÍTICA CAMBIAL NO PERÍODO PÓS-REAL : DA CONFIANÇA À
INCERTEZA

Hans Hellmuth Gerhard Boehme Junior
Nº de matrícula: 9416028-4

Orientador: Marcos de Bustamante

Novembro de 1997

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

“A persistência é o caminho do êxito.”

Charles Chaplin

Agradeço a meus pais, Hans e Aysel,
pelo incentivo e dedicação
a mim conferidos,
nesta dura jornada de
formação profissional.

Sumário

INTRODUÇÃO.....	5
I - A POLÍTICA CAMBIAL NO INÍCIO DO PLANO REAL	12
I.I - A ÂNCORA CAMBIAL.....	12
I.II - O MERCADO DE CÂMBIO BRASILEIRO	14
I.III - BANCO CENTRAL: DE VOLTA AO COMANDO.....	17
II - POLÍTICA CAMBIAL PÓS-CRISES MEXICANA E ESPECULATIVA.....	21
II.I - AS CRISES E SEUS REFLEXOS SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA.....	21
II.II - O CENÁRIO CAMBIAL PÓS-CRISES.....	25
II.III - NOVAS MUDANÇAS NA POLÍTICA CAMBIAL.....	29
III - O REALINHAMENTO CAMBIAL	33
III.I - A POLÊMICA QUANTO À VALORIZAÇÃO CAMBIAL.....	33
III.I.I - <i>A Taxa de Câmbio Real Segundo Diferentes Índices</i>	34
III.II - PESSIMISMO VS. OTIMISMO	37
III.III - O DESEMPENHO DO BALANÇO DE PAGAMENTOS.....	38
IV - O FIM DE 1996	43
IV.I - O BALANÇO DE CÂMBIO	44
IV.II - AS CONTAS EXTERNAS.....	47
IV.II.I - <i>Importações e Exportações</i>	48
IV.II.II - <i>O Problema do Déficit</i>	54
IV.II.III - <i>O Jogo do Comércio Internacional</i>	56
IV.III - A ABERTURA ECONÔMICA	59
IV.IV - A INVESTIDA INTERNACIONAL.....	61
V - CÂMBIO CONTRATADO E CUPOM CAMBIAL	65
V.I - O BALANÇO DE CÂMBIO	65
V.I.I - <i>Câmbio Contratado vs. Câmbio Embarcado</i>	70
V.I.I.I - <i>Exemplificando a relação</i>	72
V.II - CUPOM CAMBIAL: DEFININDO E SIMULANDO.....	74
VI - TURBULÊNCIAS GLOBAIS VS. MANUTENÇÃO DA POLÍTICA CAMBIAL.....	77
VI.I - A CRISE ASIÁTICA.....	77
VI.I.I - <i>Sudeste da Ásia vs. Brasil</i>	77
VI.I.II - <i>A Crise</i>	80
VI.II - O ATAQUE ESPECULATIVO.....	82
VI.III - A POSIÇÃO DO BRASIL FRENTE À CRISE	83
VI.IV - O MERCADO FUTURO DE CÂMBIO.....	87
VI.V - "CLEARING" DE CÂMBIO.....	89
VI.VI - OUTROS FUNDAMENTOS CONTRA ATAQUES ESPECULATIVOS	90
VI.VII - O CRASH GLOBAL.....	92
VI.VII.I - <i>As Bolsas de Valores: uma breve análise até o início do crash</i>	92
VI.VII.II - <i>Antecedentes</i>	93
VI.VII.III - <i>A Contaminação dos Mercados Financeiros Globais</i>	94
VI.VII.IV - <i>"Só Deus sabe quando os juros vão cair"</i>	98
VI.VII.V - <i>O Desempenho do Setor Externo</i>	101
VI.VII.V.I - <i>Câmbio Embarcado: Melhoram as Expectativas</i>	101
VI.VII.V.II - <i>Os Impactos da Crise sobre o Balanço de Pagamentos</i>	104
CONCLUSÃO.....	107
BIBLIOGRAFIA.....	110

INTRODUÇÃO

A nova política monetária adotada pelo Plano Real deu o primeiro grande salto na direção da estabilidade econômica ao criar um instrumento capaz de gerenciar, com eficácia, a substituição de moeda na economia. Através do tratamento concedido aos preços relativos, ou seja, do estabelecimento de um referencial estável dos preços então vigentes na economia, o governo criou uma base sólida necessária ao início do processo de desindexação. A criação da URV permitiu eliminar a inércia inflacionária, garantindo uma regra adequada de conversão dos preços e uma paridade de 1:1 do real - a nova moeda - com o dólar.

Dando continuidade ao processo de desindexação da economia, o Plano Real fez uso de um vasto leque de medidas ortodoxas, inerentes a qualquer processo de estabilização bem formulado, e cujo principal alicerce, era a política monetária. Metas monetárias restritivas foram implementadas no intuito principal de aumentar a atratividade do país para o capital estrangeiro, elevar as reservas internacionais e restringir o consumo doméstico.

No âmbito da estabilização, quando o real foi criado, foi fixado num patamar muito próximo ao dólar para funcionar como uma âncora que segurasse a inflação. Esta âncora cambial foi adotada como um instrumento provisório de combate à inflação, servindo

para dar tempo ao governo de promover as reformas do Estado e, a partir daí, poder fazer uso de uma âncora fiscal que ajudasse no controle dos preços. No entanto, dada a morosidade com que as propostas de reformulação fiscal tramitam no Congresso Nacional, o governo tem permanecido, em linhas gerais, controlando a inflação através do câmbio e dos juros.

As gestões das políticas cambial e monetária foram armas que contribuíram de modo decisivo para esfriar contestações judiciais e quaisquer possíveis demandas por reindexação. Além do efeito benéfico da âncora cambial sobre os preços domésticos, o fato de o real estar amarrado ao dólar possibilitou que a nova moeda ganhasse crédito à medida que as pessoas passaram a ter maior segurança do valor de seu dinheiro. Ao mesmo tempo, a adoção de uma política monetária contracionista, destinada a conter a demanda agregada, evitou que o aumento das compras determinasse o crescimento dos preços nos setores da economia que tinham maior capacidade de produção e, portanto, o consumo - que, inevitavelmente, tornar-se-ia cada vez maior com a moeda mais forte e com a inflação mais baixa - pôde ser suavizado, devido à alta dos juros. Ambas as políticas serviram para arrefecer a alta dos preços sobre a estrutura de custos da economia.

Dessa forma, a âncora cambial foi um instrumento decisivo para fixar um teto à elevação dos preços domésticos. A paridade do real com o dólar e o crescente processo de abertura comercial contribuíram para solidificar a estabilização dos preços. No entanto, o Banco Central, ao deixar o fluxo de recursos externos fixar a taxa de câmbio sem intervir no mercado cambial, permitiu uma valorização do real maior do que o previsto. Consciente do descompasso existente no mercado de câmbio, o Banco Central voltou a atuar, adotando uma política de controle sobre a oferta interna de dólares na

economia para manter a taxa de câmbio em níveis não comprometedores à estabilização econômica.

O primeiro capítulo do trabalho descreve justamente a política cambial adotada no início do Plano e as primeiras mudanças efetuadas em sua condução, indicando suas causas e seus efeitos sobre a economia. Faz-se também uma breve alusão ao funcionamento do mercado de câmbio no Brasil para eliminar possíveis dúvidas acerca do desempenho deste mercado ao longo do Plano, citado em todas as partes do trabalho.

A primeira grande dúvida relativa à consistência macroeconômica do Plano Real iniciou-se com a crise do México, deflagrada em dezembro de 1994. A crise desencadeou um surto de desconfiança dos investidores estrangeiros em relação às condições dos países latino-americanos, dando início a uma crescente discussão acerca dos rumos da política cambial brasileira e seus possíveis efeitos deletérios sobre a balança comercial. Já em março de 1995, em função da intensificação de expectativas acerca de uma eventual desvalorização imediata do real, o Plano foi vítima de uma forte crise especulativa.

A segunda seção descreve as reações do governo brasileiro frente à crise mexicana e à crise especulativa, enfatizando a mudança na condução da política cambial, através do estabelecimento das faixas de flutuação do câmbio (as chamadas bandas cambiais). A partir daí, o governo deu início a um processo de minidesvalorizações cambiais, deixando claro que o câmbio não estaria sujeito a nenhum realinhamento abrupto.

Discutia-se a respeito do real estar ou não sobrevalorizado, possivelmente prejudicando o resultado da conta corrente do balanço de pagamentos. A trajetória de

valorização cambial deve ser analisada com cautela. É eficaz no objetivo de controle da inflação, mas a ilimitada valorização de uma moeda, seja ela qual for, provoca o efeito indesejado de desequilibrar sobremaneira as relações externas da economia.

O terceiro capítulo tenta trazer à tona a polêmica da valorização cambial, fazendo recurso a alguns índices que mensuram a taxa de câmbio real. Procura-se mostrar o comportamento do balanço de pagamentos nos últimos meses do ano de 1996 para se tentar inferir se a possível sobrevalorização do real estaria realmente deteriorando as contas externas brasileiras. O capítulo tenta deixar claro que o governo, a despeito de uma possível apreciação do real e do início de uma deterioração da balança comercial, não estava disposto a promover nenhum tipo de realinhamento cambial, mantendo inalterado o processo de minidesvalorizações.

A quarta seção fornece uma visão mais detalhada do comportamento do balanço de pagamentos, analisando seus resultados no fechamento do ano de 1996, bem como explicitando, de forma sucinta, o desempenho das exportações e das importações. São feitas uma avaliação do mercado de câmbio e algumas considerações a respeito das mudanças introduzidas nos financiamentos às exportações.

Esta seção também faz referência ao fato de a política econômica estar amplamente condicionada a evolução das contas externas, principalmente devido à aceleração do processo de abertura econômica, do aumento das relações internacionais, do crescente volume de recursos que passaram a ingressar no Brasil e do crescimento do déficit em transações correntes do balanço de pagamentos. Quanto a este último, a seção procura mostrar que, a despeito de sua tendência ascendente, a qualidade de seu financiamento, por meio de recursos externos de longo prazo, tornava-se cada vez melhor e o crescente

volume de reservas internacionais garantiam certa tranquilidade na condução da política cambial.

O quinto capítulo inicia-se com uma avaliação mais sucinta do mercado de câmbio no primeiro semestre de 1997, enfocando o bom desempenho das contratações feitas no segmento financeiro, em detrimento dos resultados do segmento comercial. Do ponto de vista das contratações comerciais, procura-se analisar a relação existente entre a operacionalização do fechamento das contratações cambiais e seu posterior desdobramento em volume físico de mercadorias destinadas a exportações e importações. A seguir, faz-se um breve comentário sobre a atratividade do Brasil para o capital internacional, mensurada por um instrumento de captação de recursos externos, conhecido como cupom cambial. A partir de algumas simulações de cenários diversos (relativos às condições da economia vigentes até o início do mês de outubro de 1997), procura-se examinar a relação existente entre o cupom cambial e o financiamento do déficit em transações correntes.

O segundo semestre de 1997 foi marcado por uma sucessão de acontecimentos catastróficos iniciados no Sudeste Asiático, que culminaram com a crise global dos mercados financeiros. A contaminação desses movimentos, além de provocar bruscas oscilações no mercado, seja de juros, seja de câmbio, seja financeiro, provocou também novas dúvidas a respeito da manutenção da âncora cambial brasileira. As pressões sobre a moeda brasileira decorreram de uma necessidade de liquidez externa por parte dos investidores, como reação especulativa às incertezas geradas pelas desvalorizações maciças das moedas asiáticas. As freqüentes ameaças à estabilização econômica levaram o governo brasileiro a adotar medidas de natureza monetária e cambial para conter maiores iniciativas especulativas e proteger o real.

A sexta e última seção trata da evolução dessas turbulências externas, indicando suas origens, causas e efeitos sobre a economia brasileira. Analisa-se as semelhanças e diferenças existentes entre as economias do Sudeste Asiático e o Brasil, procurando deixar claro que o Brasil, apesar de semelhanças comprometedoras como o crescente déficit em transações correntes e a crescente necessidade de financiamento externo, não se encontra em situações emergenciais como esses países, graças ao processo de saneamento do setor financeiro, ao alto volume de reservas internacionais e à boa qualidade de financiamento do déficit em conta corrente. Também se procura enfatizar a opção do governo pela manutenção da atual política cambial, dando continuidade ao processo de minidesvalorizações sem promover qualquer ajuste mais acentuado na taxa de câmbio.

Outros pontos relevantes a serem analisados no último capítulo dizem respeito ao comportamento deficitário das contratações cambiais, em função da enorme saída de capital estrangeiro do país, e ao comportamento oscilante do mercado de câmbio futuro, em virtude do alto grau dos agentes econômicos com relação à condução da política econômica e, mais precisamente, da política cambial. Além disso, busca-se dar ênfase às possibilidades de ataque especulativo, do qual o real poderia estar sujeito. Procura-se explicar o que é um ataque especulativo contra uma moeda, suas repercussões e as defesas que o governo brasileiro dispõe para estancar um movimento deste tipo.

Por fim, a sexta seção analisa os antecedentes e os efeitos da recente crise global, que detonou um *crash* das bolsas de valores de todo o mundo e colocou, novamente, a política cambial brasileira no ápice das incertezas dos agentes econômicos. Faz-se uma rápida passagem pela evolução das bolsas de valores brasileiras, mostrando claramente sua vinculação ao capital estrangeiro. Busca-se compreender as medidas implementadas

pelo governo no intuito principal de proteger a moeda brasileira a qualquer custo, mantendo inalterada a política cambial.

A conclusão procura reforçar a idéia de que a política cambial trouxe perspectivas de uma estabilização econômica sustentável da economia brasileira, mas que, decorridos pouco mais de três anos de Plano, a confiança inicial depositada na política adotada tem se deteriorado. Apesar da aparente desconfiança acerca de uma possível desvalorização mais acentuada do real, a conclusão vem mostrar que tal atitude não seria bem-vinda no atual estágio em que a economia brasileira se encontra.

I - A POLÍTICA CAMBIAL NO INÍCIO DO PLANO REAL

I.I - A Âncora Cambial

A princípio, a condução da política cambial adotada pela equipe econômica responsável pelo Plano Real teve como metas principais: (1) controlar a inconstância dos fluxos de capitais financeiros externos de modo a evitar graves efeitos desestabilizadores sobre a política monetária (como o acontecido com o México no final de 1994, que comprovou que as contas externas dos países da América Latina possuíam um equilíbrio precário - tal constatação levou o governo brasileiro a uma importante guinada na condução da política econômica que será vista mais adiante); e (2) buscar o equilíbrio dos fluxos de comércio exterior entre o Brasil e o resto do mundo.

Na ausência de uma âncora fiscal, a valorização nominal da moeda doméstica e a expansão acelerada da demanda interna contribuem para aumentar os déficits em conta corrente do balanço de pagamentos. Por isso, numa economia com altas pressões inflacionárias, um dos elementos cruciais necessário para o início de um processo de estabilização é a poupança externa. Em outras palavras, uma das questões mais importantes para os primeiros estágios da estabilização da economia era definir um padrão de financiamento sustentável (e de longo prazo) do déficit em transações

correntes - que, simplificada, corresponde a um excesso de consumo sobre a poupança interna - principalmente através da conta de capital.

Portanto, os *policy makers* procuravam promover mudanças pontuais nas legislações cambial e tributária para regular o fluxo de entrada de recursos externos no Brasil. Entretanto, foram descartadas medidas que implicassem em controles quantitativos ou em prazos mínimos de permanência de capitais no país devido à volatilidade que apresentam os capitais de curto prazo.

Quanto ao caráter negativo dos capitais de curto prazo, várias eram as discussões realizadas por diversos analistas econômicos acerca de uma resolução para o problema. Uma das soluções propostas, corresponderia a uma redução nas taxas de juros domésticas que, eventualmente, tornaria as aplicações menos atrativas para os investidores externos e diminuiria as chances de arbitragens nas operações de comércio exterior. A outra solução seria reduzir o “custo Brasil”, ou seja, tentar eliminar os aspectos ligados à precária infra-estrutura sócio-econômica e à manutenção de legislações obsoletas (tais como as que regulamentam as leis de trabalho) que, dessa forma, reduzem a competitividade do país na disputa por capitais produtivos de longo prazo.

Com a entrada do real, a política cambial foi redirecionada para que a taxa de câmbio pudesse ser ajustada às condições de demanda e oferta de divisas no mercado, sem a intervenção do Banco Central, que, apesar disso, se comprometeria a intervir no mercado de câmbio quando a taxa alcançasse o nível de R\$1,00/ US\$1,00.

Com isso, o mercado de câmbio pôde ter maior liberdade e a nova dimensão da política cambial constituiu-se num grande passo para cessar o mecanismo de indexação

de preços à variação da taxa de câmbio vigente no período pré-Real, através do estabelecimento de uma âncora cambial. Esta âncora teria, ainda, a propriedade de fixar um teto à elevação dos preços domésticos, funcionando como um instrumento inibidor do aumento da inflação. E, além disso, o fato de o real estar fixado num valor aproximado ao dólar implicaria num aumento de confiança dos agentes econômicos em relação à nova moeda, pois dissipariam-se gradativamente as incertezas acerca do valor real de seu dinheiro.

Desde os primeiros meses do real, a política econômica caracterizou-se por medidas que regulavam os níveis de liquidez dos mercados cambial e monetário, ora restringindo, ora flexibilizando. Esta oscilação devia-se, entre outros fatores, à evolução dos índices que mediam o nível de atividade econômica da economia e do desempenho das principais contas do balanço de pagamentos. Além disso, a evolução da taxa de câmbio teria que refletir principalmente as condições do mercado doméstico - como, por exemplo, inflação e taxas de juros - e condições externas - como o comportamento dos preços domésticos vis-à-vis os preços externos no mercado internacional.

I.II - O Mercado de Câmbio Brasileiro

O mercado de câmbio brasileiro é dividido em dois segmentos, cada qual com suas próprias características: o mercado de taxas livres ou comerciais, criado em março de 1990, que corresponde a aproximadamente 90% das atividades realizadas no mercado de câmbio; e o mercado de câmbio flutuante ou turismo, criado em dezembro de 1988, que representa cerca de 10% das atividades cursadas no mercado.

As principais operações registradas pelo segmento comercial são operações de exportações e importações de mercadorias e serviços, retorno de juros e dividendos

sobre capitais investidos, empréstimos externos e respectivos juros. O segmento flutuante inclui a compra e venda de moeda estrangeira a clientes (relativas a operações de turismo), transferências voluntárias e operações com ouro - a princípio, tal segmento foi criado para controlar certas transações ilegais que eram realizadas no mercado paralelo (*black*), como algumas antigas operações de ouro. Neste último segmento são realizadas também as transações com CC-5 (Carta Circular nº 5), onde os investidores estrangeiros podem repatriar seu capital através do depósito de moeda local em uma conta corporativa de não-residente.

Ambos os segmentos incluem ainda outras operações previamente determinadas pelo Banco Central e operações no mercado interbancário (entre instituições financeiras) autorizadas a atuar em cada segmento, tais como: captação, investimento e operações de *day-trade*. No entanto, as operações realizadas no mercado interbancário são em sua grande maioria transacionadas no segmento comercial.

Além disso, em ambos os segmentos, são realizadas operações de compra e venda de moedas estrangeiras no mercado interbancário pelo Banco Central, que, por sua vez, sinaliza as taxas direta ou indiretamente através de seus *dealers*. A divulgação das taxas de câmbio fica a cargo do DECAM - Departamento de Câmbio, diretamente subordinado à Diretoria de Assuntos Internacionais (DIREX) do Banco Central. Este departamento tem por função controlar e fiscalizar as operações de contratação e liquidação de câmbio.

O contrato de câmbio é um documento assinado entre o comprador e o vendedor de moeda estrangeira, onde são mencionadas as características e as condições das

operações cambiais, que são registradas no Sisbacen (Sistema Integrado de Registro de Operações de Câmbio do Banco Central).

Através de algumas transações específicas desse Sistema, os bancos e as corretoras podem registrar os contratos de câmbio, podendo incluir, excluir ou alterar dados e cláusulas do contrato. Em seguida, os bancos (e não mais as corretoras) podem efetivar o contrato, consolidando a operação, que passa a constar de sua posição de câmbio. Algumas operações, como por exemplo, compras e vendas cambiais entre as agências de câmbio do próprio banco, devem ser registradas no Sisbacen, mas estão isentas da necessidade de formalização do contrato. Além disso, existem os chamados contratos globais, que incluem operações de idêntica natureza, moeda estrangeira e data de liquidação, feitas no mesmo dia no mercado de câmbio livre (como é o caso das viagens internacionais com recursos públicos e das transferências unilaterais de recursos públicos).

Os contratos de câmbio mais utilizados são os destinados à contratação de câmbio de exportação de mercadorias e serviços e à contratação de câmbio de importação de mercadorias. Existem ainda os contratos destinados às contratações de câmbio relativas às operações financeiras, às operações de câmbio principalmente entre bancos e instituições autorizadas a operar em câmbio no país, bem como alterações e cancelamentos de contratos de câmbio. No entanto, vale notar que existem algumas restrições quanto à alteração dos contratos, na medida em que o comprador e o vendedor da moeda estrangeira, o valor desta (e da moeda nacional), a taxa de câmbio aplicada e a mercadoria não estão sujeitos à modificação. Apenas os prazos (das cambiais e da liquidação, por exemplo), a natureza da operação etc. é que são factíveis de alteração.

