

Nº 28

**As propostas de
mudança no regime
cambial: uma
avaliação**

**Honório Kume e
Hugo Barros de
Castro Faria**

Janeiro de 1990

TEXTO PARA DISCUSSÃO INTERNA

AS PROPOSTAS DE MUDANÇA NO REGIME CAMBIAL: UMA AVALIAÇÃO

HONORIO KUME
HUGO BARROS DE CASTRO FARIA

JANEIRO/1990

Resumo

O estudo examina a aplicação da política cambial de mini desvalorizações iniciada em 1968 na economia brasileira. Argumenta que os problemas cambiais surgidos a partir de 1986 devem-se aos erros de aplicação na forma de indexação.

Em seguida, são examinadas as diferentes propostas de regimes cambiais: câmbio dual e livre fixação do câmbio. É proposta uma regra cambial de desvalorização como etapa preparatória da introdução do câmbio livre e que não comprometa o processo de liberalização das importações.

SUMÁRIO

AS PROPOSTAS DE MUDANÇA NO REGIME CAMBIAL: UMA AVALIAÇÃO

	pág.
1. Introdução	01
2. A natureza do problema cambial	03
3. O regime de câmbio dual	12
3.1. Introdução	12
3.2. Descrição das sugestões de câmbio dual	13
3.3. Observações finais	16
4. A taxa de câmbio livre	19
4.1. Introdução	19
4.2. A taxa de câmbio flutuante nos países em desenvolvimento	20
4.3. Observações finais	24
5. Considerações finais	26
6. Bibliografia	28

DESCRIÇÃO DAS TABELAS

nº	descrição	pág.
1.	Evolução da taxa de câmbio real no período 1968-85	04
2.	Indicadores do setor externo no período 1968-85	05
3.	Descrição da política cambial após o Plano Cruzado	08
4.	Defasagem cambial segundo os planos econômicos	09

DESCRIÇÃO DO GRÁFICO

nº	Gráfico	pág.
I.	Evolução da volatilidade da taxa de câmbio real no período janeiro-85 a julho-89	10

AS PROPOSTAS DE MUDANÇA NO REGIME CAMBIAL: UMA AVALIAÇÃO

1. INTRODUÇÃO

Na década de oitenta, o Brasil tem se defrontado frequentemente com crises no balanço de pagamentos, quer oriundas de choques externos como, por exemplo, o aumento da taxa de juros internacional ou a interrupção dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento, quer decorrentes de políticas domésticas como o congelamento aplicado nos Planos Cruzado e Verão, indicando a necessidade de um ajustamento na taxa de câmbio real.

O governo tem evitado a desvalorização cambial pelo seus impactos sobre a taxa de inflação e o déficit público, na medida que 81% do endividamento externo está concentrado no setor público. Este fato assume importância, principalmente, nos momentos de descontrole das políticas fiscal e monetária, como é usual na experiência brasileira recente.

Desta maneira, tem surgido propostas de alteração no regime cambial, como medida saneadora das contas externas. Uma delas é a sugestão do câmbio duplo: uma taxa livre para uma parcela ou grupo de produtos exportados e a parte restante vendida compulsoriamente à taxa oficial administrada pelo governo para atender as importações essenciais (petróleo, alimentos, etc.) e o pagamento dos juros externos. Assim, obtemos uma desvalorização real média no câmbio com efeitos atenuados sobre o nível de preços e as contas públicas. Uma sugestão mais radical é a livre determinação do câmbio assegurando um equilíbrio permanente no balanço de pagamentos, a ser implantada no contexto de um programa de estabilização macroeconômica ortodoxa.

Neste trabalho procuraremos apontar a natureza do problema cambial defrontado pela economia brasileira no período recente e avaliar as diversas propostas de modificação no regime cambial, em especial, a questão de câmbio duplo e câmbio livre.

Além desta nota introdutória, o estudo está dividido em quatro partes. Na seção II discutimos a regra de correção cambial baseada na teoria de paridade do poder de compra, aplicada desde o início das minidesvalorizações em 1968. Mostramos que, no período recente, devida a ausência de mudanças nos determinantes fundamentais da taxa de câmbio de equilíbrio, o problema cambial é fruto de erros na aplicação da forma de indexação. Na seção III avaliamos os custos e os benefícios taxa de câmbio dual e descrevemos as diversas sugestões apresentadas para uso desta modalidade. Na seção IV estudamos a possibilidade da aplicação de livre fixação de câmbio no Brasil. Finalmente, na seção V resumimos os principais resultados e sugerimos uma regra cambial que consideramos mais apropriada para o caso brasileiro.

2. A NATUREZA DO PROBLEMA CAMBIAL

No período 1968-78, o sistema de minidesvalorização, baseado no diferencial entre a inflação interna e externa⁽¹⁾ (paridade de do poder de compra), foi capaz de manter uma taxa de câmbio real estável. Dessa forma, os movimentos especulativos de capital de curto-prazo e as incertezas (preço) nas atividades de comércio exterior foram drasticamente reduzidos⁽²⁾. Entretanto, no período 1979-85, paralelo a um aumento no nível da taxa de câmbio, ocorreu uma maior volatilidade, medida pelo desvio-padrão. Os dados da Tabela 1 mostram uma desvalorização real de 21,3% e um aumento na volatilidade de 487,5% na relação cruzado/dólar entre os dois períodos⁽³⁾. Vale assinalar que, no triênio 1983-85, a taxa de câmbio real volta a se estabilizar com volatilidade próxima à vigente no período 1968-78.

A manutenção de uma taxa de câmbio estável depende de seus determinantes fundamentais que fixam o seu nível de equilíbrio, isto é, o valor que permite atingir um saldo em transações correntes compatível com um fluxo de capitais sustentável no longo-prazo⁽⁴⁾.

Os principais determinantes fundamentais são: as relações de troca; as transferências internacionais; a taxa de juros internacional; a política comercial doméstica (tarifas e subsídios às exportações); o controle cambial; as políticas fiscal e monetária; o progresso técnico; etc⁽⁵⁾. Desta maneira, a correção cambial baseada exclusivamente na paridade do poder de compra é válida: penas se não ocorrem modificações nesses determinantes fundamentais.

Na Tabela 2 podemos ver que o primeiro choque de petróleo inverte, em 1974-75, a fase favorável nos termos de troca

(1) As taxas de inflação podem ser aproximadas pelos índices de preços no atacado no Brasil e Estados Unidos (EUA).

(2) Ver, por exemplo, Coes (1979) que avalia a importância da redução da incerteza cambial no desempenho das exportações.

(3) Os dados da Tabela 1 sobre o cruzado/cesta de moedas indicam uma desvalorização real de 15,2% e um incremento de 47,7% no grau de volatilidade.

(4) Ver Williamson (1983).

(5) Ver Edwards (1989).

TABELA 1
EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO REAL NO PERÍODO 1968-85

BASE: 1980=100

ANOS	TAXA DE CÂMBIO REAL			
	NCZ\$/US\$		NCZ\$/CESTA DE MOEDAS	
1968	83,6		73,7	
1969	88,0		76,1	
1970	86,2		73,8	
1971	84,4		74,7	
1972	82,9		78,6	
1973	84,4		83,8	
1974	86,4		85,9	
1975	87,9		83,5	
1976	86,6		79,9	
1977	85,6		79,7	
1978	86,0		83,9	
1979	99,0		92,5	
1980	100,0		100,0	
1981	92,7		85,4	
1982	94,3		81,4	
1983	114,8		97,8	
1984	111,9		91,1	
1985	113,6		92,2	
	média	desvio-padrão	média	desvio-padrão
1968-1978	85,6	1,6	79,4	4,4
1979-1985	103,8	9,4	91,5	6,5
1983-1985	113,4	1,5	93,7	3,6