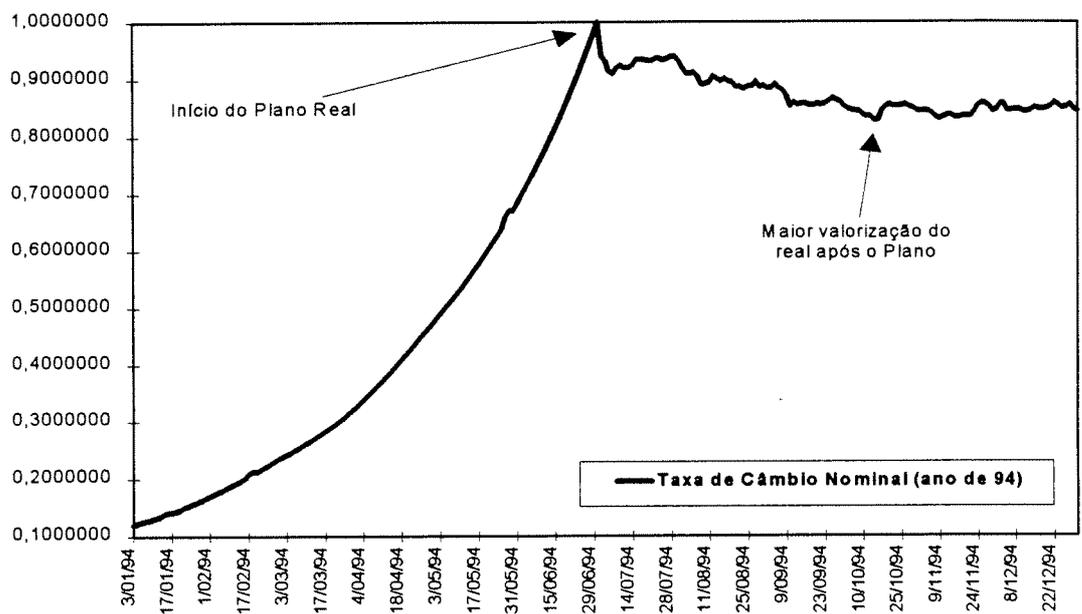
No que diz respeito às formas de pagamento das operações de câmbio, observa-se que a condição de pagamento mais utilizada no âmbito do comércio internacional é a Carta de Crédito Documentário, que estabelece regras comuns a importadores e exportadores. Segundo esta Carta, o tomador é a pessoa física ou jurídica (geralmente o importador) que pede a um banco de seu próprio país que conceda abertura de crédito em benefício do exportador; o beneficiário é o beneficiado pela Carta (geralmente o exportador), que deve acatar as condições determinadas na Carta para merecer o crédito concedido; o emitente é o banco situado no país do importador, que emite o documento de crédito e se compromete a honrá-lo (contanto que o exportador também cumpra suas responsabilidades estabelecidas na Carta); e o avisador é o banco do país do exportador pelo qual é remetido o documento de crédito e que fica a cargo de avisar e entregar ao exportador a Carta de Crédito.

I.III - Banco Central: de volta ao comando

Assim que o real entrou em vigor, a taxa de câmbio se ajustou abaixo da paridade de R\$1,00/ US\$1,00 e já em outubro de 94, houve uma enorme valorização nominal do real frente ao dólar - atingindo a paridade de R\$0,829/ US\$1,00, conforme mostra o gráfico abaixo. O Banco Central não intervinha no mercado de câmbio, o que durou apenas até a primeira quinzena de setembro, quando voltou a atuar.

No início do Plano Real, verificava-se uma abundância de moeda estrangeira que havia entrado no país atraída, principalmente, pelas altas taxas de juros domésticas, que representavam um significativo diferencial se comparadas com as taxas de juros vigentes no mercado internacional. Num ambiente estruturalmente superavitário, seja no lado das transações comerciais, quanto nos fluxos financeiros, os investidores estrangeiros

passaram a ver, no Brasil, possibilidades de lucros muito mais rentáveis que em seus países (investindo no mercado financeiro e ganhando o diferencial entre o custo dos créditos externos e as taxas de juros internas) e os exportadores passaram a realizar contratos de antecipação de câmbio. Este elevado excedente do câmbio levou o real a valorizar-se nominalmente, uma vez que o Banco Central estava ausente de intervir no mercado de câmbio.



Já em setembro de 1994, o Banco Central voltou a intervir no mercado para evitar que as operações com o setor externo provocassem expressivos efeitos expansionistas sobre os agregados monetários, como ocorria nos anos precedentes à introdução do real. O Banco Central dispensou os tradicionais leilões de câmbio, negociando com apenas algumas instituições *dealers*. Dessa forma, impediu movimentos especulativos no mercado flutuante e conteve a diminuição da cotação do comercial através de arbitragens realizadas no mercado (comprou dólar no comercial e o vendeu no flutuante, beneficiando-se de um *spread* elevado). Tal intervenção proporcionou a redução do *spread* entre as cotações do câmbio comercial e do flutuante, além de provocar a

expectativa no mercado de que as cotações iriam aumentar. No entanto, para cessar a tendência de elevação das taxas e para sinalizar ao mercado que as cotações não iriam sofrer grandes oscilações, o Banco Central voltou a realizar um tradicional leilão, vendendo dólar no mercado comercial.

Como consequência do redirecionamento da política cambial a partir de outubro de 1994, houve uma expressiva queda no nível da oferta de divisas no trimestre imediatamente após a implementação do real. O governo tomou iniciativas com o intuito de restringir a oferta interna de moeda estrangeira e o Banco Central mudou sua forma de atuação no mercado de câmbio. Toma-se, por exemplo, o estabelecimento de operações de câmbio que passaram a poder ser contratadas para liquidação pronta ou futura; a elevação do limite referente a investimentos brasileiros no exterior para US\$5 milhões e a permissão concedida às pessoas jurídicas sediadas no Brasil para adquirir imóveis fora do país.

O governo criou os fundos de Investimento no Exterior, que deveriam ter as carteiras compostas por seus administradores com 60% de títulos da dívida externa sobre responsabilidade da União e 40% de outros títulos de crédito negociados no mercado internacional - tal medida estimulava os brasileiros a aplicarem suas poupanças no exterior; reduziu o prazo máximo de ACCs (Adiantamento de Contrato de Câmbio) no intuito de dificultar o seu uso como um instrumento financeiro capaz de gerar arbitragens entre juros internos e externos; elevou alíquotas de IOF - Imposto sobre Operações Financeiras - relativas às operações de captação de recursos no exterior (de 3 para 7% para empréstimos em moeda, de 5 para 9% para aplicações de renda fixa e de 0 para 1% para investimentos em títulos e valores mobiliários); suspendeu a entrada de recursos novos a título de pagamento antecipado de exportações; e, entre outras medidas,

eliminou limites para obtenção de moeda estrangeira em operações realizadas no mercado de taxas flutuantes.

Assim, evitou-se que a taxa de câmbio aumentasse para níveis que poderiam comprometer todo o esforço no objetivo de controle da inflação.

II - POLÍTICA CAMBIAL PÓS-CRISES MEXICANA E ESPECULATIVA

II.I - As Crises e seus Reflexos sobre a Economia Brasileira

Até dezembro de 1994, o México era considerado pelos especialistas como sendo um paradigma de programa de estabilização bem-sucedido, mas nem mesmo os maiores analistas internacionais tiveram a capacidade de prever os graves desequilíbrios que a economia mexicana experimentaria. A persistência de elevados déficits em conta corrente do balanço de pagamentos e a repentina escassez de recursos externos gerada pelo receio dos investidores estrangeiros quanto ao futuro da economia mexicana fizeram com que o peso (a moeda mexicana) se desvalorizasse muito em relação ao dólar. Este fato provocou uma forte crise de confiança repercutida em todos os países da América Latina e, mais ainda, deu origem a sérios desdobramentos sobre todo o sistema financeiro internacional.

No final de 1994 e início de 1995, a crise mexicana provocou déficits nos fluxos de câmbio brasileiros, devido à incerteza que se espalhou pelos mercados financeiros internacionais. Não só as vendas de importação superavam as compras de exportação, como as vendas financeiras superavam as respectivas compras em função, principalmente, da repatriação de capitais aplicados no Brasil para cobertura de prejuízos no exterior e da queda de entrada de capitais sob a forma de empréstimos e de inversões

no mercado de capitais. O Brasil também vivenciava crescentes déficits comerciais resultantes do expressivo crescimento das importações viabilizado pelo aumento da demanda agregada e pelo processo de abertura econômica ao setor externo. Nesse duplo contexto deficitário, o setor externo da economia tornava-se mais vulnerável a ataques especulativos, dificultando a condução da política cambial, comprometendo o financiamento do déficit em transações correntes e podendo ocasionar uma eventual perda de reservas internacionais.

Em função da necessidade de consolidar o Plano de Estabilização, a recuperação das contas externas não poderia ser sustentada por ajustes significativos na taxa de câmbio. Desse modo, o governo adotou medidas, em janeiro de 1995, no intuito de incentivar as exportações. Foram eliminadas as restrições impostas em outubro de 1994 em relação às operações de contratação cambial de exportações, sendo restabelecido o prazo de 180 dias para o fechamento de câmbio previamente ao embarque das mercadorias e sendo suspenso o recolhimento compulsório de 15% incidente sobre os ACCs.

Em março de 1995, o Brasil foi vítima de um forte ataque especulativo em função de expectativas equivocadas acerca do comportamento da política cambial e, paulatinamente, os recursos aplicados no país foram se destinando a outros mercados. Intensificaram-se as expectativas quanto a uma desvalorização imediata do real, incentivando a demanda de divisas para remessas ao exterior. Como consequência das novas percepções que tomaram conta dos investidores, o Banco Central teve que intervir fortemente no mercado de câmbio para desfazer o desequilíbrio gerado entre oferta e demanda de divisas, tentando aliviar as pressões para uma eventual desvalorização do

câmbio. O Banco Central teve, então, que vender divisas em volume suficiente para manter a taxa de câmbio dentro dos parâmetros previamente determinados.

Dessa forma, a partir de março, o governo brasileiro mudou completamente seu plano de atuação frente a um novo contexto de escassez de moeda estrangeira e voltou a tomar novas medidas na área cambial, que acarretariam, posteriormente, uma expansão da oferta interna de dólares.

O governo reduziu alíquotas de IOF para entrada de recursos captados no exterior através de empréstimos em moeda (de 7 para 0%) e de aplicações financeiras, sejam elas em fundos de renda fixa-capital estrangeiro (de 9 para 5%) ou em portfólios (de 1 para 0%); revogou a permissão para a liquidação antecipada de empréstimos externos em moeda e financiamento à importação, mesmo que estes já tivessem cumprido prazo mínimo de permanência no país; e, entre outros itens, reduziu o valor da posição comprada de câmbio dos bancos (que poderia ficar em seu poder sem necessidade de depósito no Banco Central) de US\$50 milhões para US\$5 milhões, objetivando dificultar movimentos especulativos por parte dessas instituições financeiras. O governo também elevou as alíquotas de importação de alguns bens de consumo duráveis, como, por exemplo, as do setor automobilístico - esta medida tinha por objetivo maior, melhorar os resultados do balanço de pagamentos, tentando reverter a tendência deficitária da balança comercial verificada no início do período de 1995.

Outra importante mudança na condução da política cambial foi a formalização das chamadas faixas de flutuação cambial ou bandas cambiais, estabelecidas, a princípio, nos limites de R\$0,86 - R\$0,90/ US\$1,00.

Através desse mecanismo, a taxa de câmbio poderia oscilar dentro dos limites inferior e superior da faixa de flutuação, havendo intervenção do Banco Central em alguns momentos de possível oscilação inadequada da taxa - que podia ser contornada pelo Banco Central através da realização de leilões de câmbio, de forma a regular a liquidez do mercado de câmbio - e quando a taxa de câmbio alcançasse os limites (inferior ou superior) da banda. Quando a taxa de câmbio atingisse o limite inferior da banda, o Banco Central compraria dólares, provocando a escassez da moeda americana e fazendo pressão para que seu preço subisse; analogamente, quando a taxa de câmbio alcançasse o limite superior da faixa de flutuação, o Banco Central venderia dólares, gerando um excesso de oferta e queda do preço do dólar.

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

Soma-se a isso, o fato de haver maior previsibilidade com a introdução desse novo mecanismo. Tanto para exportadores e tomadores de empréstimos externos, quanto para importadores e investidores estrangeiros, os negócios e as transações se tornaram relativamente menos arriscados.

Entretanto, como já foi salientado anteriormente, alguns fatores como a intensa especulação contra a moeda doméstica no mês de março estimularam a demanda de divisas para remessas ao exterior, estabelecendo um grande desequilíbrio entre oferta e demanda de divisas e fazendo com que a Autoridade Monetária fosse pressionada a desvalorizar o real mais do que o pretendido. Aproximadamente US\$4,2 bilhões de

reservas internacionais foram consumidas em diversos leilões feitos pelo Banco Central com o objetivo de defender as bandas e manter a taxa de câmbio relativamente dentro dos parâmetros estabelecidos. Adicionalmente, o Banco Central modificou os limites da faixa de flutuação cambial para os níveis de R\$0,88 - R\$0,93/ US\$1,00, permitindo que a taxa de câmbio se ajustasse mais à realidade do mercado e contribuindo para a normalização dos fluxos de câmbio. Vale notar que a manutenção da política cambial então vigente foi possibilitada pelo expressivo volume de reservas internacionais à disposição do Banco Central, pois, caso contrário, a Autoridade Monetária teria que, inevitavelmente, mexer no câmbio em função das crises mexicana e especulativa.

II.II - O Cenário Cambial Pós-Crises

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

No que diz respeito às contratações cambiais, pode-se observar que antes da crise do México, deflagrada em dezembro de 1994, e num período que se estendia de junho a novembro de 1994, o saldo líquido do câmbio contratado nos segmentos comercial (diferença entre vendas de importação e compras de exportação) e financeiro (diferença entre compras e vendas financeiras) foi de aproximadamente US\$4,040 bilhões, conforme mostra a tabela abaixo.

Câmbio Contratado
Segmento Livre (saldos em US\$ mil)

	Comercial	Financeiro	Total
jun/94	2,524,595.00	288,131.00	2,812,726.00
jul/94	874,001.00	(537,092.00)	336,909.00
ago/94	1,027,555.00	(723,284.00)	304,271.00
set/94	1,041,057.00	(1,196,137.00)	(155,080.00)
out/94	755,293.00	208,567.00	963,860.00
nov/94	(617,709.00)	394,991.00	(222,718.00)

Fonte: Sisbacen

Em dezembro de 1994, ambos os segmentos apresentaram déficit e, entre esse referido mês e maio de 1995, o segmento financeiro apresentou déficits consecutivos, que eram fruto do ambiente de incerteza e desconfiança provocados pela crise mexicana. O segmento comercial apresentou déficits em novembro e dezembro de 1994, principalmente devido a medida tomada pelo governo de reduzir o prazo máximo de ACCs, já que este segmento é o que registra as operações relacionadas ao comércio exterior. A tabela a seguir apresenta os dados referentes ao período da crise mexicana, bem como da crise especulativa de março de 1995. O saldo líquido do câmbio contratado foi deficitário em aproximadamente US\$7,180 bilhões, devido a ampla saída de dólares do país verificada, principalmente, no mês de março de 1995.

Câmbio Contratado
Segmento Livre (saldos em US\$ mil)

	Comercial	Financeiro	Total
dez/94	(525,387.00)	(687,349.00)	(1,212,736.00)
jan/95	470,803.00	(1,920,636.00)	(1,449,833.00)
fev/95	1,260,859.00	(1,415,722.00)	(154,863.00)
mar/95	270,013.00	(4,373,091.00)	(4,103,078.00)
abr/95	430,858.00	(690,945.00)	(260,087.00)

Fonte: Sisbacen

Com a reversão das expectativas no cenário internacional a partir da aparente melhora da situação mexicana, os recursos externos foram gradativamente ingressando nos países da América Latina e já no mês de junho de 1995, o câmbio contratado no segmento financeiro voltou a apresentar superávit devido, novamente, aos ganhos obtidos com o diferencial entre os juros internos e os internacionais.

Também em junho de 1995, o governo voltou a adotar novas medidas para melhorar os resultados do balanço de pagamentos e dentre elas, destacaram-se a instituição dos leilões de *spread* e a elevação dos limites superior e inferior dentro da sistemática de faixas de flutuação cambial.

Através do leilão de *spread*, os bancos que atuam em nome do Banco Central - os *dealers* - devem oferecer cotações simultâneas para a compra e venda de moeda estrangeira, sendo que o Banco Central pode atuar como comprador ou vendedor. Dessa forma, dependendo da cotação anunciada pelo *dealer*, eliminam-se flutuações muito grandes da taxa de câmbio e restringem-se os movimentos especulativos, principalmente em relação às expectativas de mudança na faixa de flutuação cambial.

Após o ataque especulativo e a crise cambial de março, que foram superados com êxito, o Banco Central começou a recuperar a taxa de câmbio, fazendo com que ela se movesse lentamente dentro dos limites mais amplos da faixa de flutuação definidos em junho: R\$0,91 - R\$0,99/ US\$1,00. A ampliação de campo da banda cambial tinha o objetivo de permitir maior flexibilidade do Banco Central para a condução da política cambial.

O Banco Central tem desenvolvido um importante trabalho na tentativa de descobrir melhores oportunidades de aquisição de recursos externos, que possam trazer

maiores retornos ao Brasil. Outro mérito do Banco Central tem sido caracterizado pela tentativa de enfatizar a credibilidade do país nos mercados financeiros internacionais, de forma a atrair grandes volumes de financiamento externo, que possam vir a estimular o crescimento interno.

A operação que selou o reingresso do Brasil no cenário internacional foi realizada no mês de maio de 1995, quando o país efetuou o lançamento de bônus do Tesouro (em euroíenes), na Europa, no valor de 80 bilhões de ienes (correspondentes a US\$944 milhões) - títulos emitidos fora do país da moeda de emissão. Aproximadamente US\$2,18 bilhões de títulos de emissão do governo para o exterior foram totalizados em lançamentos efetuados em países como Alemanha, Inglaterra, Japão e Portugal, o que comprovou a grande aceitação dos títulos brasileiros nos mercados internacionais. Essas operações de emissão e colocação de títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional no mercado externo (no valor de até US\$2 bilhões) foram autorizados pelo Senado em 1994, sendo que os recursos captados deveriam ser destinados à substituição da dívida mobiliária interna por dívida externa. Já em novembro de 1995, o Senado permitiu que a União colocasse títulos no montante de até US\$5 bilhões (além de promover outras alterações visando aproveitar melhores oportunidades de mercado), em função da boa aceitação dos papéis brasileiros no mercado externo e da situação favorável a novas emissões.

A percepção dos mercados financeiros internacionais em relação aos lançamentos de títulos brasileiros demonstrou grande melhora ao longo das seqüências de lançamentos efetuadas. Tal fato pôde ser constatado pela permanente queda dos *spreads* das emissões sobre as taxas de juros do Tesouro dos Estados Unidos, que registraram

uma redução de 4,81%, no primeiro lançamento, para níveis que oscilavam em torno de 2% em lançamentos posteriores.

No que diz respeito às contratações cambiais, desde que voltaram a ser superavitárias, as taxas passaram a ter aumentos cada vez mais significativos que os superávits anteriores à crise mexicana. De acordo com a próxima tabela, percebe-se que, de maio até setembro de 1995, o saldo líquido do câmbio contratado em ambos os segmentos era superavitário em cerca de US\$11,820 bilhões.

Câmbio Contratado **Segmento Livre (saldos em US\$ mil)**

	Comercial	Financeiro	Total
mai/95	1,496,823.00	904,604.00	2,401,427.00
jun/95	125,720.00	2,868.00	128,588.00
jul/95	1,877,944.00	2,102,904.00	3,980,848.00
ago/95	1,294,729.00	4,014,559.00	5,309,288.00
set/95	1,420,648.00	73,349.00	1,493,997.00

Fonte: Sisbacen

II.III - Novas Mudanças na Política Cambial

O bom desempenho dos lançamentos dos títulos brasileiros no exterior, a normalização dos mercados financeiros, o diferencial de taxas de juros internas e externas e o ajuste gradual da taxa de câmbio foram fatores cruciais para a entrada de recursos externos no país no início do segundo semestre. Assim, em agosto de 1995, a Autoridade Monetária reeditou medidas para restringir a oferta interna de moeda estrangeira, haja vista a enorme quantidade de recursos externos captados (que, vale ressaltar, permitiu a rápida recuperação das reservas internacionais).

O governo elevou as alíquotas de IOF de 5 para 7% sobre o ingresso de moeda estrangeira para fundos de renda fixa e de 0 para 5% sobre operações de empréstimos externos, sendo que o tributo também passou a incidir (à taxa de 7%) sobre algumas operações cursadas no mercado de taxas flutuantes, como operações entre instituições no país e no exterior e operações de constituição de disponibilidades de curto-prazo; e, dentre outras medidas, vetou a alternativa dos investidores estrangeiros de realizarem operações em mercados de liquidação futura através dos Anexos I a IV (tendo este último, grande importância para a entrada de recursos externos no país, pois permite que investidores institucionais externos invistam diretamente no Brasil através de uma carteira de portfólio).

As intervenções do Banco Central no mercado flutuante tentavam evitar as pressões altistas, que, devido a um efeito de sazonalidade, tornam-se maiores no final de cada ano. Tais pressões eram resultantes do incremento das remessas de recursos de empresas para o exterior e do aumento da demanda de dólares necessários a viagens internacionais. Já a atuação no câmbio comercial procurava enxugar o excedente de moeda estrangeira não captada pelo mercado, assim como procurava manter a gradual e suave desvalorização da taxa de câmbio.

Apesar das pequenas desvalorizações cambiais, o diferencial das taxas de juros ainda era um grande atrativo às aplicações estrangeiras. Contudo, o saldo do câmbio contratado financeiro diminuiu gradativamente de outubro de 1995 até o final do mesmo ano, sendo que os recursos externos captados entre outubro e novembro daquele ano diminuiram 12,4% e as rubricas que indicavam essa captação pela via financeira - investimentos, empréstimos em moeda e financiamentos - tiveram queda no fim do ano. Em contrapartida, as operações de ACCs realizadas pelos exportadores no intuito de

tomar posse do diferencial das taxas de juros fizeram com que o pagamento antecipado das exportações tivesse um aumento de 172,6% no período considerado. O saldo do câmbio contratado comercial cresceu nesse intervalo, chegando a quase US\$1 bilhão.