FONTE: DADOS DE TAXA DE CÂMBIO REAL Zini Jr. (1988), Tabela 2, pág. 63

TABELA 2
INDICADORES DO SETOR EXTERNO NO PERÍODO 1968-1985

Anos	Balanço Comercial (US\$ bilhões)	Balanço em Transações Correntes (US\$ bilhões)	Reservas Internacionais (US\$ bilhões)	Taxa de Juros-LIBOR (%)	Termos de Troca
1968	-0,2	-0,5	0,3	-	116,9
1969	0,1	-0,3	0,7	-	122,6
1970	-0,1	-0,6	1,2	-	135,9
1971	-0,7	-1,3	1,7	6,8	126,1
1972	-0,8	-1,5	4,2	5,9	144,6
1973	-0,9	-1,7	6,4	9,2	146,6
1974	-5,8	-7,1	5,2	10,1	129,5
1975	-5,0	-6,7	4,0	6,6	116,2
1976	-4,3	-6,1	6,5	5,4	130,5
1977	-1,8	-4,0	7,2	7,6	153,2
1978	-2,8	-5,9	11,9	12,5	131,8
1979	-5,3	-10,7	9,7	14,6	120,9
1980	-5,5	-12,8	5,8	16,4	100,0
1981	-1,6	-11,7	6,7	14,9	84,7
1982	-3,8	-16,3	4,0	13,4	82,3
1983	3,3	-6,8	4,4	9,9	82,2
1984	10,6	0,0	12,0	9,2	88,3
1985	9,6	-0,2	11,7	8,0	86,3

Fonte: CONJUNTURA ECONÔMICA, diversos números.

iniciada em 1968. Entretanto, a queda é temporária retomando a tendência crescente nos dois anos subsequentes. Ademais, a queda nas reservas internacionais⁽¹⁾ e o incremento na taxa de juros internacional também foram temporários⁽²⁾.

A partir de 1978, as relações de troca foram novamente afetadas pelo segundo choque de petróleo e pela queda nos preços dos produtos primários exportáveis. Na Tabela 2, os termos de troca indicam uma queda substancial neste período. Este fato e o aumento sem precedentes da taxa de juros no mercado financeiro mundial praticamente dobrou o déficit em transações correntes tornando-o insustentável no longo-prazo, fato comprovado pela diminuição sistemática do nível de reservas internacionais.

Nesta situação, há necessidade de um ajustamento na taxa de câmbio real⁽³⁾ que inviabiliza a manutenção da regra de paridade do poder de compra. Desta forma, o governo estabeleceu uma maxidesvalorização cambial de 30% em dezembro de 1979 cujo impacto foi substancialmente atenuado pela redução dos subsídios às exportações (eliminação do crédito-prêmio de IPI-ICM) e pelo fim do depósito-prévio requerido nas importações. A prefixação cambial em 1980 a níveis inferiores a taxa de inflação provocou uma sobrevalorização adicional.

Após o término do fluxo de recursos financeiros aos países em desenvolvimento, em consequência da moratória mexicana de setembro de 1982, o governo decretou uma nova maxidesvalorização cambial de 30% em fevereiro de 1983. Esta medida associada às políticas fiscal e monetária restritivas reduziram o déficit em transações correntes de US\$ 16,3 bilhões em 1982 para US\$ 6,8 bilhões em 1983. Nos dois anos subsequentes, o balanço de transações correntes manteve-se aproximadamente em equilíbrio.

(1) No período 1974-79, o hiato de recursos, medido pelo saldo no balanço comercial mais o balanço de serviços não-fatores, apresenta uma tendência decrescente, exceto em 1978, em decorrência da quebra da safra agrícola que prejudicou as exportações. Ver Simonsem (1979).

(2) No plano interno, as políticas fiscal e monetária foram expansionistas. Ver, por exemplo, Bonelli e Malan (1976).

(3) Uma mudança nos preços relativos entre bens comerciáveis e bens não-comerciáveis para alterar a composição do dispêndio.

No período 1983-85, a taxa de câmbio real (cruzado / dólar) manteve-se estável com relativo equilíbrio nas contas externas, favorecida pela queda dos encargos da dívida externa e uma pequena melhora nos termos de troca.

A partir de 1986, o problema cambial ressurgiu como resultado dos seguintes fatores:

a) o congelamento de câmbio decretado nos mal sucedidos Planos Cruzado e Verão;

b) o crescimento contínuo do nível de preços que provoca uma defasagem entre o indexador da taxa de câmbio e a taxa de inflação efetiva; e

c) o aumento da taxa de inflação que induz uma maior dispersão nos preços relativo e, por conseguinte, nos custos de produção resultando em perdas ou ganhos cambiais para os setores localizados nos extremos da distribuição de custos de produção⁽¹⁾.