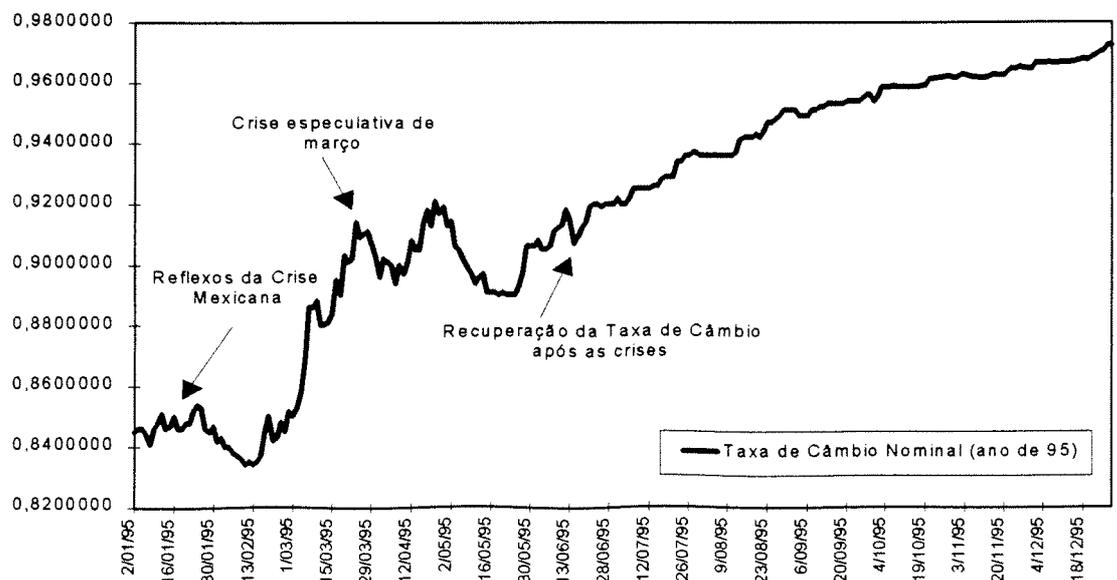
O câmbio contratado fechou o ano de 1995 com um superávit acumulado, nos segmentos comercial e financeiro, de US\$13,500 bilhões e o real terminou dezembro de 1995 e o ano, acumulando desvalorizações nominais frente ao dólar de 0,62 e 15%, respectivamente.

Câmbio Contratado Segmento Livre (saldos em US\$ mil)

	Comercial	Financeiro	Total
Jan-Jun/95	(3,437,846.00)	4,055,076.00	(7,492,922.00)
Jul-Dez/95	16,917,021.00	7,385,372.00	9,531,649.00
Acumulado em 95	13,479,175.00	11,440,448.00	2,038,727.00

Fonte: Sisbacen

O gráfico a seguir ilustra claramente os impactos sofridos pela taxa de câmbio nominal em função das mudanças efetuadas na política cambial decorrentes das crises citadas anteriormente.



Como consequência, vê-se que a política cambial tem se mostrado funcional, dentre outros fatores, como instrumento de acumulação de reservas. O segundo semestre de 1995 registrou um crescimento das reservas, segundo o conceito de liquidez internacional, de mais de US\$17 bilhões, chegando a US\$51,2 bilhões no final do ano.

Apesar do início de 1995 ter sido alvo de uma grave situação de instabilidade, a política cambial foi mantida de acordo com os objetivos do Plano Real, desempenhando papel relevante para os avanços no processo de controle inflacionário e contribuindo para o surgimento de um cenário favorável à economia brasileira a longo prazo.

Enfim, nesse contexto, a equipe econômica terminou o ano de 1995 tentando encontrar: (1) uma combinação ideal de medidas que regulassem os fluxos cambiais de modo a conter a entrada de recursos de curto prazo e dar prioridade aos de longo prazo com a finalidade de impedir a gradual deterioração das contas externas, procurando definir um padrão de financiamento sustentável do déficit em transações correntes; e (2) em segundo plano (mas não menos importante), o equilíbrio das contas governamentais, cujos crescentes déficits também comprometem a sustentabilidade do Plano a longo prazo (este assunto é de total relevância no cenário econômico atual, mas não cabe extendê-lo no momento). Quanto ao primeiro item, as medidas adotadas pelo governo justificavam-se pelo fato de que os capitais de curto prazo tenderem a não permanecer no país por muito tempo e, mais importante, pelo fato de que os capitais de longo prazo serem elementos cruciais para determinar a qualidade de financiamento do déficit em transações correntes do balanço de pagamentos.

III - O REALINHAMENTO CAMBIAL

III.I - A Polêmica Quanto à Valorização Cambial

O ano de 1996 foi, certamente, um ano marcado por muitas discussões acerca da possível valorização cambial a que o real estaria submetido. Em outras palavras, eram grandes as dúvidas em torno da existência ou não de uma defasagem cambial, ou seja, de uma disparidade entre a taxa de câmbio vigente e uma suposta taxa de câmbio de equilíbrio que teria a propriedade de preservar as condições do mercado de câmbio a médio e longo prazos, sem gerar efeitos desestabilizadores sobre o saldo em transações correntes do balanço de pagamentos.

Desde o início do ano, o câmbio, diferentemente dos anos anteriores, não sofreu grandes distúrbios, mas permaneceu flutuando levemente, segundo as ações do mercado, dentro das bandas estabelecidas pelo Banco Central. O governo manteve uma suave desvalorização, não sinalizando indícios de que o câmbio seria ajustado para beneficiar exportadores, nem para proteger empresários da concorrência com produtos importados.

Segundo Gustavo Franco, na época diretor da área internacional do Banco Central, em seu relatório econômico intitulado "*A inserção externa e o desenvolvimento*", além de apontar o objetivo do governo como sendo o crescimento econômico (defendendo a

abertura externa, a estabilidade da moeda e a contenção dos gastos públicos), Franco ironizou as queixas feitas à defasagem e desvalorização cambiais.

Quanto à primeira, fez a seguinte analogia: “*O fato de o preço da banana cair em função de uma super-safra quer dizer necessariamente que há uma defasagem bananal?*”. Além disso, referiu-se aos defensores de uma ampla desvalorização cambial como sendo “*viciados terminais, que requerem doses maiores da mesma droga com efeito cada vez menor*”. Dessa forma, Franco não deixava dúvidas quanto à manutenção da política cambial de minidesvalorizações da taxa de câmbio.

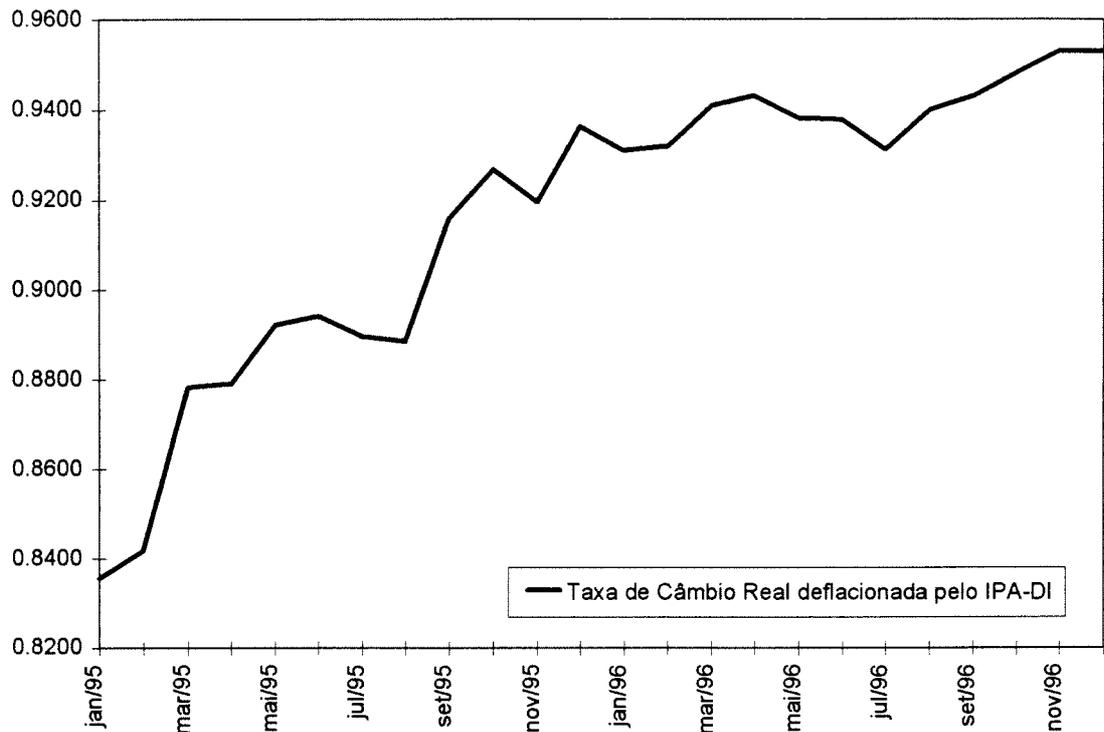
III.I.I - A Taxa de Câmbio Real Segundo Diferentes Índices

Entretanto, ao se observar a taxa real de câmbio calculada segundo três métodos distintos, foi constatado que esta acumulava desde o início do Plano Real até meados de 1996 uma considerável valorização frente a uma cesta de moedas de diversos países.

Medida pelo índice de preços ao consumidor (IPC-DI), a taxa efetiva real de câmbio, com base numa cesta de moedas, mostrou que estava mais de 45% valorizada em relação ao nível verificado no período imediatamente anterior ao lançamento do Plano Real, segundo estimativas de alguns analistas especializados em câmbio. Se for calculada com base nos salários industriais internos e externos, que são um indicador básico de competitividade externa, apresentou valorização de mais de 35% se comparada também ao período imediatamente anterior ao Plano Real.

Se for feito o uso do IPA-DI, índice de preços no atacado (que é o melhor indicador de competitividade dos produtos brasileiros a curto prazo por ser composto, em sua maior parte, por bens *tradables*, ou seja, transacionáveis com o exterior), tais especialistas verificaram, novamente, uma valorização de aproximadamente 30% em

relação ao mesmo período citado acima. No entanto, conforme mostra o gráfico abaixo, já era nítida a tendência de depreciação real da taxa de câmbio do início de 1995 até o fechamento do ano de 1996.



A sobrevalorização cambial é útil como mecanismo de combate à inflação, pois fixa um teto para o reajuste dos preços domésticos sujeitos à competição internacional. No entanto, a prazos mais curtos, ela se torna maléfica na medida em que pode provocar distorções de preços relativos através da perda de competitividade dos produtos brasileiros frente aos produtos externos. E dada essa possível perda de competitividade, a sobrevalorização cambial pode, indiretamente, funcionar como uma espécie de restrição monetária, fazendo com que as taxas de juros se elevem (dados os juros internacionais) de modo a captar recursos estrangeiros que financiem os déficits em conta corrente. Dessa forma, as empresas ficam submetidas a pressões do tipo insuficiência de demanda interna e forte competição externa.

Dois índices divulgados no início do ano de 1996 podem parecer pouco ortodoxos, mas são interessantes a nível de curiosidade. Cabe lembrar que não se tem muita informação a respeito da metodologia de cálculo desses índices, tornando viesada sua interpretação, na medida em que são muitas as divergências de opiniões quanto sua utilização como instrumento de análise econômica.

Um deles foi o índice *Big Mac*, feito pela revista inglesa *The Economist* que compara o preço dos sanduíches *Big Mac* - que são produtos bastante homogêneos e passíveis de comparação - nas lanchonetes *McDonald's* em diversas partes do mundo e, a partir daí, estabelece a defasagem cambial das moedas em relação ao dólar. O real, segundo o índice *Big Mac*, estava supervalorizado em mais de 20%.

Outro índice, divulgado pela revista americana *Business Week* mostrou que a partir de uma análise do balanço de pagamentos, reservas internacionais, investimentos externos e da dívida externa de alguns países emergentes, o Brasil era o país que tinha maior probabilidade de sofrer uma maxidesvalorização cambial nos próximos anos, seguido, de longe, por Taiwan e Turquia.

Como se pode perceber, faltam detalhes importantes na divulgação desses índices para se fazer uma análise clara e sucinta. Além disso, e mais importante, é o fato de não se poder inferir com certeza se tais medições fazem sentido do ponto de vista econômico. No entanto, pode-se, pelo menos, extrair daí a crescente preocupação com os rumos da política cambial brasileira e seus impactos sobre a manutenção da estabilidade econômica.

III.II - Pessimismo vs. Otimismo

Ao que tudo indicava, apesar do real andar caro demais, não existia ainda pressão para uma revisão urgente da política cambial, mas já era preciso ter em mente que era necessária uma revisão a longo prazo do câmbio, caso se quisesse ter plena certeza de que não haveria nenhuma crise cambial. Além disso, uma maxidesvalorização era algo tido como desaconselhável, ficando por conta das minidesvalorizações do real o trabalho de corrigir o valor da moeda de forma gradual e sistemática - no início do ano de 1996, a venda do dólar estava sendo cotada a R\$0,9786 com uma variação percentual em relação ao último dia do ano anterior de 0,63% e já em novembro de 1996, a cotação de venda do dólar estava a R\$1,0332 acumulando uma desvalorização de 6,24% em relação ao final de 1995.

Mas mesmo assim, havia previsões pessimistas dos que apostavam numa inevitável crise econômica que seria fruto de uma crise no balanço de pagamentos. A valorização cambial acarretaria acúmulos de déficits comerciais que, por sua vez, originariam uma grave desvalorização e saída de capital externo; e o atraso na implementação de uma reforma fiscal que pudesse sustentar as contas públicas faria com que o plano de estabilização se ancorasse somente no câmbio relativamente fixo, não criando condições para uma futura ancoragem fiscal.

Contudo, os que argumentavam dessa forma pareciam supor que, mesmo que tais considerações estivessem corretas, a economia era suficientemente estática a ponto de não levar em conta as amplas reservas internacionais que podiam sustentar a curto e médio prazos o déficit comercial do balanço de pagamentos (pois estas são, na verdade, uma espécie de seguro contra eventuais crises de financiamento externo). Além disso,

pareciam se esquecer dos resultados positivos da entrada de investimentos diretos e de portfólio, que era um indício de que os investidores estrangeiros não acreditavam em riscos imediatos, e, portanto, acreditavam na sustentação do Plano Real. Esses eram os principais argumentos dos que tinham certeza de que não haveria chance alguma de haver quaisquer tipos de crise cambial.

Tornaram-se evidentes as divergências quanto ao grau de estabilidade em que se encontrava o Brasil às vésperas da entrada do ano de 1997. Mas era sempre bom lembrar que o Brasil não estava numa situação emergencial de realinhamento do câmbio, mas deveria manter-se protegido de quaisquer eventualidades. Para tal, deveria permanecer cauteloso quanto aos deslocamentos da taxa de câmbio e ao comportamento da balança comercial, bem como ao do balanço de pagamentos, para evitar as possibilidades de ocorrer uma eventual crise cambial.

III.III - O Desempenho do Balanço de Pagamentos

O déficit em transações correntes do balanço de pagamentos acumulou, até outubro de 1996, US\$17,200 bilhões, o equivalente a 2,89% do PIB. Isso se deveu, principalmente, ao aumento das importações, dos gastos com o pagamento de juros da dívida externa e das despesas com viagens internacionais.

Balanço de Pagamentos **Saldos Acumulados de Jan a Out/96***

Pagamento de Juros	8.268
Viagens Internacionais	2.859
Déficit em Conta Corrente	17.200
Investimentos Diretos	6.639
Reservas Internacionais	58.600

Fonte: BACEN

*Valores em US\$ milhões

Até outubro do mesmo ano, a despesa líquida do Brasil com o referido pagamento de juros foi de US\$8,268 bilhões, sendo que parte deste total foi fruto da dívida privada contraída em 1995.

Neste mesmo período, os gastos líquidos com viagens internacionais - como, por exemplo, compras de mercadorias no exterior - totalizaram US\$2,859 bilhões. Gastos com passagens aéreas e marítimas não se incluem na conta de viagens internacionais, estão incluídos na conta de transportes do balanço de pagamentos - que acumulou um desembolso líquido de US\$2,179 bilhões.

O saldo da balança comercial acumulou um déficit de US\$2,900 bilhões em outubro de 1996, estando as importações 7% acima das exportações.

Além disso, houve uma redução no fluxo de transferências unilaterais de recursos, especialmente por parte dos dekasseguis - brasileiros que moram no Japão - que diminuíram as remessas de recursos para o Brasil, devido, principalmente, à desvalorização do iene frente ao dólar. O saldo líquido da conta de transferências unilaterais foi de US\$2,513 bilhões, e apesar de não constituir um déficit, diminuiu quase US\$1 bilhão, em relação ao mesmo período de 1995, não contribuindo para ajudar a recuperar o déficit em transações correntes do balanço de pagamentos.

O financiamento dos déficits em transações correntes e da balança comercial, na ausência de um aumento das exportações, dependia, portanto, da entrada de capital externo no país.

A captação de recursos externos acumulou, até outubro de 1996, US\$59,445 bilhões. Isso se deveu principalmente à entrada de investimentos diretos e à captação de empréstimos de longo prazo, que neutralizaram o déficit em transações correntes e

permitiram um incremento de US\$7,100 bilhões na reservas internacionais brasileiras - que atingiram um saldo acumulado de US\$58,600 bilhões.

Dessa forma, o saldo total do balanço de pagamentos, acumulado em dez meses do ano de 1996, foi positivo em exatamente US\$7,098 bilhões - cerca de 30% a menos do que em igual período de 1995.

No que diz respeito a conta de capital do balanço de pagamentos, a entrada líquida de capital totalizou, em setembro de 1996, US\$20,600 bilhões.

A captação de recursos em moeda estrangeira registrou, em outubro do mesmo ano, um saldo de US\$19,552 bilhões - aproximadamente 30% a mais que o mesmo período de 1995.

O ingresso de capitais de curto prazo diminuiu consideravelmente nos nove primeiros meses de 1996 se comparado ao mesmo período de 1995, passando de US\$19,400 bilhões para US\$4,300 bilhões. Isso representou um grande passo para o Brasil, já que o país passou a fazer menos uso de um tipo de capital que é considerado muito volátil (os recursos de curto prazo tem como característica básica a fuga do país em situações de desequilíbrio ou até mesmo incentivados por movimentos especulativos). As empresas privadas, os bancos e o governo passaram a captar recursos externos com emissão de bônus, *notes* e *commercial papers* com prazos médios de sete anos e quatro meses - um prazo muito maior do que o verificado em 1995, que era inferior a um ano - e um custo muito mais apazível. Todos esses instrumentos de captação de recursos externos são títulos de renda fixa, que diferem entre si principalmente quanto à sua maturidade e ao pagamento de cupons. Os *commercial papers* são papéis lançados por empresas e são equivalentes a Certificados de Depósitos,

captando recursos a curto prazo e não pagando cupom; já os *bonds* ou *notes* pagam cupons semestral ou anualmente, sendo que as *notes* são papéis cuja maturidade varia de 1 a 10 anos e os *bonds* possuem maturidade de mais de 10 anos.

O investimento direto externo acumulou, até o mês de outubro de 1996, a expressiva marca de US\$6,639 bilhões, cuja maior parcela deveu-se ao recém iniciado programa de privatização brasileiro.

No mês de novembro de 1996, a balança comercial brasileira teve um déficit de US\$853 milhões (ante US\$1,308 bilhão registrado em outubro do mesmo ano) e o déficit acumulado no ano, até esse mês, foi de US\$3,754 bilhões.

As importações de novembro somaram US\$4,765 bilhões e, no acumulado do ano, totalizaram US\$47,711 bilhões - 3,9% a mais que o mesmo período de 1995. Na pauta de importações, o item que mais se destacou foi o de bens de capital, que teve um crescimento de 12,6% até o mês considerado - reflexo da retomada de investimentos no país.

Em relação às exportações acumuladas até novembro de 1996, houve um aumento de 3,11% se comparadas ao mesmo período do ano passado, atingindo US\$43,957 bilhões. No mês de novembro, as exportações somaram US\$3,912 bilhões. No período de janeiro a novembro de 1996, as exportações brasileiras para o Mercosul foram as que mais cresceram em relação ao ano anterior, destacando-se o item de produtos manufaturados.

Já as vésperas do fim do ano de 1996, sentia-se a necessidade do Brasil ter de aumentar suas exportações para contrabalançar o crescimento acelerado das importações. Sentia-se a necessidade também, do país diversificar sua pauta de

exportações, já que somente seis setores da economia e apenas cinco países respondiam, respectivamente, por 53% e por 48% do total das exportações, além de que 167 empresas eram responsáveis por 59% do volume total exportado - o que mostra que as exportações poderiam e deveriam se tornar muito mais dinâmicas e diversificadas.

No período acumulado do ano até o início de dezembro de 1996, o volume total de investimentos diretos externos acumulou, aproximadamente US\$8 bilhões.

Portanto, o desempenho do balanço de pagamentos verificado até alguns meses antes do final do ano de 1996 já permitia argumentar que, mesmo com a enorme entrada de investimentos externos no Brasil, a situação da balança comercial não era nada agradável e esse desequilíbrio passou a criar algumas expectativas negativas, principalmente no mercado de câmbio.

IV - O FIM DE 1996

No início de dezembro, o Banco Central, procurando criar novos artifícios que estimulassem as exportações, flexibilizou as normas de seu financiamento, permitindo que os bancos nacionais passassem a receber a restituição do adiantamento dos contratos de exportação (via ACCs), em moeda nacional, através do BNDES, podendo exercer uma nova compra de câmbio (no mercado interbancário ou no comercial), facilitando a conjugação do ACC com o programa FINAMEX-pós embarque.

Anteriormente, sob este programa, não era possível ao exportador realizar a conversão do adiantamento, obtido no pré-embarque, em financiamento de longo prazo imediatamente após o embarque. Como o contrato de câmbio só é liquidado contra moeda estrangeira, enquanto o FINAMEX é uma linha realizada em moeda nacional, a instituição financeira compradora do câmbio de exportação, que recebesse o pagamento da operação em moeda nacional, apenas obteria a restituição do adiantamento, ao passo que o contrato de câmbio não seria liquidado até a entrada de moeda estrangeira correspondente. Dessa forma, a nova medida trouxe a possibilidade do contrato de exportação com adiantamento permanecer numa situação que não onerasse a capacidade operacional do banco até o seu vencimento, dado que este não necessitaria recomprar moeda estrangeira para efeito de devolução da linha de crédito ao credor externo.

Também no final do ano, a fim de simplificar os procedimentos administrativos das importações e de seus pagamentos ao exterior e melhorar a qualidade das informações estatísticas, foi programada a implementação do SISCOMEX - Sistema Integrado de Comércio Exterior, para ser operacionalizado a partir do primeiro dia de 1997, sob a gestão da Secretaria de Receita Federal (SRF), da Secretaria de Comércio Exterior (Secex) e do Banco Central, em suas respectivas áreas de competência.

IV.I - O Balanço de Câmbio

A faixa de flutuação cambial que havia sido modificada em janeiro de 1996 não sofreu nenhuma outra modificação no decorrer do ano e permaneceu dentro dos limites de R\$0,97 - R\$1,06/ US\$1,00. No último dia do ano de 1996, a venda do dólar foi cotada a R\$1,0394, acumulando uma desvalorização de 6,8% em relação à cotação verificada no fim de 1995, ao passo que no mercado de taxas flutuantes houve uma desvalorização de 7,1%, com uma cotação de R\$1,0449 observada no final do período de 1996.

No último trimestre de 1996, o mercado de câmbio foi abalado pelas especulações sobre o enorme do déficit na balança comercial. Nem mesmo a previsibilidade da atuação diária do Banco Central evitou tais especulações, que envolviam principalmente os contratos futuros, negociados na BM&F. Dessa forma, as dúvidas em relação a uma possível mudança no processo de correção cambial estavam sendo refletidas por uma inconstância na formação dos preços no mercado futuro, em virtude de cada novo boato sobre a deterioração das contas externas. Durante o citado período, o dólar futuro apresentou um comportamento ascendente, não só em função do temor provocado no

mercado acerca da situação externa brasileira, como também pela aceleração nas mudanças das intrabandas cambiais, alteradas dezenove vezes pelo Banco Central. A forte nas cotações do dólar futuro só vieram a ser amenizadas com a venda de NTN-D pelo Banco Central (títulos que pagam correção cambial mais uma taxa de juros fixa pré-determinada), que tranquilizam o mercado na medida em que concedem *hedge* (proteção) contra exposição em moeda estrangeira (com risco de câmbio para o Tesouro Nacional).

Em relação ao movimento de câmbio no segmento de taxas livres, houve um acréscimo de 85,3% de 1995 para 1996, registrando um superávit de US\$25,306 bilhões, o que é reflexo do bom desempenho do mercado financeiro ao longo do ano e da crença cada vez maior no plano de estabilização brasileiro. Esse acréscimo deveu-se principalmente às contratações financeiras, conforme a tabela abaixo, que registraram saldo líquido de US\$16,557 bilhões, destacando-se o papel dos empréstimos em moeda estrangeira com saldo de US\$16,3 bilhões, bem como os US\$15,7 bilhões em investimentos, dos quais US\$9,3 bilhões em investimentos diretos, amplamente beneficiados pela alavancagem do processo de privatizações (ante US\$2,356 bilhões em 1994 e US\$4,777 bilhões em 1995). As contratações comerciais registraram um superávit de US\$8,749 bilhões, contra US\$11,439 bilhões em 1995, queda esta que representa a redução das operações com exportações.

Ano	Mercado Livre		
	Saldo comercial	Saldo financeiro	Saldo total
1995	11,439,626.00	(1,288,872.00)	10,150,754.00
1996	8,749,387.00	16,557,128.00	25,306,515.00

Fonte: Sisbacen

Ao longo dos dois primeiros anos do Plano Real, o Governo adotou certas medidas para que a liquidez da economia não fosse desajustada pela entrada de fluxos financeiros externos. Foram elevados os prazos médios de amortização das operações de empréstimos; foram eliminadas alternativas para o direcionamento de investimentos para o mercado de renda variável; e, dentre outras medidas, foi determinado que os recursos que não fossem repassados para as modalidades previstas seriam recolhidos pelo Banco Central sem qualquer remuneração - tudo isto para restringir a entrada de recursos de curto prazo.

Foram também simplificados procedimentos no mercado de taxas flutuantes e elevados os limites operacionais, fazendo com que a aquisição de moeda estrangeira se tornasse mais fácil, o que, por sua vez, contribuiu para o ajuste da liquidez da economia e para estreitar o mercado paralelo de divisas.

Entretanto, no mercado de taxas flutuantes, foram registrados constantes déficits no fluxo primário de moeda. Duas normas da Autoridade Monetária contribuíram para a vigência de tal situação, a saber: a maior permissão do uso de cartões de crédito internacionais - que gerou um grande aumento das compras no exterior; e a restrição das transferências internacionais em moeda nacional e contas em moeda nacional de pessoas físicas ou jurídicas domiciliadas no exterior - as contas conhecidas como CC-5, que permitiam ganhos de arbitragem de estrangeiros e brasileiros domiciliados no exterior, pois se aproveitavam dos diferenciais das taxas de juros doméstica e internacional.

Como passou a haver maiores restrições à operação dessas contas, os negócios de estrangeiros e brasileiros com firmas domiciliadas no exterior foram praticamente inibidos, levando a uma eventual fuga de capitais, que foi acentuada pela redução dos

ganhos com arbitragem desde maio de 1996, mas com maior incidência a partir de novembro do mesmo ano.

O Banco Central continuou, no decorrer do ano de 1996, intervindo nos mercados de taxas livre e flutuante, visando a adequação dessas taxas a outras variáveis macroeconômicas.

IV.II - As Contas Externas

As contas externas brasileiras acusaram um déficit em transações correntes - que inclui o resultado da balança comercial e a conta de juros - da ordem de US\$24,347 bilhões no ano de 1996, o equivalente a 3,27% do PIB, contra os 2,47% do PIB (US\$17,742 bilhões) alcançados em 1995. Esta cifra de US\$24,347 bilhões também é equivalente a 51% das exportações (contra 38% em 1995) e equivalente a 40% das reservas cambiais no conceito de liquidez internacional.

Balanço de Pagamentos Saldos Acumulados em 1996*

Déficit Comercial	5.544
Déficit na Conta de Serviços	21.707
Déficit em Conta Corrente	24.347

Fonte: BACEN

*Valores em US\$ milhões

Já o déficit na balança comercial fechou o ano de 1996 com US\$5,539 bilhões, resultado de US\$53,200 bilhões destinados às importações e US\$47,700 bilhões às exportações. É interessante salientar que este saldo negativo foi acumulado principalmente no último trimestre de 1996 - quase US\$4 bilhões - seguindo ao mesmo passo da trajetória da atividade econômica interna nesse período.

A balança comercial negativa pôde ser acompanhada também por um saldo negativo na balança de serviços de US\$21,707 bilhões (ante US\$18,8 bilhões de 1995) com um peso significativo das despesas com viagens ao exterior - formadas, sobretudo, por gastos com cartão de crédito - que fecharam o ano de 1996 com um saldo negativo de US\$3,593 bilhões (contra US\$2,419 bilhões de 1995). Além dos gastos com viagens internacionais (que não devem diminuir nos próximos períodos) e além do crescimento do comércio que aumenta as despesas com transportes, há uma forte tendência a haver aumento do gasto com juros, pois cada vez mais empresas brasileiras tem captado empréstimos no exterior - a despesa bruta com juros cresceu de US\$10,442 bilhões em 1995 para US\$12,758 bilhões em 1996 e o gasto líquido com juros passou de US\$8,158 bilhões para US\$9,840 bilhões. O crescimento de todos esses itens contribuiu para aumentar o déficit da balança de serviços e, conseqüentemente, o déficit em transações correntes do balanço de pagamentos.

IV.II.I - Importações e Exportações

Balança Comercial SalDOS em US\$ mil

	Exportações	Importações	Saldo Comercial
Jan-Jun/96	22,902,930	23,218,221	(315,291)
Jul-Dez/96	24,844,000	30,073,000	(5,229,000)
Acumulado em 1996	47,746,930	53,291,221	(5,544,291)

Fonte: BACEN

Na pauta das importações de 1996, 46,2% - 10% a mais que em 1995 - foram gastos na compra de matérias-primas e bens intermediários - como, por exemplo, fertilizantes e produtos químicos - usados para produzir mercadorias (e empregos) dentro do Brasil. Além disso, 23,8% foram destinados à modernização do parque

industrial através da compra de máquinas, equipamentos e peças - havendo um aumento de 12,1% na aquisição de bens de capital; 18,3% destinaram-se à satisfação dos consumidores na compra de produtos de consumo como tecidos, vinhos, eletrodomésticos ou automóveis japoneses - as aquisições de bens de consumo tiveram queda de 11% em relação a 1995, destacando-se a queda de 18,6% na compra de automóveis; e 11,7% foram gastos em combustíveis, já que o Brasil continua importando petróleo.

Em relação à importação de automóveis, pode-se dizer que o Brasil ainda era um dos países mais fechados a essa atividade - isso pôde ser confirmado através das várias reclamações que o governo japonês fez do Brasil na Organização Mundial do Comércio (OMC), com o objetivo de obter acesso livre ao mercado brasileiro. O Japão contestou o regime automotivo brasileiro implantado em maio de 1995 por meio de uma medida provisória - que concede maiores privilégios às montadoras instaladas no Brasil, como, por exemplo, o direito de importar automóveis com alíquota de 35%, ao passo que para as indústrias estrangeiras que desejam vender ao Brasil, a alíquota é de 70%. Com isso, a entrada de automóveis no Brasil diminuiu consideravelmente como já foi mencionado acima, e a importação de carros japoneses despencou em 95% do ano de 1995 para 1996.

Uma notificação importante a ser feita é a forma pela qual são realizadas as soluções de disputas na OMC. Esta foi criada no início do ano de 1995 e representa um fortalecimento da disciplina multilateral nas relações comerciais, onde os países estão sujeitos a um mecanismo comum de solução de controvérsias. Para o Brasil, esse fortalecimento é benéfico, já que o país tem ainda um baixo poder de barganha no jogo

do comércio internacional e, portanto, organismos internacionais multilaterais são um espaço de negociação importante.

O Comitê de Solução de Disputas (CSD) tenta resolver os problemas encaminhados à OMC através dos seguintes procedimentos: os países devem recorrer a consultas para tentar resolver a disputa; caso não resolvam e com o consenso de ambos, encaminham o caso ao diretor geral da OMC que tenta uma solução. Se as consultas prévias não chegarem a um término em 60 dias, o país prejudicado pode pedir ao CSD o estabelecimento de um painel.

O painel só não é estabelecido caso haja um consenso contrário à decisão de estabelecê-lo e isso garante o uso de um mecanismo de solução de controvérsias. Após essa decisão, há um prazo de 30 dias para o começo de sua efetiva operação. O painel possui um prazo de seis meses para constituir um relatório final. O CSD adota a solução apresentada no painel num prazo de 60 dias, a não ser que haja um consenso contrário ao relatório do painel ou que haja a notificação de que um dos países vai fazer uso do Comitê de Apelação. Se for concluído que há violação das regras da OMC, o país infrator tem um prazo para entrar em conformidade com as regras, mas caso não cumpra, deve conceder compensações ao país prejudicado no prazo de 20 dias. Não havendo acordo de compensações, o país prejudicado pode fazer um requerimento ao CSD para suspender as obrigações em relação ao país infrator sob a proteção da OMC.

Portanto, a criação da OMC representa um benefício para o Brasil, já que, dentre outras atividades, tenta disciplinar as práticas protecionistas dos países desenvolvidos e tenta estabelecer políticas e práticas mais transparentes entre os países. O custo para o

Brasil é de também ter sua política doméstica restringida em um certo grau, limitando o uso indiscriminado de medidas protecionistas.

Um exemplo de painel estabelecido foi o caso do Brasil em relação aos Estados Unidos. O Brasil solicitou um painel referente à imposição de padrões sobre a composição da gasolina pelo governo americano - o mesmo solicitado pela Venezuela - que foi decidido em maio de 1996, um ano após o estabelecimento do painel. Esse prazo pode não parecer muito curto, mas, certamente, se não houvesse esse mecanismo de solução de controvérsias, esse problema ainda estaria sem solução.

No caso do Brasil com o Japão, na tentativa de evitar a constituição de um painel, o Brasil passou a negociar com os parceiros prejudicados o estabelecimento de cotas com tarifas de 35%, ao invés de 70% - cotas são mais prejudiciais do que tarifas, pois geram privilégios e rendas extras. Reverter a alíquota de 70% de modo generalizado não foi feito devido ao acordo já existente com as montadoras já instaladas no país. Nesse sentido, a solução não partiu do campo estritamente econômico, mas, sim, de uma saída diplomática.

Voltando ao contexto da pauta de importações, a sua distribuição por categoria de uso, permite observar e avaliar o processo de transformação industrial pelo qual passa o Brasil, onde prevalecem as compras de bens de capital, bens intermediários e matérias-primas que podem ampliar a produção doméstica de bens comercializáveis no mercado externo.

No que diz respeito às exportações, 55,3% foram adquiridos na venda de produtos industriais, representando um crescimento de 3,2% em relação a 1995; 25,5% foram relativos a venda de produtos básicos, registrando um incremento de 11,1%; e a queda

relação a 1995, muito mais elevada do que a dos meses anteriores - como também a uma queda das taxas de crescimento das exportações - que passaram a ser sucessivamente negativas.

Um exemplo a ser observado foram os meses de dezembro de 1995 e de 1996. A média dos dias úteis das importações em dezembro de 1995 foi de US\$196 milhões, ao passo que no mesmo mês do ano seguinte, a média cresceu para US\$266 milhões - dessa forma, a taxa de crescimento observada foi de 35,7% (ante 17,8% do mês de novembro). Em contrapartida, a média dos dias úteis das exportações em dezembro de 1996 foi de US\$180 milhões, registrando queda de US\$14 milhões em relação a dezembro de 1995 - portanto, a taxa de crescimento foi negativa em 7,2% (diminuindo mais ainda em relação ao mês de novembro, quando a taxa foi negativa em 3,0%).

O resultado da balança comercial devia-se, sobretudo, ao aquecimento da atividade econômica que vinha ocorrendo desde meados de 1995, à medida que a política monetária era gradativamente aliviada.

Assim, o crescimento econômico levou a uma expansão natural das importações, como forma de atender ao aumento da demanda agregada doméstica e provocou uma queda da taxa de crescimento das exportações - ainda que, medidas pelo valor absoluto mensal, tenham crescido 2,67% no ano, se comparadas com o ano de 1995 - já que uma parcela da produção, que seria encaminhada ao mercado externo, acabou sendo absorvida pelo mercado interno - devido a causas do tipo diferencial de preços (que pressionaram alguns segmentos da economia a colocar os produtos no mercado interno) e alguns entraves à colocação de produtos no mercado externo.

IV.II.II - O Problema do Déficit

De uma forma bem simplista, pode-se dizer que o déficit em transações correntes do balanço de pagamentos significa que o país manda para o exterior mais dinheiro do que recebe nessas operações. O ponto a ser destacado é que o país corre o risco de não ter mais quem empreste, tendo que, em última instância, desvalorizar a moeda, podendo vir a entrar em recessão.

Em 1994, um grande exemplo que o mundo pôde observar em relação a políticas ortodoxas de combate à inflação que podem produzir efeitos colaterais foi a crise vivida pelo México. Este teve um processo de abertura da economia muito radical e o governo mexicano passou muitos anos importando ninharias para o consumo popular e as financiava com suas reservas. A economia mexicana entrou em colapso, a indústria quebrou, o desemprego aumentou bruscamente, o PIB diminuiu, os investidores estrangeiros cessaram os investimentos diretos em produção e o Tesouro mexicano não tinha mais reservas para saldar suas dívidas. Tudo isso acabou por levar o governo mexicano a desvalorizar o peso em 30%, elevar os juros e entrar em recessão. Hoje, o México está voltando a crescer, mas o susto provocado no mundo inteiro foi uma grande lição principalmente para os países da América Latina e outros países emergentes.

O déficit que assola o Brasil é o maior desde a maxidesvalorização de 1983, mas mesmo estando com mais de 3% do PIB, o crescimento do déficit não afetou a entrada de empréstimos e investimentos externos. Isso pôde ser observado pelo crescimento das reservas internacionais que passaram de US\$50,449 bilhões em 1995 para US\$59,039 bilhões em 1996 (pelo conceito de caixa) e de US\$51,840 bilhões para US\$60,110 bilhões, pelo conceito de liquidez internacional (se considerados os créditos a receber); e

pelo crescimento dos investimentos diretos em produção que passaram de US\$3,9 bilhões em 1995 para US\$9,442 bilhões em 1996. O número de lançamentos de títulos para captar recursos no exterior cresceu de 258 em 1995 para 366 em 1996 e o volume captado por lançamentos de títulos no exterior cresceu de US\$14,3 bilhões em 1995 para US\$21,6 bilhões em 1996. O governo já esperava, para os próximos períodos, um crescimento ainda maior dos investimentos e empréstimos, mas já estavam de alerta os investidores estrangeiros quanto ao desequilíbrio das contas externas brasileiras.

É interessante ressaltar que o déficit comercial por si só não é um problema tão grave quando existem formas sustentáveis de financiá-lo. Vários países de economia grande possuem déficits muito maiores do que o do Brasil e não há o menor indício de pânico nesses países por causa disso. Os Estados Unidos eram (e ainda são) os recordistas, com um déficit de US\$188 bilhões (até o final de 1996), além de países como a Espanha e a Inglaterra, que possuíam déficits de US\$23,200 bilhões e de US\$23,100 bilhões, respectivamente.

O Brasil tinha reservas internacionais em caixa para garantir o equivalente a treze meses de importações. Eram as maiores do mundo em valores relativos. O Japão, que era o país que mais dispunha de reservas externas (US\$204 bilhões), garantia seis meses de importações, enquanto que a Alemanha cobria somente dois e a França e os Estados Unidos cobriam menos do que um mês.

Portanto, não faltavam dólares entrando no país para contrabalançar o déficit, mas tornava-se cada vez mais dispendioso para o governo manter esse processo continuamente. De um modo simples, mas objetivo, pode-se dizer que os dólares paravam no Banco Central, que emitia títulos de valor correspondente, jogando-os no

mercado e pagando juros muito altos (sem os quais ninguém aceitava ficar com papéis emitidos pelo governo).

Além disso, a agitação no mercado, observada no final do ano de 1996, que era fruto das especulações a respeito da deterioração das contas externas, ganhava justificativa quando se argumentava que os persistentes déficits comerciais poderiam gerar, no mercado internacional de capitais, uma crise de confiança na capacidade do país de suportar essa situação no longo prazo. E se tal crise surgisse, os fluxos de recursos externos que entravam no Brasil e neutralizavam o impacto do déficit em transações correntes iriam ser revertidos progressivamente até que se tornaria inevitável uma pressão para uma rápida e maior desvalorização cambial - fato este que poderia dar à luz a uma forte crise cambial.

Em contrapartida, os resultados do balanço de pagamentos eram responsáveis por eliminar uma possível situação caótica pela qual o mercado poderia passar. Por mais que os déficits em transações correntes tivessem apresentado tendências de elevação e continuidade, a nítida melhora na qualidade dos recursos externos ingressados no Brasil por meio da conta de capital e o crescente acúmulo de reservas criavam um cenário de maior tranquilidade na economia brasileira.

IV.II.III - O Jogo do Comércio Internacional

O desequilíbrio na balança de pagamentos não implica que o Brasil deva conter as importações, que em 1996 tiveram um incremento de 6,9% - ao passo que as exportações tiveram um aumento de somente 2,6% no mesmo ano - mas sim, deva aumentar o fluxo de comércio exterior, importando e exportando muito mais do que o nível atual.

Sabe-se que o comércio internacional se tornou um grande fator de desenvolvimento interno para os países que o praticam, e o Brasil não está numa posição muito boa neste cenário, pois o comércio exterior brasileiro - de aproximadamente 17% do PIB (verificado em agosto de 1996) - é pequeno se comparado ao de outras economias fortes, como, por exemplo, os 83% do PIB observado nos Países Baixos.

Quem importa e exporta muito no jogo do comércio internacional obtém um cacife maior e é capaz de impor os seus produtos aos concorrentes. É bem verdade que as importações e exportações brasileiras têm crescido muito nos últimos anos, alcançando US\$101 bilhões (contra pouco mais de US\$5 bilhões do início da década de 70), mas o comércio internacional cresce a índices muito maiores (a Inglaterra, por exemplo, movimenta quase cinco vezes mais a soma das importações e exportações brasileiras) e a fatia que o Brasil detinha no bolo global do comércio mundial é muito pequena - aproximadamente 1% desde a década de 70 - e têm diminuído nos últimos anos.

A deterioração das contas externas tem aumentado porque o país está em ritmo de crescimento, com maiores investimentos e consumo, e quanto maior é o gasto com importações feito por um país, maior são as chances dele crescer caso as exportações cresçam num patamar semelhante ao das importações e os déficits não se repitam freqüentemente. Parece que o Brasil estava se afastando desse ideal.

Os exportadores brasileiros argumentavam que tinham motivos de sobra para se queixarem de suas condições: defasagem cambial, a qual, segundo suas próprias perspectivas, as autoridades governamentais se recusavam a admitir; os juros que financiavam os produtos brasileiros eram muito mais altos que os da maioria dos outros países como, por exemplo, os Estados Unidos; e o preço do porto brasileiro, da energia

elétrica e do frete rodoviário eram também mais altos. Tais fatores contribuíam para encarecer os produtos brasileiros em detrimento dos seus concorrentes - o chamado “custo Brasil”, que aumentava o preço dos produtos brasileiros entre 30% e 40%, causando impactos negativos sobre as exportações e, conseqüentemente, efeitos deletérios sobre as contas externas brasileiras.

Entretanto, um dos itens que mais incomodavam os exportadores - a cobrança do ICMS (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços) sobre os produtos exportados - passou a não mais incomodá-los após a aprovação do projeto de lei que desonerava o ICMS sobre as exportações de produtos primários e semi-elaborados (como, por exemplo, o café que passou a ter seu preço reduzido em 13% sem o sobrepeso do ICMS) e sobre a aquisição de bens de capital. Certamente, as exportações tenderiam a crescer muito sem um desses entraves que compunham o “custo Brasil”, pois poderia haver um considerável aumento na competitividade das mercadorias exportáveis; e com a isenção do ICMS sobre produtos exportados, teoricamente, o governo tenderia a perder receita num primeiro instante, mas como o exportador passaria a vender mais e a lucrar mais, o governo ganharia mais na rubrica do imposto de renda a médio prazo. Ademais, tal decisão foi um grande passo para o Brasil no jogo do comércio internacional, pois só de ICMS, os trinta produtos mais importantes da pauta de exportações brasileiras ficavam US\$1,1 bilhão mais caros e isso representava uma enorme desvantagem quando se pensava em disputar com países que não oneravam seus produtos exportados e que subsidiavam suas exportações.