Na Tabela 3 descrevemos as sete políticas cambiais anunciadas pelo governo desde o Plano Cruzado. Neste período, foram estabelecidas duas políticas de câmbio fixo em termos nominais e quatro regras de indexação. Além disso, foram efetuadas cinco correções cambiais para eliminar as defasagens acumuladas e duas desvalorizações compensatórias aos choques de preços e tarifas executadas nos inícios dos Planos Bresser e Verão.

Esta variedade de regras cambiais e a necessidade de desvalorizações compensatórias elevou a volatilidade da taxa de câmbio real, medida pelo desvio-padrão nos 24 meses imediatamente anteriores a cada instante de tempo, ampliando o grau de incerteza nas atividades de comércio exterior⁽²⁾. Podemos observar também na Tabela 4 que, as desvalorizações cambiais esporádicas efetuadas para eliminar a defasagem acumulada não foram suficientes, isto é, nos quatro programas econômicos Cruzado, Bresser, Mailson (arroz com feijão) e Verão ocorreram perdas cambiais do cruzado - dólar tanto com base no IPA-FGV como no INPC-IBGE. É interessante notar que de março-86 a dezembro-87, correspondente aos Planos Cruzado e Besser,

(1) Ver Kume (1988) e Kume (1989).

(2) Ver Gráfico 1.

TABELA 3
 DESCRIÇÃO DA POLÍTICA CAMBIAL APÓS O PLANO CRUZADO

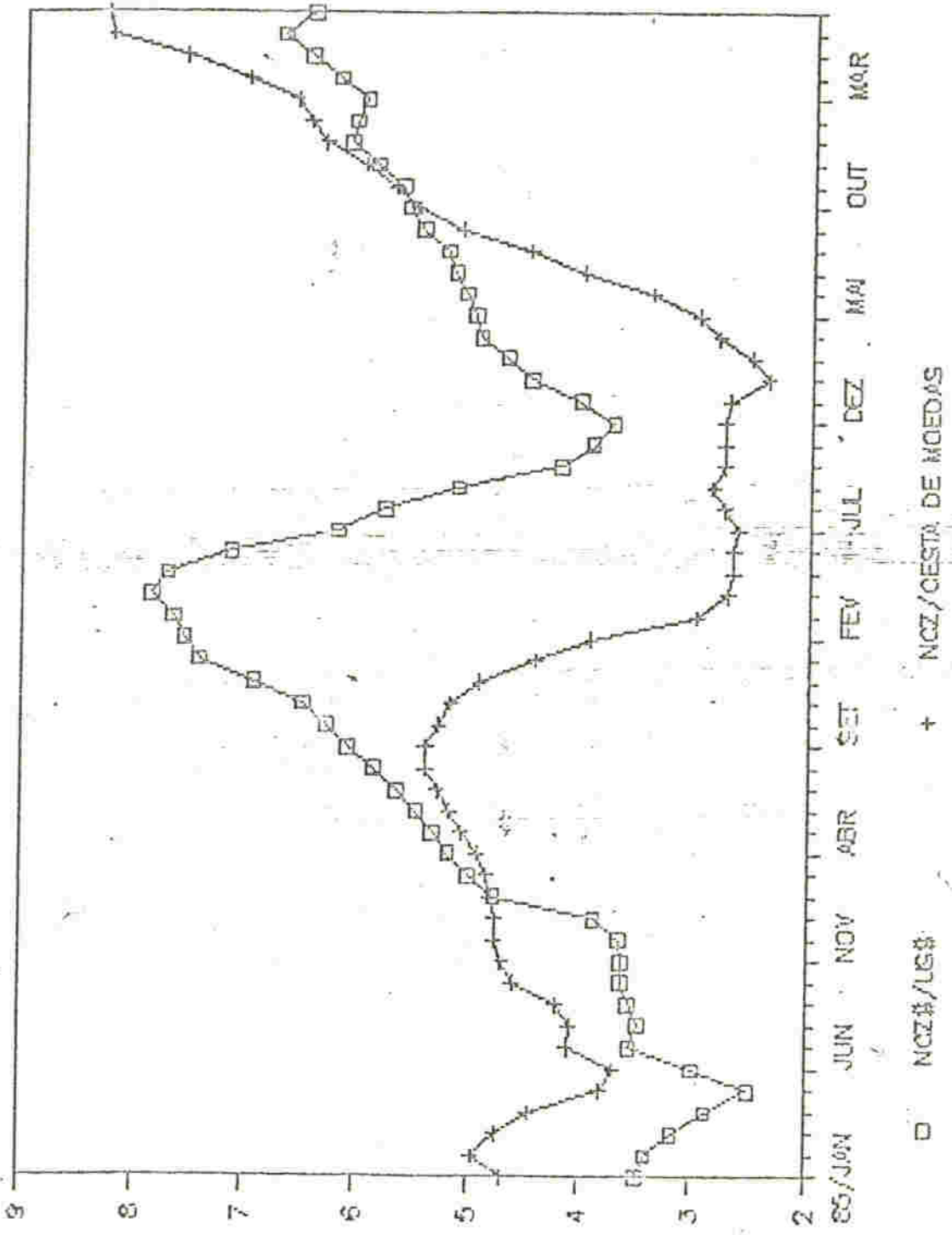
PLANO ECONÔMICO	PERÍODO	POLÍTICA CAMBIAL			
		REGRA DE CORREÇÃO	INDEXADOR	CORREÇÃO EXTRAORDINÁRIA	
				%	DATA
Cruzado I	1/março/86 a 15/novembro/86	congelada	-	1,81%	16/outubro/86
Cruzado II	16/novembro/86 a 31/dezembro/86	desvalorização diária	cesta de moedas e custo de produção dos exportáveis	-	-
Cruzado III	1/janeiro/87 a 15/junho/87	desvalorização diária	INPC-IBGE	8,49%	5/máio/87
Bresser	15/junho/87 a 30/dezembro/87	desvalorização diária	IPC-IBGE	9,50%	15/junho/87
Mailson (Arroz e feijão)	1/janeiro/88 a 15/janeiro/89	desvalorização diária	IPC-IBGE	-	-
Plano Verão	16/janeiro/88 a 30/abril/89	congelada	-	17,00%	16/janeiro/89
Plano Verão	5/máio/89 a 30/junho/89	desvalorizações 1/1 mitadas a 6 vezes ao mês	IGP-FGV	4,50%	12/máio/89
Plano Verão	1/Julho	desvalorizações diárias	ICP-IBGE	5,53% 11,98%	13/junho/89 1/julho/89