Além disso, o BNDES ampliou e concedeu maior abrangência aos financiamentos, reduzindo os custos financeiros para as exportações de bens de capital, incluindo o financiamento do importador de produtos brasileiros e autorizou os exportadores de

bens de capital a fazerem uso de financiamentos para saldar os adiantamentos de contrato de câmbio, fazendo com que os prazos das operações do capital de giro das empresas fosse elevado.

Com certeza, os efeitos desses incentivos às exportações representavam fortes estímulos, mas era importante que fosse criada uma mentalidade de que para que o Brasil exportasse mais, não adiantaria ficar reclamando de defasagem cambial ou de “custo Brasil”, deveria-se buscar agressividade e praticidade na condução da política comercial para que se pudesse “falar mais grosso” no cenário internacional e atingir a meta de se tornar uma potência do comércio exterior (meta que o Brasil poderia atingir, principalmente no setor agro-industrial).

IV.III - A Abertura Econômica

Como se sabe, a política de abertura da economia brasileira ao setor externo ganhou muita força com o Plano Real. O Banco Central pôde progredir no processo de liberalização cambial através do mercado de taxas flutuantes, que se tornou mais dinâmico, permitindo com isso, um vínculo maior entre os cidadãos brasileiros e o resto do mundo.

Portanto, muitas facilidades foram alcançadas no estreitamento desse relacionamento, a saber: a eliminação de diversos limites de aquisição de moeda estrangeira para despesas no exterior, como as relacionadas ao turismo (como, por exemplo, a eliminação do prazo de um ano antes da viagem para aquisição de moeda estrangeira por parte do turista brasileiro) e relativas a fins educacionais, tratamento de saúde, manutenção de familiares no exterior e uso de cartões de crédito. Também destacaram-se a permissão para que as pessoas jurídicas pudessem (além das pessoas

físicas) comprar imóveis no exterior e o aumento dos limites para os bancos darem curso a operações de investimentos brasileiros no exterior, sem autorização prévia do Banco Central.

É claro que o Brasil ainda estava longe de ser um ás do comércio internacional, mas os esforços para dar prosseguimento à abertura do país à economia internacional estavam sendo cada vez mais notórios (valendo dizer que os dados recolhidos nos últimos anos permitem mostrar que o Brasil tem melhorado com o processo de abertura econômica). Entre 1986 e 1990, a produtividade industrial cresceu 1,4% ao ano, mas entre 1990 e 1995, período pós-abertura, esse índice aumentou para 7,6% ao ano.

A política antiga adotada pelos governos brasileiros anteriores à 1990 era a de substituição de importações, onde o Estado procurava proteger a indústria local e incentivar os industriais a produzir no país produtos semelhantes aos que eram importados com o objetivo de tornar o Brasil um país auto-suficiente, sem maiores vínculos com o exterior e protegido de possíveis conturbações provenientes do resto do mundo. No entanto, o Brasil não ficou nem auto-suficiente, nem de fora de abalos vindos do exterior. A maior lição contra a frustração causada por esse antigo modelo adotado no período pré-abertura foi o fato de que o papel do governo deveria ser o de coadjuvante na função de promover o crescimento do país, cabendo à iniciativa privada realizar tal função. Dessa forma, o governo deveria preocupar-se em dar prioridade aos investimentos privados e não fazer ele mesmo os investimentos.

Em consequência do recente processo de abertura econômica, o Brasil se tornou o país que mais atraiu capitais externos entre as 108 principais economias emergentes do

mundo, recebendo, até meados do ano de 1996, 12% dos dólares investidos em países em desenvolvimento (concorrendo, nessa área, com China, Índia e Indonésia).

IV.IV - A Investida Internacional

O Brasil foi o alvo da investida internacional porque, com a estabilidade econômica, tornou-se evidente a grande capacidade de consumo da população brasileira e, por isso, as empresas estrangeiras que primeiro se instalassem no país, tinham a chance de possuir maior influência junto aos consumidores brasileiros. Nesse contexto, o país que mais aplicou dinheiro na produção no Brasil, no primeiro semestre de 1996, foi os Estados Unidos, seguido por países como a Alemanha, a França e o Japão. O investimento produtivo que é o que constrói indústrias, gera empregos e riqueza chegou ao Brasil, no ano de 1996, num ritmo bastante acelerado e totalizou, no final do ano, mais de US\$9 bilhões, (além dos reinvestimentos feitos pelas multinacionais já instaladas no Brasil).

Em meados da década de 80, os recursos externos que entravam nos países em desenvolvimento não atingiam nem a casa dos US\$40 bilhões por ano, mas, no ano de 1996, alcançaram um valor muito maior: US\$250 bilhões.

Além da estabilidade econômica, outros fatores também contribuíam para estimular a vinda de capitais externos para países em desenvolvimento como o Brasil. Em primeiro lugar, o afastamento da estagnação do Estado na condução da política econômica - que empurra a economia para o setor privado - tem sido um fator importante para a aquisição de recursos externos. Da mesma forma, como o preço dos ativos se encontravam baixos em todo o mundo, os investidores passaram a diversificar mais os seus riscos e buscar rendimentos mais altos no exterior, o que resultou em grandes

oportunidades de lucro para os investidores estrangeiros e num aumento da circulação de recursos externos nas economias dos países em desenvolvimento.

De 1990 a junho de 1994 - período da década de 90 anterior ao Plano Real - os investimentos diretos externos que ingressaram no Brasil totalizaram apenas US\$4,787 bilhões - um valor bastante pequeno se for considerada a grande extensão do período e se for considerado também os US\$9,3 bilhões ingressados somente no ano de 1996.

Dessa forma, alguns dos setores mais dinâmicos da economia brasileira passaram a ter como líderes as empresas estrangeiras (como é o caso dos setores automobilístico e eletroeletrônico). As empresas multinacionais já eram, antes mesmo do início de 1997, responsáveis por quase 50% das exportações de produtos manufaturados.

A ótima rentabilidade das aplicações a juros no mercado financeiro e das bolsas de valores transformou o Brasil numa das vedetes do capital especulativo mundial. Considerando o dinheiro que entrou e o que saiu do país no mercado especulativo em 1996, o saldo foi positivo em US\$6 bilhões para o Brasil.

A investida internacional no campo das privatizações também foi excepcional. Compraram, por exemplo, a telefônica gaúcha, parte da malha ferroviária federal e a Light. Até um dos maiores bancos de investimento do mundo - o Goldman Sachs - também entrou nessa investida comprando um pedaço da Arisco. É bem sabido que o Estado não possui dinheiro suficiente para manter o nível de investimentos necessários nas empresas estatais e como não há poupança pública para recuperar o investimento público, deve-se tentar atrair o setor privado e, mais importante que isso, o setor externo para remontar os investimentos no setor público. Assim, a previsão para os próximos

anos é de que entrem no Brasil vários bilhões de dólares na compra de empresas privatizadas.

Somando os investimentos em privatizações, em novas fábricas e em ampliações de indústrias já existentes, entraram no Brasil, no ano de 1996, aproximadamente US\$12 bilhões (quatro vezes mais do que em 1995).

Os ingressos líquidos de capitais tiveram um acréscimo de 6,9% no ano de 1996, acumulando US\$33 bilhões. Os recursos de longo prazo do tipo empréstimos, financiamentos e investimentos diretos financiaram 92,7% da conta corrente em 1996, ao passo que no ano anterior financiaram somente 60,4%, o que reflete a enorme importância que tem tomado os investimentos de prazos mais longos principalmente no que diz respeito ao financiamento do déficit em transações correntes.

Setor Externo **Saldos Acumulados em 1996***

Reservas Intern. - Caixa	59.039
Reservas Intern. - Liquidez	60.110
Recursos de Curto Prazo	4.000
Investimentos Diretos	9.300
Empréstimos em Moeda	14.700

Fonte: BACEN

*Valores em US\$ milhões

Os recursos de curto prazo possuíram, em 1996, um ingresso líquido muito menor do que o observado em 1995. Passaram de US\$18,8 bilhões para apenas US\$4 bilhões.

Já os investimentos líquidos, incluídos os reinvestimentos, apresentaram um incremento de 217,1%, totalizando US\$16 bilhões - dos quais, US\$9,3 bilhões eram relativos aos investimentos diretos, como já foi mencionado. Também os empréstimos

líquidos em moeda, a médio e longo prazos, registraram uma elevação de US\$9,1 bilhões, em 1995, para US\$14,7 bilhões, em 1996.

E é graças ao somatório dos recursos externos que entraram no Brasil a título de investimentos diretos com os captados via emissão de bônus e *notes*, que o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos tem sido financiado. O ingresso total líquido de capitais foi, então, suficiente, não só para equilibrar as contas externas, como também para permitir o acúmulo, por parte do Banco Central, de US\$8,7 bilhões de ativos de curto prazo. Esse processo de financiamento depende da capacidade brasileira de mostrar à comunidade internacional que o programa de estabilização brasileiro já colheu bons frutos.

Se por um lado, o ano de 1996 trouxe boas perspectivas quanto à estabilização da economia, por outro, acabou por criar dúvidas a respeito da sustentação do Plano Real a longo prazo. Um dos problemas referia-se à condução da política cambial, bem como seus impactos sobre a balança comercial, além do progressivo aumento do déficit em transações correntes; e o outro grave problema correspondia à deterioração das contas públicas que colocavam em xeque o crescimento sustentável brasileiro.

V - CÂMBIO CONTRATADO E CUPOM CAMBIAL

V.I - O Balanço de Câmbio

Na primeira semana de janeiro de 1997, o Banco Central marcou firme atuação no mercado de câmbio, promovendo duas iniciativas que contribuíram para consolidar a manutenção da política cambial.

O Departamento de Operações de Mercado Aberto (Demab) realizou um leilão informal inesperado de venda de títulos públicos cambiais e o Departamento de Operações de Reservas Internacionais (Depin) efetuou o primeiro ajuste na intrabanda de flutuação da taxa de câmbio.

No mercado aberto, o Banco Central vendeu um lote de aproximadamente 550 milhões de Notas do Tesouro Nacional da série D (NTN-D) - que têm correção cambial e prazo de vencimento no primeiro dia de julho de 1997 - com uma rentabilidade entre 11% e 11,20% a.a. acima da correção cambial.

As incertezas quanto ao futuro da política cambial (que produziam reflexos no mercado de câmbio) eram geralmente combatidas via oferta de papéis com correção cambial, respaldando uma posição rígida do Banco Central no que se referia à manutenção do ritmo de desvalorizações do real. No mercado de câmbio, o Banco

Central promoveu leilões de *spread*, elevando em 0,10% os limites inferior e superior da intrabanda de flutuação cambial. O piso passou para R\$1,0400 e o teto, para R\$1,0450. A intervenção no mercado de câmbio tinha como um dos objetivos, atrair exportadores para as operações de fechamento de contratos cambiais, para não deixar haver um descompasso maior entre as contratações de exportação e de importação.

No fechamento do mês de janeiro, o balanço de câmbio atingiu um saldo positivo de US\$949 milhões, mas este é um valor muito abaixo da média mensal observada em 1996, que foi de US\$2,076 bilhões e mais inferior ainda se comparado ao último mês do ano de 1996, que havia registrado US\$3,3 bilhões.

Essa considerável queda foi causada pelo declínio do fluxo financeiro líquido, que passou de US\$3 bilhões, em dezembro de 1996, para US\$1,2 bilhões, em janeiro de 1997, e pelo resultado das operações comerciais, que, nos períodos considerados acima, passaram de um superávit de US\$236 milhões para um déficit de US\$288 milhões.

Câmbio Contratado - Livre Comercial (saldos em US\$ mil)

	Comp. Exp.	Vend. Imp.	Total
jan/97	4,305,060.00	4,593,011.00	(287,951.00)
fev/97	3,370,788.00	3,279,609.00	91,179.00
mar/97	4,036,679.00	4,036,901.00	(222.00)
abr/97	5,054,147.00	5,168,158.00	(114,011.00)
mai/97	5,474,145.00	5,388,389.00	85,756.00
jun/97	4,946,876.00	5,584,104.00	(637,228.00)

Fonte: Sisbacen

O saldo negativo da conta comercial foi explicado pelo acréscimo de 8,3% nas contratações de importação, acumulando, no mês de janeiro, US\$4,6 bilhões - com destaque para as operações relativas a petróleo, cuja participação aumentou de 9,2%

para 15,3%. No que diz respeito às exportações contratadas, houve um decréscimo de 4,1%, acumulando US\$4,3 bilhões.

Câmbio Contratado - Livre
Financeiro (saldos em US\$ mil)

	Comp. Financ.	Vend. Financ.	Total
jan/97	6,452,707.00	5,203,304.00	1,239,404.00
fev/97	4,736,163.00	3,779,068.00	957,095.00
mar/97	5,524,398.00	4,351,542.00	1,172,856.00
abr/97	6,891,566.00	5,168,158.00	1,464,246.00
mai/97	7,484,570.00	5,767,071.00	1,717,499.00
jun/97	9,217,157.00	7,764,787.00	1,452,370.00

Fonte: Sisbacen

Em relação à conta financeira, a queda do saldo positivo refletiu o declínio nas entradas de divisas - de US\$9,9 bilhões, em dezembro, para US\$6,5 bilhões, em janeiro - devido a queda nos ingressos de investimentos diretos, empréstimos de moeda e capitais de curto prazo. As remessas também registraram queda de US\$6,9 bilhões para US\$5,2 bilhões - sobressaindo-se as reduções das despesas com juros, das amortizações de empréstimos em moeda e das repatriações de capitais de curto prazo.

A redução nos ingressos de investimentos, empréstimos em moeda e operações de pagamentos antecipados de exportações fizeram com que a aquisição de recursos externos passasse de US\$10,3 bilhões, em dezembro, para US\$6,2 bilhões, em janeiro - entretanto, houve um acréscimo de 10,2% em comparação a janeiro de 1996.

O fluxo líquido de investimentos externos continuou elevado (US\$2 bilhões) apesar de ter sofrido um decréscimo de 17,1% em relação a dezembro. Não houve entrada de recursos externos, em janeiro, que fosse destinada ao programa de

privatização, mas mesmo assim, o ingresso de investimentos diretos totalizou a marca de US\$800 milhões.

Os empréstimos em moeda também sofreram declínio no mês de janeiro. Passaram de US\$4,3 bilhões para US\$1,5 bilhão, fruto da redução da captação de recursos via emissão de bônus e *notes*.

O Banco Central, apesar dos crescentes temores acerca de uma desvalorização mais acentuada da taxa de câmbio, não promoveu nenhuma desvalorização radical. Entretanto, uma alteração na faixa de flutuação cambial foi promovida em fevereiro de 1997 para evitar maiores especulações em torno dos rumos da política cambial e para amenizar o clima de agitação no mercado de câmbio. Os limites inferior e superior da banda cambial foram elevados, respectivamente, para R\$1,05 - R\$1,14/ US\$1,00.

Passados mais alguns meses, o recebimento líquido de investimentos estrangeiros diretos, segundo às contratações cambiais, já acumulava US\$5 bilhões no ano, evidenciando uma manutenção da trajetória de crescimento no volume de investimentos diretos encaminhados ao Brasil. E após o fechamento do 1º semestre do ano, a entrada líquida de investimentos diretos externos já somava US\$8 bilhões, continuando a demonstrar um crescimento mais acentuado que no 1º semestre de 1996.

Apesar do bom desempenho das operações contratadas no segmento financeiro, os resultados do 1º semestre de 1997 sinalizaram um quadro de profunda deterioração nas contratações comerciais. Houve uma redução de 114% no saldo líquido das operações comerciais relativamente a igual período do ano anterior, causado por um expressivo aumento das vendas de importação ante um ínfimo aumento das compras de exportação.

Câmbio Contratado - Livre
Total (saldos em US\$ mil)

jan/97	948,965.00
fev/97	1,048,274.00
mar/97	1,172,634.00
abr/97	1,350,235.00
mai/97	1,803,255.00
jun/97	815,142.00

Fonte: Sisbacen

Um ponto interessante que merece ser destacado quando se fala em mercado de câmbio hoje, no Brasil, é o ressurgimento da idéia de unificação dos mercados de câmbio comercial e flutuante. Diz-se ressurgimento porque a idéia já é antiga e tem se disseminado ao longo dos últimos anos, tanto pela estabilidade do real, quanto pelo excesso de burocratização do regime cambial brasileiro, especificamente para a movimentação de capitais de curto prazo entre filiais (situadas em diversas partes do mundo) de uma mesma empresa globalizada.

Algumas medidas adotadas pelo Banco Central regulamentando a transferência de algumas operações que, até o final de 1996, eram realizadas no mercado flutuante, para o comercial, podem ser vistas como um pequeno estímulo à unificação. Apesar das operações que sofreram modificação serem relativamente de pequeno porte, envolvem grandes quantias de dinheiro, como é o caso da compra e venda de jogadores de futebol.

Vale ressaltar que a idéia de unificação dos mercados não deve ser confundida com unificação das taxas de câmbio. Além disso, a unificação dos mercados requer uma unificação das regras de registro de entrada e saída de recursos externos no país, implicando numa liberalização do mercado comercial ou numa restrição do flutuante. E um dos grandes desafios para o ideal de unificação é a existência de uma balança

comercial informal, ou seja, o governo terá muitas dificuldades em explicitar as contas dos contrabandos existentes entre Brasil e Paraguai ou EUA, principalmente.

V.I.I - Câmbio Contratado vs. Câmbio Embarcado

Este sub-capítulo tem o objetivo de verificar a relação existente entre a operacionalização do fechamento das contratações cambiais (ou câmbio contratado) e seu posterior desdobramento em volume físico (ou câmbio embarcado) de mercadorias destinadas a exportações e importações. Tal relação fornece um novo instrumental para analisar o comportamento futuro da balança comercial brasileira, mas é bom lembrar que para os cálculos de projeção desta, existem modelos bastante sofisticados que vão desde modelos estatísticos de pauta aberta de importação e exportação até modelagens econométricas diversas, mas que estão longe dos propósitos dessa discussão. O que realmente interessa são os resultados extraídos dessa relação, que condicionam os volumes físicos de mercadorias que entram e saem do país às contratações realizadas no mercado de câmbio.

Após a introdução do Plano Real, as contratações cambiais de importação passaram a apresentar um descolamento maior do câmbio embarcado no mesmo período t , devido ao freqüente uso de linhas externas de financiamento feitas pelos importadores para retardar o pagamento da mercadoria importada no tempo t . Desse modo, parte da contratação cambial em $(t + n)$ meses referia-se ao volume embarcado em t . No entanto, com a crescente deterioração da balança comercial brasileira, que tem obrigado o governo a adotar medidas restritivas ao financiamento das importações, as contratações cambiais de importação passaram a ocorrer no mesmo período em que as importações físicas eram efetivamente realizadas. Tal fato pode ser comprovado pela existência de

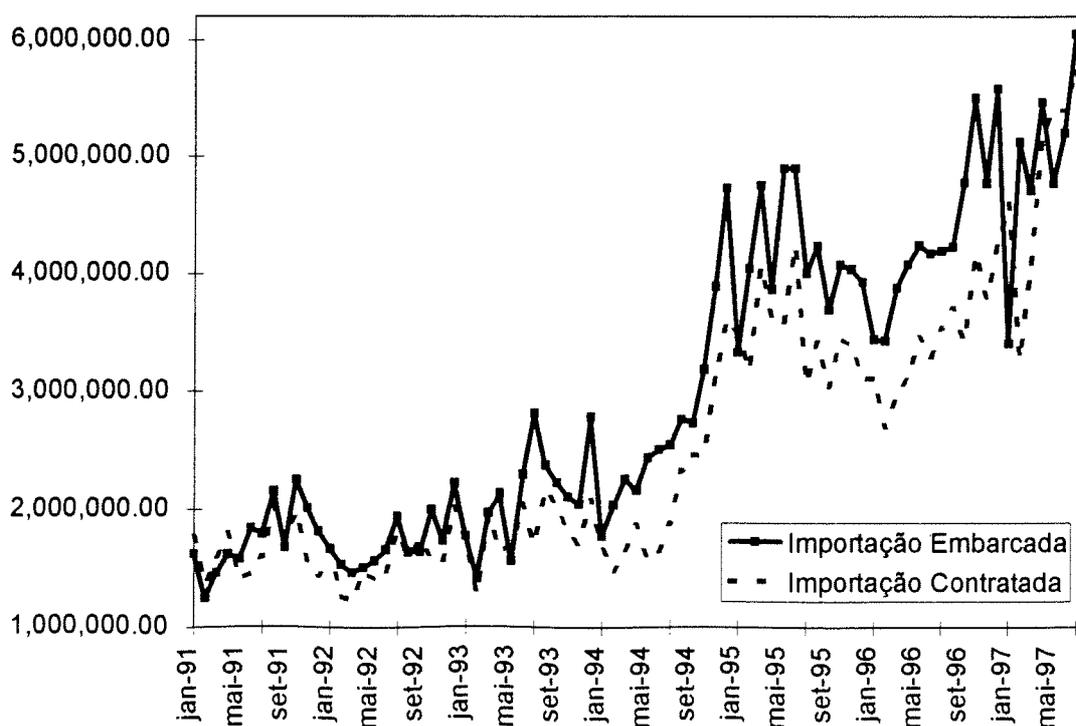
uma forte correlação (da ordem de 94%, referente ao período de janeiro de 1991 até agosto de 1997) entre as importações contratadas e as embarcadas no mesmo período t .

Do ponto de vista das exportações, o descolamento entre o câmbio contratado e o embarcado já era algo muito mais natural de se esperar, em virtude do antigo modelo de financiamento externo ancorado no setor exportador, que procurava estabelecer uma progressiva liberalização de algumas operações que favoreciam as exportações. Dessa forma, tem se tornado cada vez maior o uso de mecanismos de antecipação de exportações futuras principalmente através de financiamentos via ACCs (Adiantamento de Contrato de Câmbio). Como consequência, grande parte do câmbio contratado relativo às exportações embarcadas no período t era antecipado, em média, por períodos de $(t - 3)$ a $(t - 12)$ meses. Cabe observar que uma exportação antecipada em até $(t - 12)$ meses era fruto de um ACC de 180 dias renovado através de um novo instrumento denominado ACE (Adiantamento de Contrato de Exportação) para um período de mais 180 dias. Isso significa que o exportador capta uma espécie de empréstimo do setor financeiro tendo como garantia a exportação de uma mercadoria futura. Por sua vez, o mercado financeiro busca linhas de crédito externas para repassá-las aos exportadores. Para dar sustentabilidade a essas defasagens de tempo foi constatado que a melhor correlação existente entre as exportações contratadas e as embarcadas se faziam com uma defasagem de três meses, ou seja, para uma amostra de janeiro de 1991 até agosto de 1997, verificou-se que 74% das exportações contratadas em t se transformavam em exportações físicas em $(t + 3)$.

V.I.I.I - Exemplificando a relação

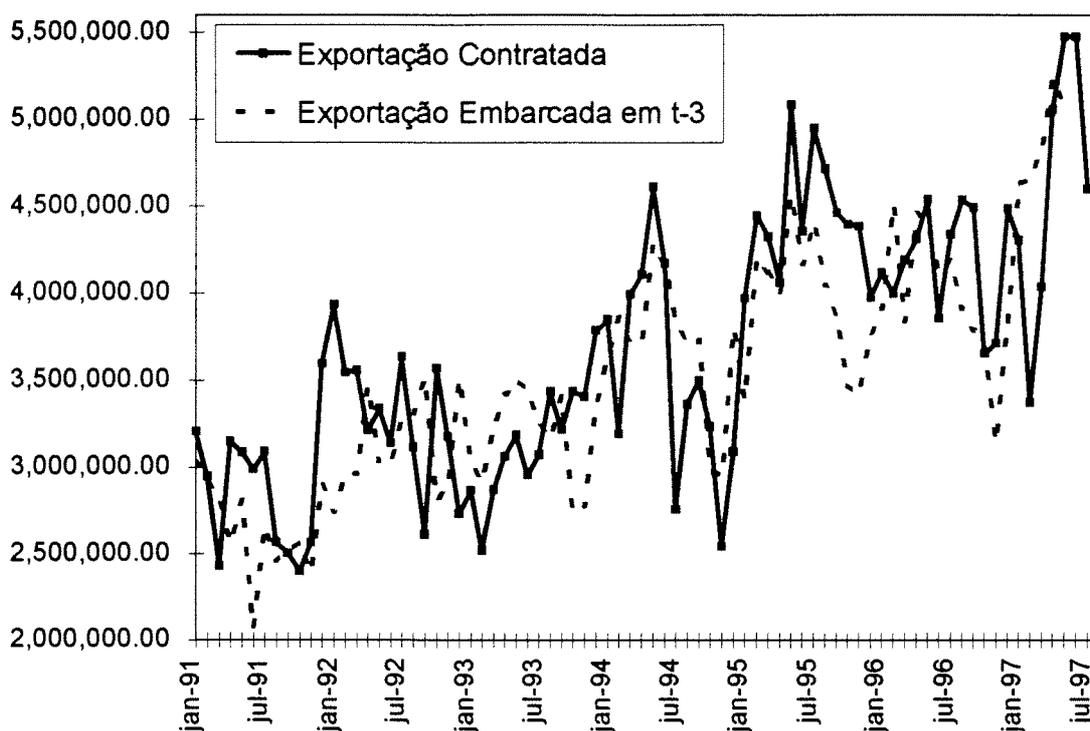
No mês de agosto, o saldo do câmbio contratado no mercado flutuante foi deficitário em US\$296 milhões, ao passo que o mercado livre obteve um superávit de US\$3,964 bilhões. Este comportamento superavitário foi fruto do bom desempenho do segmento financeiro, que registrou um superávit de US\$4,434 bilhões, destacando-se as operações de captações de empréstimos em moeda e investimentos em portfolio (via *Depository Receipts*).

Em relação às importações contratadas, o mês de agosto acumulou US\$5,113 bilhões, estabelecendo uma média diária de US\$243 milhões (sofrendo redução relativamente ao mês de julho, cuja média foi de US\$274 milhões). Dessa forma, já era de se esperar que as importações físicas também sofressem redução no mês de agosto, dado o elevado grau de correlação entre as importações contratadas e embarcadas observado desde o início de 1991 (0,94), conforme mostra o gráfico.



Já as contratações de exportação totalizaram, em agosto, US 4,642 bilhões, o que representa um valor médio diário de US\$221 milhões. Embora essa média tenha sofrido um leve aumento em relação ao mês de julho (US\$219 milhões), as exportações físicas não registraram crescimento. Tal fato pode ser explicado pela defasagem existente entre as exportações contratadas e as embarcadas, devido, principalmente, ao frequente uso de mecanismos de antecipação de exportações, como os ACCs - Adiantamentos de Contrato de Câmbio - feitos pelos exportadores. Assim, observa-se, em média, uma defasagem de três meses para que as exportações contratadas sejam convertidas em exportações físicas, mas não com o mesmo grau de correlação observado na relação das importações (0,74).

Até a última semana do mês de setembro, as médias diárias de importações contratadas permaneceram inalteradas (US\$243 milhões) se comparadas com o mês de agosto, podendo-se inferir que as importações físicas não apresentarão significativas alterações no fechamento do mês de setembro. No entanto, o comportamento das exportações contratadas não tem sinalizado a mesma tendência no mês de setembro. As médias diárias de exportações contratadas reduziu significativamente para US\$205 milhões, o que acentuará a tendência descendente das contratações de exportações, indicando um cenário desfavorável para as exportações físicas nos próximos períodos (conforme mostra o gráfico abaixo).



V.II - Cupom Cambial: Definindo e Simulando

Em linhas gerais, pode-se dizer que o cupom cambial é responsável pela remuneração do investidor externo no país. Para fins de cálculo, deve-se primeiro calcular o valor do cupom cambial bruto, em termos percentuais, considerando a taxa média mensal de juros e a desvalorização cambial nominal mensal, para depois calcular o valor do cupom cambial líquido. Para fins de cálculo do cupom líquido, deve-se: (1) deduzir da taxa de juros nominal o imposto de renda na fonte (alíquota de 15%); (2) anualizar a rentabilidade; (3) deduzir o valor do IOF (alíquota de 2%).

Em abril deste ano, com o propósito de estimular a entrada de capitais no país, foram reduzidas as alíquotas de IOF sobre as captações de recursos externos, que passaram de 7% para 2%. De acordo com a mudança, ficou instituído de pagar somente 2% o capital estrangeiro convertido em reais e ingressado no país para aplicações em fundos de renda fixa, operações interbancárias feitas entre instituições financeiras no

exterior e bancos autorizados a operar em câmbio no país e para constituição, no país, de disponibilidades de curto prazo de residentes no exterior.

A partir dos dados de taxas de juros, desvalorizações cambiais e IOF, pode-se constituir uma série de matrizes que explicitam diversos valores do cupom cambial em diferentes cenários. A nível de exemplificação, pode-se fazer uma simulação com os dados vigentes na época da alteração do IOF, para se inferir qual a modificação que a introdução da nova alíquota deste imposto causou sobre o cupom cambial líquido.

A princípio, pode-se estabelecer o valor do cupom cambial bruto, considerando que a taxa de juros Selic sofra um descolamento da TBC (nos níveis de 1,58% a.m. àquela época) de 0,04 para cima e para baixo e considerando também alguns níveis de desvalorização cambial média mensal.

Desvalorização	Taxa de Juros		
	1,54%	1,58%	1,62%
0,55	12,48	13,01	13,54
0,60	11,81	12,34	12,87
0,65	11,14	11,67	12,20
0,70	10,48	11,01	11,53

Fonte: Banco de Investimento Fonte Cindam

Percebe-se, então, que antes de se deduzir o imposto de renda na fonte e o IOF, o valor do cupom cambial, para uma taxa de juros de 1,58% a.m. e para uma desvalorização média de 0,60%, era de 12,34. Percebe-se também que um aumento da taxa de juros ou uma valorização nominal do câmbio tornam o cupom cambial mais atrativo aos investidores externos, *ceteris paribus*.

Após a determinação do cupom cambial bruto calcula-se o valor do cupom líquido, tomando por base as alíquotas de 15% do imposto de renda na fonte e de 2% do IOF.

Cupom Cambial Líquido

Desvalorização	Taxa de Juros		
	1,54%	1,58%	1,62%
0,50	8,10	8,55	8,99
0,55	7,46	7,90	8,35
0,60	6,82	7,26	7,70
0,65	6,18	6,62	7,06
0,70	5,55	5,99	6,43

Fonte: Banco de Investimento Fontes Cindam

Dessa forma, constata-se que a rentabilidade do cupom cambial reduziu em função da pagamento dos tributos acima mencionados, passando de 12,34 para 7,26. Vale notar também, na tabela abaixo, a grande diferença entre as rentabilidades do cupom pré (1,79) e pós (7,26) mudança da alíquota do IOF, mantidas a desvalorização de 0,60% a.m. e a taxa de juros de 1,58% a.m., observando-se que houve um considerável aumento de atratividade para o investidor externo após a introdução da nova alíquota.

Cupom Cambial Líquido (com desv. de 0,6%a.m.)

IOF	Taxa de Juros		
	1,54%	1,58%	1,62%
7%	1,37	1,79	2,21
2%	6,82	7,26	7,70
0%	9,00	9,45	9,90

Fonte: Banco de Investimento Fontes Cindam

Portanto, a maior possibilidade de estimular o ingresso de capitais externos aliada à interrupção da tendência decrescente das taxas de juros básicas da economia e ao crescente fluxo de capitais provenientes do processo de privatizações contribuíam para favorecer o financiamento do déficit em transações correntes do balanço de pagamentos através da conta capital.

VI - TURBULÊNCIAS GLOBAIS VS. MANUTENÇÃO DA POLÍTICA CAMBIAL

VI.I - A Crise Asiática

VI.I.I - Sudeste da Ásia vs. Brasil

O início do 2º semestre de 1997 foi marcado por crescentes dúvidas acerca da condução da política econômica brasileira e, mais especificamente, da política cambial, em função de uma grave crise vivenciada pelos países do Sudeste asiático.

Para início de análise, vale fazer um breve comentário da situação em que esses países se encontravam às vésperas da crise. Países estes que ficaram conhecidos como tigres asiáticos pelo amplo processo de crescimento e modernização que atravessaram, a partir de meados da década de 80, em função dos processos de privatização, ajuste fiscal, ausência de austeridade na política monetária, alto crescimento do setor exportador manufatureiro, mão-de-obra barata e abundante e falta de regulamentação do sistema financeiro, que permitia o ingresso do capital especulativo de curto prazo.

A Tailândia, um dos países asiáticos pioneiros no processo de crescimento na década de 80, continuou a apresentar altas taxas de crescimento ao longo da década de 90, alcançando 7,4% em 1996. Um fato que merece destaque é sua expressiva taxa de

poupança (34,5% do PIB), além dos baixos níveis de inflação (4,8%). Apesar de estar em boa situação no cenário interno, a Tailândia não se encontrava em boa condição externa. Possuía um déficit em conta corrente como proporção do PIB elevadíssimo (13,4% em 1995 e 8,1% em 1996) e o que é pior, o financiava com empréstimos de baixa qualidade, geralmente destinados a construções de residências ou ao setor varejista, sendo, em grande parte, de curto prazo. Além disso, a Tailândia possuía um nível de reservas internacionais que só eram capazes de financiar 5 meses de importações ao final de 1996.

Da mesma forma que a Tailândia, as Filipinas evidenciavam um quadro interno muito bom, a despeito de sua fragilidade externa. Crescia a taxas impressionantes, atingindo 14,9% em 1996, com elevada taxa de investimento em proporção do PIB (25%). As taxas de inflação eram relativamente moderadas (8,4%) e através de um processo de ajustamento econômico com ênfase em privatizações e ajuste fiscal, as Filipinas reduziram fortemente o déficit público (que alcançou 1,3% do PIB), bem como as taxas de juros. No entanto, dentre os países asiáticos, as Filipinas eram o país que apresentava menor relação entre reservas internacionais e importações, promovendo um financiamento de apenas 3 meses.

A Malásia também apresentava taxas de crescimento elevadas (8,2% em 1996), com alto grau de educação da população e taxas de inflação baixíssimas (3,3%). Realizou um processo de estabilização ancorado em modelos de privatização na área de serviços de infra-estrutura e em modelos de ajuste fiscal. Apesar dos bons resultados, a Malásia possuía um alto déficit em conta corrente (5,6% do PIB) financiado com capitais de curto prazo, bem como uma baixa razão reservas/importações (equivalente a 4 meses de financiamento).

A Indonésia, apesar de ser o país, dentre os já citados, que apresentava o maior PIB e apesar de apresentar elevado crescimento (13,8% em 1996), era o país que mais necessitava de investimentos em infra-estrutura, principalmente nas áreas de telecomunicação e eletricidade. As taxas de inflação eram moderadas (7,9%) e os resultados fiscais e comerciais eram superavitários. No entanto, o déficit em transações correntes era crescente e as reservas, apesar dos contínuos aumentos, financiavam apenas 5 meses de importações.

Dessa forma, fica claro que, do ponto de vista interno, esses países estavam relativamente em melhor condição que o Brasil, principalmente quanto à questão do saneamento público. No entanto, sob a ótica externa, o Brasil levava vantagens, bem como em alguns pontos internos, como no caso do sistema financeiro. O Brasil possuía um nível de reservas que eram capazes de financiar mais de dez meses de importações (*import cover*), mas o ponto principal que diferenciava fortemente o Brasil dos tigres asiáticos era o progressivo controle da qualidade do fluxo de capitais e o crescente saneamento do sistema financeiro, que estavam provocando uma significativa redução da entrada de capital volátil no país, dando prioridade ao capital de médio e longo prazo.

Especificamente quanto à questão do sistema financeiro, os bancos dos países do Sudeste asiático recorreram inúmeras vezes às operações ativas dos seus bancos centrais destinadas a socorrer instituições financeiras com problemas de liquidez. Já no caso do Brasil, o Proer - um programa de reestruturação do sistema financeiro nacional através de assistência às instituições financeiras - não destinou nem metade dos recursos que os bancos centrais asiáticos destinavam. Além disso, o crédito total (privado ou público) do sistema financeiro nacional ao setor privado brasileiro mantém-se praticamente constante em aproximadamente 31% do PIB desde o início do Plano Real. Essa relação permite

avaliar que o sistema financeiro brasileiro realmente se encontrava em situações mais vantajosas que os países do Sudeste asiático, uma vez que o crédito total como proporção do PIB nesses países era muito mais alto, tornando frágeis os sistemas financeiros locais.

VI.I.II - A Crise

Não há como se inferir, com precisão, quais seriam as verdadeiras origens da crise monetária e econômica que está em andamento na Ásia. Mas, ao que tudo indica, elas devem ter se iniciado em meados de 1994 com a desvalorização de 40% da moeda chinesa, agravando-se do início de 1995 até o final de 1996 com a desvalorização de aproximadamente 25% do iene japonês. A crescente tendência de deterioração das duas principais economias do continente asiático causou uma forte pressão competitiva ao resto dos países da região, prejudicando suas contas externas, especialmente na Coreia do Sul e no Sudeste asiático.

A grave situação dos países do Sudeste asiático levou a capitalização das bolsas de valores desses países a reduzir drasticamente, nos meses de julho e agosto, algo em torno de 30 a 60%. E acabou gerando o início de um vício dramático, onde a queda das bolsas era sempre seguida por uma desvalorização das moedas locais frente ao dólar. A primeira moeda a sofrer desse mal foi o baht tailandês, seguido do ringgit malaio, da rúpia indonésia, do peso filipino e do dólar de Cingapura, que acabaram atingindo seus valores mais baixos em toda a história.

A fragilidade dos sistemas financeiros do Sudeste da Ásia cresciam à medida que aumentavam as dívidas dos bancos em dólar e os investidores estrangeiros, receosos com a possibilidade de perder dinheiro no câmbio, desfaziam-se de suas ações. Era assim que

o círculo vicioso se iniciava, pois bastava uma moeda se desvalorizar que os investidores externos antecipavam uma depreciação das outras moedas regionais e vendiam suas ações para evitar perdas no câmbio. Mesmo com a rápida saída dos investidores, estima-se que suas perdas tenham sido elevadas: aproximadamente US\$30 bilhões nos meses de julho e agosto.

A Tailândia foi um dos países mais afetados pela crise. O baht tailandês desvalorizou-se cerca de 20% de julho a setembro e, apenas nas duas últimas semanas de agosto, a Tailândia perdeu US\$2 bilhões de reservas internacionais. Tais desvalorizações das moedas asiáticas frente ao dólar contribuíram para o fortalecimento deste devido a sua maior procura pelos investidores e pelas conseqüências que a retração das economias asiáticas passaram a ter sobre o Japão (que promove uma necessidade maior do Japão exportar suas mercadorias para outros mercados que não os asiáticos, em função da redução das importações desses países, fazendo com que o iene japonês se enfraqueça frente ao dólar).

Em linhas gerais, este foi um grande alarme para a economia brasileira, na medida em que o Brasil possuía algumas semelhanças com esses países, principalmente quanto à dependência do capital externo como forma de financiamento do balanço de pagamentos e quanto ao crescente déficit em transações correntes. Os rumores a respeito de uma possível mudança de rumo na política cambial intensificaram-se. Tornaram-se muitas as dúvidas quanto a uma possível desvalorização do real frente ao dólar, acompanhando o movimento asiático.

VI.II - O ataque especulativo

A princípio, deve-se enfatizar que as incertezas geradas no mercado financeiro brasileiro a respeito de possíveis ataques especulativos eram fruto de fatores exógenos à economia nacional. É claro que os investidores externos possuíam um certo grau de cautela acerca do desempenho interno da economia, mas, naquele momento, não era este o centro das preocupações. O grande temor referia-se a um possível efeito “contágio” que a economia brasileira poderia vir a sofrer em função dos ruídos propagados pela crise asiática.

Entende-se por ataque especulativo contra a moeda nacional uma fuga maciça de capitais do país ou, em última instância, uma enorme venda de reais, que implicaria no especulador ter que ficar comprado em dólares e vendido em reais, que provocam, inevitavelmente, maiores pressões por desvalorizações cambiais.

Ao promover uma iniciativa especulativa, o maior objetivo dos especuladores é aproveitar o ambiente de incerteza e fragilidade em torno da moeda e fazer apostas de que ocorrerá uma desvalorização cambial. A partir daí, inicia-se um círculo vicioso e destrutivo. À medida que mais e mais especuladores apostam na desvalorização, mais a expectativa de depreciação cresce e vice-versa. Em linhas gerais, inicia-se um processo de venda de ações, compra de dólares etc, tudo motivado pela crescente expectativa de desvalorização cambial. Se o governo não dispuser de instrumentos eficazes para deter esse surto especulativo, acaba decretando uma maxidesvalorização, e os especuladores acabam lucrando, principalmente através dos contratos futuros de dólar, por terem apostado numa cotação baixa para a moeda local com alguns meses de antecedência.

No entanto, o governo brasileiro dispõe de mecanismos suficientemente flexíveis no curto prazo para combater um eventual ataque especulativo sem alterar os rumos da atual política cambial. Poderia fazer uso de uma alta dos juros para elevar a atratividade do Brasil comparativamente aos países externos (elevando o cupom cambial); poderia oferecer *hedge* (proteção do capital) aos investidores, através de leilões de títulos cambiais do Tesouro ou do Banco Central que fornecem meios às instituições financeiras, que possuem passivos em dólar, de equilibrar seu risco ante uma possível desvalorização cambial; e poderia, também, vender dólares para garantir o equilíbrio entre oferta e procura de divisas no mercado de câmbio.

Sabe-se que ao se adotar quaisquer dessas medidas, o governo acaba influenciando outros segmentos da economia. No entanto, não cabe analisar, por enquanto, quais os efeitos colaterais que essas medidas acarretariam sobre o resto da economia.

Especificamente no período pós-crise asiática, o mercado financeiro brasileiro encontrava-se receoso quanto a uma possível iniciativa especulativa contra o real em função de alguns elementos cruciais, como por exemplo a alta concentração de liquidez nos mercados futuros (na BM&F - Bolsa de Mercadorias e Futuros - 80% do mercado de câmbio se concentrava nos vencimentos de 30-60 dias) e também pela demanda por *hedge* estar aumentando substancialmente, pressionando os prêmios dos contratos futuros de câmbio acima do teto da intrabanda cambial (o que, conseqüentemente, aumenta a pressão por desvalorização).

VI.III - A Posição do Brasil Frente à Crise

O governo brasileiro continuou firme na sua posição de defender o real e não alterou os rumos da política cambial. Essa decisão de manutenção da política foi

amplamente reforçada com a posse de Gustavo Franco como presidente do Banco Central, em meados de agosto, substituindo o antigo presidente Gustavo Loyola. Em seu discurso, Franco deixou claro que o uso das âncoras monetária e cambial seriam permanentes a partir dali, mesmo depois do Brasil alcançar um certo grau de equilíbrio nos gastos públicos, no déficit em conta corrente e um nível bastante controlado de inflação. A entrada de Franco acabou por amenizar os temores de uma desvalorização do real, dando uma prova consistente de continuidade da política cambial. E já no final do mês de agosto, duas outras nomeações no Banco Central contribuíram para reforçar a permanência da atual política cambial. A Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado aprovou a indicação de Sérgio Darcy, para a diretoria de Normas, e de Demóstenes Madureira Pinho Neto, para a diretoria de Assuntos Internacionais. Ambos reiteraram o discurso da equipe econômica do governo, mantendo inalterada a política cambial.

Logo no início de setembro, o Banco Central enviou ao mercado mais um sinal de que procuraria evitar ao máximo qualquer especulação cambial, reduzindo de 4,46% para 2,6% a remuneração do excesso (acima de US\$5 milhões) de posições compradas das instituições bancárias em moedas estrangeiras (essencialmente dólares). Toda instituição tem o direito de ficar com US\$ 5 milhões guardados consigo ou em bancos estrangeiros, mas tudo o que exceder este limite está sujeito a um depósito compulsório junto ao Banco Central, seja no país ou no exterior. Por essa quantia depositada, o Banco Central remunera o banco com uma taxa que normalmente é prefixada pelo Banco Central para um mês inteiro. Como consequência dessa nova remuneração, houve queda no dólar negociado à vista e principalmente uma queda dos contratos futuros de dólar,

em virtude da desova de posições excedentes, contribuindo para desincentivar os bancos com posições compradas em excesso.

Com essa nova medida, o Banco Central teve por objetivo acalmar o mercado de câmbio, consolidando a manutenção da atual política cambial. O recém-nomeado diretor de Assuntos Internacionais rejeitou a idéia de que o câmbio estaria defasado, afirmando que “*o sucesso da nossa política cambial vem da credibilidade e da previsibilidade das regras*”. No que diz respeito ao déficit em transações correntes, Demóstenes afirmou que este não traz preocupações imediatas, uma vez que o fluxo de recursos externos que serão encaminhados ao Brasil nos próximos meses, através de investimentos diretos e privatizações, contribuem de modo decisivo para o seu financiamento.

Portanto, após a turbulência inicial ocasionada pela crise cambial asiática, o Brasil saiu ileso. A crise não trouxe dificuldades para o fluxo de ingresso de recursos externos ao Brasil e o que é melhor, a maior parte desses recursos são investimentos diretos e aplicações nas bolsas de valores, que acabam, em última instância, em poder do setor produtivo brasileiro.

Os bons resultados da economia no mês de agosto comprovaram a relativa rigidez do Brasil diante da crise. O fluxo cambial foi positivo, as reservas internacionais aumentaram para US\$64 bilhões, o déficit da balança comercial foi bem menor que o esperado (US\$350 milhões) e os índices de inflação registraram deflação.

Até mesmo o Fundo Monetário Internacional (FMI) não acreditava na possibilidade da crise do Sudeste da Ásia contagiar os países emergentes da América Latina, como é o caso do Brasil, segundo afirmações feitas pelo vice-diretor gerente do FMI na reunião anual deste órgão realizada em Hong-Kong. Afirmou também que,

segundo projeções feitas pelo FMI, o déficit em transações correntes brasileiro, que hoje encontra-se em 4,3% do PIB, alcançaria o patamar de 5% em fins de 1998, não considerando esse valor como comprometedor do sucesso do Plano devido ao modo sustentável com que ele tem sido financiado. Uma das únicas propostas que o FMI fez em relação à situação brasileira e que foi fruto de plena discórdia entre o vice-diretor gerente e Gustavo Franco foi quanto à liberalização dos fluxos de recursos que transitam na conta capital do balanço de pagamentos. Segundo Franco, que rejeitou tal proposta, se o Brasil tivesse adotado essa política de conversibilidade da conta capital, a forte entrada de recursos externos teria provocado uma pressão ainda maior sobre a taxa de câmbio e sobre o déficit em transações correntes.

No início do mês de outubro, o mercado já parecia sinalizar que as incertezas com relação a condução da política monetária e cambial estavam sendo consumidas. O Banco Central aumentou a colocação de papéis indexados ao dólar, ofertando *hedge* de prazos mais alongados. Isso contribuiu positivamente tanto para reduzir o custo de carregamento da dívida pública, quanto para melhorar as expectativas do mercado, que acabou diminuindo a demanda por *hedge*, o que levou a uma queda no preço dos papéis cambiais negociados. A concentração dos contratos dos mercados futuros no primeiro vencimento começou a reduzir, diferentemente do que aconteceu no período imediatamente pós-crise asiática. As apostas nesse mercado passaram a não mais pressionar o teto da intrabanda cambial, sendo todas feitas dentro dos limites de correção de 0,6% a.m. acrescido de um prêmio de 50% no intervalo da intrabanda.

VI.IV - O Mercado Futuro de Câmbio

E por falar em mercado futuro de câmbio, o Banco Central já estava estudando formas de ampliar a sua atuação neste mercado, de modo a aperfeiçoá-lo para tentar serenizar a agitação que este estava provocando sobre o dia-a-dia da condução das políticas cambial e monetária, mesmo antes da turbulenta crise asiática. Com isso, o Banco Central tentava criar meios de pôr ordem no mercado, evitando maiores especulações e dificultando o surgimento de ataques especulativos contra o real.

Conforme já foi dito, eram muitas as especulações em torno não só do comportamento futuro da taxa de câmbio, como também dos resultados da balança comercial e das transações correntes do balanço de pagamentos. Assim, quando o mercado suspeitava de alguma mudança, criando percepções negativas dos investidores quanto a essas mudanças, estes procuravam se proteger comprando dólar no mercado futuro - o que gerava um número muito maior de compradores do que de vendedores, fazendo pressão para uma alta das cotações futuras.

Essas operações acabavam refletindo, posteriormente, na cotação física da moeda. Isso implicava numa venda, por parte do Banco Central, de papéis do Tesouro Nacional ou de seus próprios títulos indexados à taxa de câmbio com o objetivo de tentar amenizar os impactos especulativos. Como efeito colateral, havia, em decorrência dessas operações, uma alteração indesejada na composição da dívida pública, além de que essas vendas eram efetuadas somente depois de muito tempo, o que contribuía para que as incertezas já tivessem produzido seus efeitos no mercado. Outra forma do Banco Central tentar diminuir o efeito das especulações era vendendo dólares à vista, o que também não era muito satisfatório, já que esse tipo de operação tinha, por consequência, o

impacto monetário de enxugar reais da economia (mas cabe dizer que essa operação tem um caráter temporário porque, em geral, o Banco Central acaba fazendo operação inversa quando o mercado está mais calmo, resultando em um lucrativo “giro” para si).

Diante da agitação do mercado futuro de câmbio, o Banco Central praticamente não podia fazer nada, pois sua atuação limitava-se muito mais ao mercado físico. Mas como o mercado futuro acabava influenciando muito o mercado físico em função do clima de turbulência, o Banco Central passou a estudar, com base na experiência mexicana, modos de ampliar sua capacidade de atuação e de intervir no mercado futuro, sem tirar a liberdade da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), que não sofreria qualquer tipo de interferência direta do Banco Central.

Nesse sentido, os estudos sugeriam que o Banco Central passasse a adotar novos instrumentos, fazendo operações nos mercados a termo, futuro e de opções de dólar. Tais operações seriam feitas com seus *dealers*, com o objetivo de influir nas expectativas dos investidores sobre as diretrizes da política cambial e isso, certamente, poderia evitar grande parte dos impactos especulativos.

A atuação no mercado a termo não era tão cotada quanto a venda de opções e de contratos futuros de câmbio, por razões óbvias de envolver entrega física de recursos e promover efeitos monetários indesejados.

Nos contratos futuros de dólar, a data de liquidação e o valor são padronizados, além do que a data de liquidação é fixada pela PTax. O Banco Central poderia criar um produto que seria feito em dólares, ou em um valor em reais equivalente a dólares e o contrato futuro poderia, então, ser liquidado pelo valor ou pela diferença.

O Banco Central poderia também criar um leilão de prêmio para opções com vencimento em um determinado prazo. Dessa forma, os investidores que estivessem receosos e inseguros em relação ao comportamento futuro do dólar, poderiam aplicar no mercado de opções, onde pagariam um prêmio e ficariam protegidos. Esse era o instrumento que mais agradava a equipe econômica do Banco Central, já que lhe permitia obter uma boa receita de prêmios cobrados e desfazer surtos especulativos - dado que esse instrumento seria usado em momentos de maior agitação do mercado.

VI.V - “Clearing” de câmbio

Objetivando dar maior transparência à formação diária da taxa de câmbio e dar maior segurança às operações realizadas pelas instituições financeiras para amenizar os impactos de ações especulativas no mercado de câmbio, o Banco Central antecipou, no final do mês de setembro, que seria criada, em breve, uma espécie de câmara de compensação de câmbio - uma “clearing” de câmbio.

A “clearing” funcionará em duas áreas distintas: uma no Brasil, controlada pelo Banco Central, e outra nos EUA, com a participação de cinco instituições financeiras na liquidação diária das operações (concentrando mais de 90% das operações). Esse novo sistema já foi previamente definido entre o Banco Central e o *FED (Federal Reserve Board)* - o Banco Central norte-americano, que tem acompanhado todo o processo, inclusive na escolha das instituições financeiras que farão o trabalho no exterior. Com a implementação dessa nova sistemática, deverá haver melhor formação das taxas de câmbio no mercado, uma vez que as operações não devem ser mais integralmente dominadas pelos bancos estrangeiros como vinha acontecendo, o que prejudicava instituições de menor porte.

O funcionamento da câmara de compensação será feito da seguinte forma: dois dias após a compra de dólar por um banco, esta será diretamente debitada em sua conta de reserva bancária e, simultaneamente, haverá um crédito correspondente em uma conta no exterior em moeda estrangeira. Esse mecanismo oferece maior segurança aos bancos, uma vez que se alguma das pontas não tiver recursos para honrar o compromisso, a operação será automaticamente cancelada, além do que haverá uma redução dos custos dos bancos, conforme salientou Raymundo Magliano Filho, dirigente da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) em reunião com Gustavo Franco para acertar os detalhes do projeto.

VI.VI - Outros fundamentos contra ataques especulativos

Conforme já foi salientado, tanto a crise asiática, quanto as oscilações do mercado futuro de câmbio trouxeram à tona possibilidades de um ataque especulativo contra o real. Do ponto de vista de política cambial, foram citados os instrumentos pelos quais o Banco Central faz uso (e os que ainda pode vir a fazer) para descartar as eventuais especulações. Já foi mencionada também a enorme quantidade de reservas internacionais brasileiras, que cobrem doze meses de importações. No entanto, existem outros meios pelos quais o Banco Central pode atuar para realizar tal feito, como é o caso dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista e a prazo dos bancos comerciais.

Os depósitos compulsórios constituem-se num importante instrumento de política monetária, pois têm o papel fundamental de controlar a demanda interna da economia, e são hoje, o principal instrumento da âncora monetária do Plano Real. O saldo dos compulsórios recolhidos pelo Banco Central praticamente dobrou em quase três anos, sendo que equivale hoje a aproximadamente 80% do total de papel-moeda em poder do

público e de todos os depósitos à vista da economia. A partir do primeiro semestre de 1995, o governo promoveu uma elevação dos compulsórios sobre todas as formas de aplicações financeiras para conter o aquecimento da demanda interna. Tal medida acabou se tornando, em segunda instância, um precioso instrumento contra ataques especulativos.

Nos países do Sudeste asiático não havia restrição ao crédito em moeda local e os investidores, receosos quanto a precariedade das condições macroeconômicas das economias locais, tomavam empréstimos no sistema bancário, realizando, com estes recursos, aplicações em moeda estrangeira. Esses tipos de operações especulativas, bem como as condições adversas das economias asiáticas, propiciaram o surgimento das fortes desvalorizações das moedas daquela região e proporcionaram possibilidades de ganhos aos especuladores.

Diferentemente dos países asiáticos, são poucas as possibilidades de concessão de crédito interno no Brasil, pois através da aplicação dos compulsórios, os custos dos empréstimos são muito altos para os padrões internacionais, inibindo as ações dos especuladores por dificultar a alavancagem de suas posições. Além disso, no Brasil, apenas seis instituições bancárias (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Bradesco, Itaú, Unibanco e Real) respondem por mais de 60% de todos os créditos concedidos pelo sistema financeiro, tornando o mercado mais controlável pelo Banco Central e dificultando as iniciativas especulativas. Conseqüentemente, o real fica mais protegido. Portanto, os depósitos compulsórios têm sido um elemento muito importante para dar sustentabilidade ao Plano Real, não só por suas funções intrínsecas, como também pelas conseqüências benéficas que acabam gerando sobre a economia brasileira, do ponto de vista externo.

VI.VII - O *Crash* Global

VI.VII.I - As Bolsas de Valores: uma breve análise até o início do crash

De meados da década de 70 até o início do Plano Real, o governo federal foi o principal responsável pelo desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, direcionando a ele uma vasta gama de recursos incentivados (conhecidos como Fundos 157) e de recursos compulsórios através dos Fundos de Pensão e Seguradoras. O alto risco das aplicações nas bolsas devido ao ambiente de profunda instabilidade econômica e política, limitava a participação dos investidores privados.

Com a implementação do Plano Real, o clima de desarticulação político-econômica foi, gradativamente, se dissipando e a estabilização econômica viabilizou a concretização do processo de abertura econômica brasileira. As reais possibilidades de crescimento sustentado da economia brasileira chamaram a atenção do capital estrangeiro diante de um mercado amplamente globalizado e ditado pela nova ordem internacional do comércio. O Brasil tornou-se um mercado de oportunidades ao investimento externo, que atribuía um alto grau de confiança ao futuro do país.

Os bons resultados do Plano Real trouxeram consigo um enorme volume de capital estrangeiro aplicados nas bolsas de valores brasileiras. O mercado acionário brasileiro passou a ser amplamente influenciado pelo comportamento do capital estrangeiro, pois os recursos migravam para as economias que apresentavam as melhores relações risco-retorno e o Brasil estava inserido nesse contexto. Em exatos três anos de Plano, o índice Bovespa (formado pelas ações mais negociadas em São Paulo) quase quadruplicou, passando de 3.300 pontos para 12.800 pontos, com alto nível de liquidez. Já os recursos estrangeiros aplicados nas bolsas mais que quadruplicaram, passando de

aproximadamente US\$5,5 bilhões em 1993 para US\$35 bilhões no início de julho deste ano, constituindo-se nos principais responsáveis pela valorização do índice Bovespa.

VI.VII.II - Antecedentes

Quando se diz que o Brasil saiu relativamente ileso da crise cambial asiática, está-se afirmando apenas que o Brasil não sofreu o “efeito contágio” que se pensava, mas não se está sugerindo que a crise tivesse, definitivamente, cessado.

Antes da recente crise global, iniciada no final do mês de outubro, que detonou um *crash* nas bolsas de valores do mundo inteiro, havia se formado um consenso de que os problemas advindos do Sudeste asiático eram, na sua maioria, de caráter regional. Questionava-se se a crise era fruto de um movimento cíclico ou se era proveniente de um esgotamento do modelo (do antigo modelo asiático, que havia criado possibilidades dos países do Sudeste asiático crescerem a taxas elevadíssimas na década de 80). Não se tinha, portanto, nenhuma previsão concreta de que a crise iniciada no Sudeste da Ásia poderia ainda causar impactos negativos sobre o resto das economias emergentes, e, muito menos, sobre o resto da economia mundial.

Nesse estágio mais adiantado da crise asiática, a Tailândia era, sem dúvidas, o país que abrigava a crise mais aguda. Os ataques à moeda local tornavam-se cada vez mais freqüentes. As bolsas tailandesas sofriam quedas violentas e o governo local enfraquecia-se a cada novo ataque especulativo. A disputa interna pelo poder tornou-se cada vez mais acirrada, mas poucas têm sido as esperanças de que uma reforma ministerial completa geraria soluções mais rápidas e mais eficazes para o crescente volume de problemas enfrentados pela economia tailandesa.

Seguindo o mesmo rumo que a Tailândia, as economias mais frágeis da região também sofriam contínuas desvalorizações cambiais e violentas quedas em suas respectivas bolsas de valores. E diante de um quadro de profunda instabilidade política e social, outras economias, consideradas, a princípio, inatingíveis, também começaram a mostrar indícios de que não eram tão sólidas quanto se admitia. Dentre essas economias encontrava-se Hong Kong.

Hong Kong era considerada um símbolo do mercado e da globalização dos capitais internacionais, constituindo-se no quinto maior centro financeiro do mundo e maior centro de negócios da Ásia. Uma das peculiaridades de sua economia, que alimentava as iniciativas especulativas, era o valor surreal atribuído aos imóveis, estimados em 50% de sobrevalorização. Do ponto de vista cambial, há 14 anos, o dólar de Hong Kong praticamente mantém uma paridade nominal em relação ao dólar americano de HK\$7,80 por US\$1,00. A Autoridade Monetária de Hong Kong procurava manter a política cambial inalterada, dispondo de US\$85 bilhões de reservas internacionais próprias e US\$120 bilhões de reservas da China (caso fosse preciso para defender a moeda contra ataques especulativos).

VI.VII.III - A Contaminação dos Mercados Financeiros Globais

No dia 23 de outubro, os especuladores cambiais acabaram provocando um novo ataque especulativo contra as moedas dos países asiáticos, só que, desta vez, foi justamente contra o dólar de Hong Kong, que acabou promovendo uma forte queda do mercado acionário local (13,7%), arrastando consigo as demais bolsas de valores internacionais. Esta elevada queda não foi fruto exclusivamente de uma possível sobrevalorização das ações negociadas em Hong Kong, mas foi principalmente causada

por uma expectativa generalizada de que o dólar de Hong Kong iria seguir o mesmo caminho que as outras moedas asiáticas e desvalorizar-se. No entanto, diferentemente dos demais países asiáticos, o governo de Hong Kong optou por não provocar uma máxidesvalorização, elevando a taxa de juros de 8% a.a. para 120% a.a., voltando para o antigo patamar três dias depois.

A turbulência financeira iniciada em Hong Kong repercutiu negativamente no mundo inteiro, mas foi agravada no dia 27 de outubro em Nova Iorque, ficando este dia conhecido como a “*black monday*”. O índice *Dow Jones* da bolsa de valores de Nova Iorque (que reúne 30 ações industriais) caiu a absurda marca (para os padrões norte-americanos) de 554 pontos ou 7,18%, fazendo com que os negócios fossem suspensos até o dia seguinte para evitar maiores quedas. Em termos absolutos, as ações norte-americanas desvalorizaram-se aproximadamente US\$700 bilhões, o que equivale a mais de 90% do PIB brasileiro.

As subseqüentes quedas das bolsas internacionais mostraram os amargos efeitos de uma economia mundial cada vez mais globalizada. Não só os acontecimentos reais e as informações verdadeiras, como também as incertezas e os boatos percorreram o mundo com uma velocidade imprevisível e acabaram por provocar uma enorme e devastadora onda de quedas de mercados acionários e desvalorizações maciças de ações. Paul Krugman, economista americano e professor do *MIT* (Instituto de Tecnologia de Massachussets) criou o termo “bahtulismo” para designar os efeitos perversos do capitalismo global, que derrubaram as bolsas no mês de outubro.

O Brasil foi o país que pior se saiu na crise: o índice Bovespa caiu a expressiva marca de 14,97% (superando até a queda de Hong Kong), provocando a saída de R\$38

bilhões das bolsas apenas na “*black monday*” e de R\$92 bilhões em apenas quatro dias, fazendo com que as ações se desvalorizassem R\$70 bilhões.

Após a crise ter sido deflagrada pelas quedas das bolsas de valores de Hong Kong e, principalmente, Nova Iorque, outra economia asiática passou a ser o epicentro das turbulências: a Coreia. A interdependência das economias asiáticas impediu que qualquer uma delas ficasse imune ao efeito “contágio” propagado pela crise, ainda mais quando se trata de uma economia com desordem financeira e crises institucionais como a Coreia.

Dizia-se que o Brasil seria o próximo país emergente a sofrer uma maxidesvalorização cambial, o que acelerou a iniciativa dos especuladores. O Banco Central, com o objetivo de manter o compromisso de deixar a política cambial inalterada, teve que realizar, apenas no dia 28 de outubro, sete leilões consecutivos de venda de dólares (que somaram aproximadamente US\$10 bilhões) para conter um eventual desequilíbrio entre oferta e demanda por dólares e, assim, evitar uma mudança mais radical na taxa de câmbio. A oferta de dólares nos mercados de câmbio comercial e flutuante destinou-se basicamente a quem necessitava de liquidez internacional e a venda de títulos públicos cambiais feita pelo Banco Central foi direcionada àqueles que recorriam a *hedge* cambial de longo prazo (especificamente empresas e investidores que detinham passivos cambiais).

Do total do volume de dólares vendido, grande parte foi para o exterior. Dessa forma, o Banco Central teve que gastar uma grande quantia de reservas internacionais para desfazer as apostas dos especuladores e defender o real. Ainda não há uma avaliação oficial de quantos bilhões de dólares foram perdidos pelo Banco Central, mas as estimativas do mercado financeiro giram em torno de um valor que vai desde os US\$4

bilhões (valor aproximadamente igual ao que foi gasto na crise do México, em dezembro de 1994) até a enorme quantia de US\$8 bilhões.

O Banco Central, na tentativa de inibir iniciativas especulativas e penalizar os investidores comprados em dólar, aumentou o lote mínimo para compra nos leilões cambiais (de US\$500 mil para o expressivo valor de US\$15 milhões) e promoveu a zeragem da remuneração dos depósitos de dólares, obrigatórios às posições acima de US\$5 milhões.

O principal motivo que levou à elevada queda da bolsa de São Paulo e ao esvaziamento das bolsas brasileiras foi a saída dos fundos de investimentos estrangeiros, que já haviam perdido grandes somas de dinheiro na crise asiática e optaram por sacar de suas aplicações para evitar maiores perdas, dado o alto grau de incerteza que se encontrava a economia brasileira. Os investidores estrangeiros resolveram desfazer-se de grande parte de seus negócios no Brasil para preservar o lucro de mais de 100%, segundo o índice Bovespa, que obtiveram nas aplicações no mercado acionário brasileiro nos últimos doze meses.

Com relação ao mercado de câmbio, as vendas financeiras no segmento livre registraram seu maior valor desde a implementação do Plano Real no que diz respeito às movimentações de apenas um dia (28 de outubro), alcançando a marca de US\$2,960 bilhões. Isso contribuiu fortemente para que o movimento total do mês de outubro no segmento financeiro fosse deficitário em US\$755 milhões. Dessa forma, o saldo total do mercado livre que, desde o fim do período compreendido entre a crise do México e a crise cambial de março de 1995 era superavitário, voltou a apresentar déficit (US\$1,644 bilhões), conforme mostra a tabela abaixo.

Câmbio Contratado
Mercado Livre (valores em US\$ mil)

	Saldo Total	Comercial	Financeiro
jan/97	948.965,00	(290.439,00)	1.239.404,00
fev/97	1.048.274,00	91.179,00	957.095,00
mar/97	1.172.634,00	(222,00)	1.172.856,00
abr/97	1.350.235,00	(114.011,00)	1.464.246,00
mai/97	1.803.255,00	85.756,00	1.717.499,00
jun/97	815.142,00	(637.228,00)	1.452.370,00
jul/97	3.553.085,00	(1.148.471,00)	4.701.556,00
ago/97	3.964.075,00	(470.175,00)	4.434.250,00
set/97	612.407,00	(756.529,00)	1.368.936,00
out/97	(1.643.982,00)	(888.591,00)	(755.391,00)

Fonte: Sisbacen

VI.VII.IV - "Só Deus sabe quando os juros vão cair"

A afirmação acima é de Fernando Henrique Cardoso e refere-se a principal medida tomada pelo governo brasileiro frente ao *crash* das bolsas de valores.

Diante de um cenário de esvaziamento do capital estrangeiro do país, o governo optou por não desfazer de suas palavras e manter inalterada a política cambial. Além de não promover nenhuma desvalorização acentuada, defendendo o real através da já mencionada venda maciça de dólares, o governo optou pelo freio monetário para estancar a saída de dólares do Brasil. Essa decisão, além de confirmar a prioridade do governo de defender o real a qualquer custo, evidenciou que a lógica da estabilidade implica numa autonomia do Banco Central na tomada de decisões (mas com a prévia consulta a FHC).

Na reunião extraordinária do COPOM (Conselho de Política Monetária) de 30 de outubro, o governo decidiu aumentar a TBC (taxa de juros básica do Banco Central) em 93%, a qual passou de 1,58% para 3,05% a.m., bem como a TBAN (taxa de assistência

do Banco Central - referencial do redesconto bancário), que passou de 1,78% para 3,23% a.m.

Além do aumento dos juros como forma de reação à crise, o governo implementou também, no início do mês de novembro, um pacote fiscal restritivo destinado, entre outros motivos, a tentar proporcionar uma economia nas contas públicas, suavizando os efeitos deletérios que a manutenção de juros elevados trará sobre o pagamento dos encargos da dívida pública. O pacote estabeleceu medidas que visam promover um aumento do superávit primário (diferença entre receitas e despesas do governo) em cerca de R\$20 bilhões, o que equivale a 2,5% do PIB, através do aumento da arrecadação tributária e de corte de despesas.

A forte medida monetária contracionista resultou em uma taxa anual de juros da ordem de 43%, que implica em sérios riscos de retração da atividade econômica nos próximos períodos, principalmente nos setores mais sensíveis a crédito, como o setor automobilístico, o de varejo e o de eletroeletrônicos. E quanto maior for a permanência dos juros em patamares elevados, maior será a redução do crescimento econômico, que pode ser também atingido pelo pacote fiscal, devido às medidas de aumento da arrecadação tributária (como IR e IPI sobre bebidas e automóveis), que devem causar retração do consumo e das vendas industriais, principalmente.

Além da redução do consumo, deverá haver um aumento da inadimplência e da insolvência também, mas não cabe a este trabalho avaliar, com maiores detalhes, quais seriam todos os possíveis impactos, positivos ou negativos, que a economia brasileira estaria submetida. No entanto, o que deve ser salientado é o fato de que mesmo

correndo tais riscos, o governo optou pela contração monetária, não provocando alterações na política cambial.

Do ponto de vista externo, o aumento dos juros deverá provocar alguns efeitos positivos, na medida em que proporciona condições para melhorar o saldo da balança comercial no futuro próximo, através da diminuição das importações causada pela eventual redução do nível de atividade., contribuindo positivamente para uma possível redução do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos.

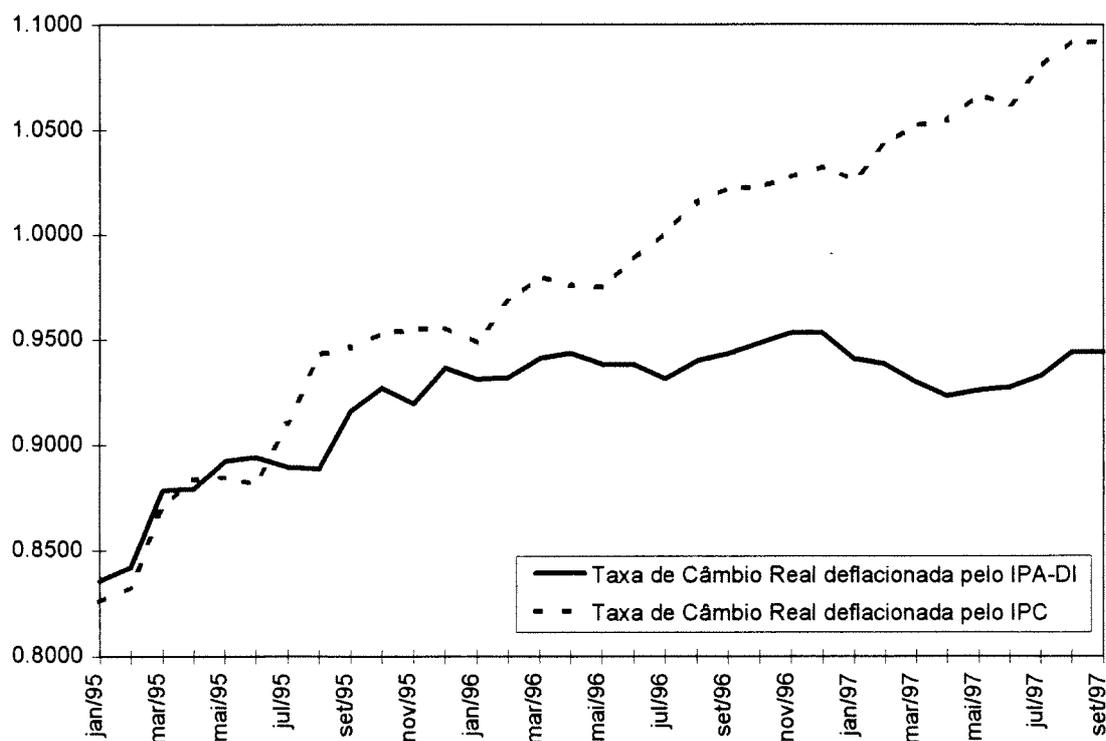
Mas ainda quanto ao setor externo, a permanência de uma percepção generalizada quanto ao risco externo brasileiro deverá provocar alguma dificuldade em rolar os vencimentos de eurobônus e *commercial papers* no final do ano (aproximadamente US\$4,8 bilhões), podendo prejudicar o desempenho das reservas internacionais nos próximos períodos.

Dessa forma, percebe-se claramente que o Banco Central elevou os juros com o intuito de proteger o real, ao mesmo tempo em que tem procurado sinalizar sua tendência decrescente ao longo do tempo, para não causar maiores efeitos colaterais sobre a economia. No entanto, tal redução só deve ser posta em prática quando o real estiver efetivamente protegido de possíveis ataques especulativos, simultaneamente a uma recuperação das movimentações de câmbio e das reservas internacionais. O Banco Central mantém-se rígido na sua posição de manter a política cambial inalterada.

VI.VII.V - O Desempenho do Setor Externo

VI.VII.V.I - Câmbio Embarcado: Melhoram as Expectativas

O ano de 1997 trouxe consigo uma crença cada vez maior de que a deterioração da balança comercial não estava tão intimamente relacionada com uma possível sobrevalorização da taxa de câmbio, como se argumentava no ano anterior. O gráfico a seguir mostra o comportamento da taxa de câmbio real, deflacionada pelo IPA-DI e pelo IPC (Fipe), de 1995 até o mês de setembro de 1997.



Dessa forma, no âmbito da condução da política cambial, deixou de existir uma necessidade emergencial de se avaliar o desempenho da balança comercial como pré-determinante dos níveis da taxa de câmbio. Tem-se dado, conforme será mostrado a seguir, maior relevância ao ritmo de crescimento do déficit em transações correntes e seu

padrão de financiamento. No entanto, é interessante fazer um breve comentário acerca do comportamento da balança comercial nos dez primeiros meses do ano.

Nesse período, o saldo comercial foi deficitário em US\$6,852 bilhões, evidenciando um comportamento ascendente das exportações, concomitantemente a uma tendência declinante das importações. No período acumulado deste ano, as vendas externas cresceram 11,1%, relativamente ao mesmo período do ano anterior, e as compras externas, 19,2%, sinalizando um desempenho decrescente verificado desde o início do segundo semestre deste ano.

Balança Comercial Saldos em US\$ mil

	Exportações	Importações	Saldo Comercial
Jan-Jun/97	24,786,000	28,673,000	(3,887,000)
Jul-Out/97	19,692,000	22,657,000	(2,965,000)
Acumulado em 1997	44,478,000	51,330,000	(6,852,000)

Fonte: BACEN

Um ponto interessante a salientar, que tem dissipado as dúvidas acerca do impacto negativo de uma possível sobrevalorização cambial sobre o saldo comercial, diz respeito ao bom resultado das exportações neste ano, apesar da valorização real da taxa de câmbio (1,1% até setembro deste ano, utilizando-se o IPA-DI e o *PPI - Producer Price Index* - norte-americano, como deflatores), conforme mostra o último gráfico. O crescimento das exportações neste ano tem sido reflexo da recuperação dos produtos manufaturados, da permanência de taxas de crescimento dos produtos básicos ainda elevadas e dos efeitos proporcionados pela desoneração tributária do ICMS. Já a perda de fôlego das importações reflete o fato de que o único componente que continua sem apresentar tendência decrescente são os bens de capital, estando todos os outros

(principalmente combustíveis e lubrificantes) apresentando sucessivos decréscimos neste ano.

Como já foi dito, a crise global dos mercados financeiros e o subsequente aumento dos juros trouxeram melhores perspectivas acerca dos resultados da balança comercial dos próximos períodos. Soma-se a isso, o recente aumento, decretado pelo governo, de 3 pontos percentuais no Imposto de Importação sobre cerca de 9.000 produtos abrangidos pela Tarifa Externa Comum, que deve contribuir para uma queda no ritmo de crescimento das importações.

Outro ponto positivo com relação ao desempenho futuro dos resultados da balança comercial diz respeito ao recente pacote econômico implementado pelo governo, cujas medidas adotadas não visam apenas o ajuste fiscal. O pacote também compreende medidas de incentivo às exportações, que podem ser sumarizadas em: (1) autorização para que os produtores de insumos às empresas exportadoras realizem operações de Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACCs); (2) regulamentação do seguro de crédito à exportação; (3) concessão de R\$400mi ao BNDES, para operar com recursos do PROEX; (4) manutenção de isenções tributárias às remessas ao exterior derivadas de contratos de exportação e captação de recursos externos; (5) estabelecimento de um fundo que garanta o financiamento das pequenas e médias empresas que desejem exportar.

Do ponto de vista das importações, vale ressaltar, também, os freqüentes ajustes que a Receita Federal tem realizado no volume importado desde janeiro deste ano. Isso se deve a falhas no Siscomex (Sistema de Comércio Exterior), que estaria superestimando o volume das importações. Dessa forma, a Receita Federal tem

promovido, a cada mês, inúmeros cancelamentos de Declarações de Importações (documento que o importador necessita registrar no Sistema da Receita Federal para ser autorizado a importar um determinado bem), dando maior transparência aos dados externos.

Portanto, não têm sido poucos os esforços para melhorar o resultado das contas externas brasileiras. Espera-se, com isso, que haja uma considerável melhora nos resultados da balança comercial em um futuro próximo, seja pelo lado de uma diminuição das importações, quanto de uma permanente expansão das exportações.

VI.VII.V.II - Os Impactos da Crise sobre o Balanço de Pagamentos

Balanço de Pagamentos - (valores em US\$ bilhões)

Descrição	Acum Ano	1996	1995	1994
Balança Comercial	-6,916	-5,541	-3,115	10,466
Exportação	44,479	47,747	46,506	43,545
Importação	51,395	53,288	49,621	33,079
Balanço de Serviços	-21,463	-21,583	-18,600	-14,743
Juros	-8,151	-12,763	-8,158	-6,338
Outros	-13,312	-11,743	-10,442	-8,405
Transportes	-3,618	-3,480	-3,200	-2,441
Lucros/Dividendos	-4,199	-2,373	-2,590	-2,483
Transf. Unilaterais	1,852	2,605	3,973	2,588
Transações Correntes	-26,527	-24,519	-17,742	-1,689
Conta de Capital	-	28,042	11,556	9,936
Direto	14,105	9,442	2,970	1,912
Carteira	7,824	6,118	4,753	5,079
Empréstimo Moeda	20,361	15,483	7,242	9,322
Saldo Parcial	42,290	31,043	14,965	16,313
Reservas Internacionais	53,690	60,110	51,840	38,806

Fonte: BACEN

Conforme já foi salientado, em função da elevada dependência do mercado financeiro brasileiro ao capital internacional, o Brasil foi um dos países que mais sofreu com as turbulências financeiras globais. Dessa forma, além dos impactos já mencionados

sobre a economia brasileira, pode-se fazer um breve relato acerca dos efeitos da crise sobre o desempenho do balanço de pagamentos.

O resultado do balanço de pagamentos do mês de outubro foi amplamente influenciado pelos movimentos ocorridos no final do mês, após o início da crise em Hong Kong. A grande saída de dólares do país provocou uma queda de US\$8,3 bilhões nas reservas internacionais em relação ao mês anterior, atingindo o valor de US\$53,7 bilhões no conceito de liquidez internacional. Tal redução foi fruto de uma forte atuação do Banco Central no mercado de câmbio, através de vendas líquidas de US\$7,1 bilhões e operações externas deficitárias em US\$1,2 bilhões. Para os próximos períodos, espera-se que a situação externa torne-se mais moderada, possibilitando uma resposta mais rápida do capital internacional ao aumento da taxa de juros doméstica. Pode-se observar pela tabela abaixo o grande volume (pela movimentação das contas CC-5 e do câmbio contratado no segmento flutuante) que saiu do país, em outubro, em função da crise dos mercados financeiros globais.

CC5 + FLUTUANTE
(SalDOS em US\$ mil)

jan/97	(2,665,024)
fev/97	(1,029,895)
mar/97	(974,746)
abr/97	(1,846,212)
mai/97	(1,371,177)
jun/97	(945,387)
jul/97	(1,624,971)
ago/97	(986,827)
set/97	(1,661,252)
out/97	(4,909,989)

Fonte: Sisbacen

O déficit em transações correntes foi de US\$3,820 bilhões, acumulando, nos últimos doze meses, US\$33,324 bilhões, o equivalente a 4,3% do PIB. Vale ressaltar que 85% do déficit do mês de outubro foi financiado pelo ingresso de investimentos diretos, que atingiram o maior valor no ano (US\$3,270 bilhões), dos quais US\$1,7 bilhões foram destinados a investimentos em privatização. Com isso, a necessidade de financiamento externo (soma da conta corrente e da conta de investimentos diretos) foi positiva, provocando uma retração, no valor acumulado nos últimos doze meses, para 2,13% do PIB.

Apesar do mercado financeiro encontrar-se mais sensível a possíveis flutuações após o *crash* global, os impactos deverão ser menores. Isso se deve, não só pela maior proteção proveniente do aumento dos juros, como também pelo fato de que os agentes financeiros praticamente zeraram suas posições de risco, diminuindo sua alavancagem.

A estratégia do Banco Central tem sido de apostar no coservadorismo da política cambial, posicionando-se cautelosamente frente ao desenrolar da crise, sem provocar alterações nos rumos da política cambial como possível resposta às oscilações de curto prazo.

CONCLUSÃO

Já era claro que as discussões acerca do Programa de Estabilização brasileiro tornar-se-iam cada vez mais acirradas a partir do dia trinta de junho de 1994 - dia em que o governo divulgou as medidas que compunham o Plano Real.

A criação de um instrumento eficiente na busca de evitar distorções de preços relativos por ocasião da troca de moeda, sem recorrer a mecanismos fracassados de Planos anteriores, trouxe uma perspectiva sólida de estabilização econômica. Nesse contexto, a adoção de uma âncora cambial, no auxílio ao combate da inflação, reforçou a confiança na nova moeda, bem como nos processos de desindexação e de eliminação da inércia inflacionária.

No transcorrer do Plano Real, a despeito da manutenção do controle dos preços, muitas foram as dúvidas depositadas nos rumos a ser seguidos pela política cambial. Não apenas do ponto de vista da própria operacionalização da política, ou seja, dos níveis estabelecidos para a taxa de câmbio como um dos principais instrumentos de política econômica, como também do ponto de vista das pressões exercidas sobre a moeda, em função das diversas crises externas que surtiram efeitos no Brasil.

Decorridos pouco mais de três anos de Plano, a confiança conferida à manutenção da atual política cambial tem sido freqüentemente abalada. Dissiparam-se as primeiras

dúvidas acerca do comprometimento do nível da taxa de câmbio com a deterioração das contas externas. Em contrapartida, elevaram-se, cada vez mais, as incertezas quanto a uma eventual necessidade de desvalorização, originada por turbulências externas. Intensificaram-se os temores quanto a possíveis ataques especulativos contra o real, colocando em risco a capacidade de sustentação do Plano.

Dessa forma, a política cambial, que antes era vista como um dos orgulhos nacionais por ter tornado o real uma moeda relativamente mais forte, passou a causar profunda desconfiança sobre os agentes econômicos. Como intermediador desse processo, a figura do governo tem sido muito importante para tentar sustentar a credibilidade do Plano. Disposto a manter intacta a bandeira da estabilização econômica, o governo tem insistido, veementemente, em sinalizar e conscientizar os agentes de que não promoverá nenhum ajuste mais radical na política cambial. A reação do Banco Central às adversidades da crise sinalizou, claramente, que a política cambial não será modificada, apesar dos custos econômicos e políticos intrínsecos às medidas contracionistas implementadas.

No presente momento, a despeito da lentidão da implementação das reformas constitucionais, o governo não tem necessidade de desvalorizar o câmbio, na medida em que os juros reais, o volume de reservas internacionais, o processo de saneamento financeiro, a aceleração do programa de privatizações e a boa qualidade do financiamento do déficit em transações correntes, asseguram um ambiente mais estável no curto prazo. Uma desvalorização mais acentuada seria vista como um indício de enfraquecimento da economia, se desvinculando de toda a lógica do Programa de Estabilização, o que significaria uma ruptura do Plano Real.

Os impactos inflacionários de uma forte depreciação seriam muito graves, sem, necessariamente, evitar uma eventual recessão nos próximos períodos, podendo iniciar um indesejado processo de estagflação na economia. Uma maxidesvalorização tornaria os preços dos produtos internos mais competitivos no cenário internacional, podendo surtir efeitos positivos sobre o saldo da balança comercial. No entanto, ao reduzir o preço dos produtos internos em dólar, em linhas gerais, os produtores brasileiros iniciariam um processo de aumento de preço dos produtos em reais, para manter o valor intrínseco dos produtos e compensar os efeitos da desvalorização, originando um inevitável processo de aceleração inflacionária. Ao que tudo indica, uma mudança na atual política cambial somente se justificaria caso o nível de reservas internacionais iniciasse uma forte tendência decrescente, o que não deve ser o caso.

Do ponto de vista político, o governo também não teria motivos para desvalorizar o câmbio, na medida em que significaria o fim do projeto econômico de FHC, diminuindo gradativamente suas pretensões à reeleição. Os principais condicionantes das decisões políticas têm sido os níveis de inflação atuais, bem como as expectativas de níveis futuros. Ao colocar em risco a permanência da estabilidade dos preços, o governo estaria, automaticamente, reduzindo sua popularidade. Ademais, a equipe econômica tem se mostrado bastante coesa, o que significa dizer que as recentes medidas implementadas possuíram amplo respaldo político, propriedade essencial para a manutenção da credibilidade dos Programas de Estabilização.

Desse modo, o governo deve continuar mantendo sua posição de defesa do real, mantendo inalterada a condução da política cambial. Quem sabe o governo não está mesmo seguindo os conselhos de Charles Chaplin, que dizia ser a persistência, o caminho do êxito?!

BIBLIOGRAFIA

- ANDIMA. Relatório Econômico - Plano Real. Outubro de 1994.
- ANDIMA. Relatório Econômico - Os Caminhos da Estabilização. Dezembro de 1995.
- ANDIMA. Relatório Econômico - Brasil para Investidores Estrangeiros. Maio de 1996.
- ANDIMA. Sinopses Mensais.
- BANCO BMC S.A. Cartas Mensais.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. O Banco Central e os Dois Anos do Real.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Diretoria de Assuntos Internacionais. Departamento de Câmbio. Análise do Mercado de Câmbio - divulgações trimestrais.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Boletim do Banco Central do Brasil - divulgações mensais.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sisbacen - banco de dados.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Notas para a Imprensa - divulgações mensais.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resenhas Econômicas - divulgações mensais.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Suplementos Estatísticos - divulgações mensais.
- BANCO CHASE. Publicações diversas.
- BANCO DE INVESTIMENTO FONTECINDAM S.A. Departamento Econômico. Comentários e Viewpoints - divulgações semanais e mensais.
- CNI - Departamento Econômico. Informes Conjunturais - divulgações mensais.
- FUNDAÇÃO CENTRO DE ESTUDOS DO COMÉRCIO EXTERIOR. Boletim Funcex de Câmbio - divulgações mensais.
- FUNDAÇÃO CENTRO DE ESTUDOS DO COMÉRCIO EXTERIOR. Boletim Funcex de Comércio Exterior - divulgações mensais.

- FUNDAÇÃO CENTRO DE ESTUDOS DO COMÉRCIO EXTERIOR. Textos para Discussão - publicações diversas.
- JORNAIS. Gazeta Mercantil e O Globo - publicações diárias.
- MINISTÉRIO DA INDÚSTRIA, COMÉRCIO E TURISMO - Secretaria de Comércio Exterior - Departamento de Operações de Comércio Exterior. Balança Comercial Brasileira.
- MINISTÉRIO DA INDÚSTRIA, COMÉRCIO E TURISMO - Secretaria de Comércio Exterior. MINISTÉRIO DA FAZENDA - Secretaria de Política Econômica. Balança Comercial Brasileira.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA - Secretaria de Política Econômica. Boletim de Acompanhamento Macroeconômico - divulgações mensais.
- PATRI CONSULTORIA. Publicações diversas.
- REVISTAS. Conjuntura Econômica - divulgações mensais. Veja e Isto É Dinheiro - divulgações semanais.
- TENDÊNCIAS CONSULTORIA INTEGRADA (Trend Consultoria Econômica; Tática Consultoria; Previsa Serviços Financeiros). Relatórios diários e banco de dados.
- VASQUEZ, José Lopes. Comércio Exterior Brasileiro. Editora Atlas S.A. 2ª edição. SP, 1997.