TABELA 4
 DEFASAGEM CAMBIAL SEGUNDO OS PLANOS ECONÔMICOS

EM%

PLANO ECONÔMICO	PERÍODO	Nº DE MESES	DEFASAGEM CAMBIAL							
			IPA-FGV		INPC-IBGE		IPA-FGV		INPC-IBGE	
			NCZ\$/US\$	NCZ\$/CESTA	NCZ\$/US\$	NCZ\$/CESTA	NCZ\$/US\$	NCZ\$/CESTA	NCZ\$/US\$	NCZ\$/CESTA
CRUZADO	março/86-junho/87	15	7,2	-0,4	10,3	1,0	7,2	-0,4	10,3	1,0
BRESSER	junho/87-dezembro/89	7	5,7	-0,1	3,5	-1,8	13,3	-0,5	14,2	-0,8
MAILSON (arroz e feijão)	janeiro/88-dezembro/88	11	10,4	14,1	5,2	8,9	25,1	13,5	20,1	8,0
VERÃO	dezembro/88-julho/89	7	7,5	12,5	18,1	23,9	34,5	27,7	41,8	33,8

GRÁFICO I
 EVOLUÇÃO DA VOLATILIDADE DA TAXA DE
 CÂMBIO REAL NO PERÍODO JANEIRO-85 A
 JULHO-89



a desvalorização do dólar frente às moedas européias e japonesa foi suficiente para compensar a sobrevalorização do cruzado em relação ao dólar. Em outras palavras, a taxa de câmbio efetiva (cruzado/cesta de moedas) manteve-se aproximadamente constante. No período de janeiro/88 a julho/89, ocorreu uma valorização de dólar frente às moedas conversíveis de modo que, a defasagem cambial medida pelo cruzado/cesta de moedas é superior à estimada pelo cruzado/dólar.

Em resumo, a diversidade das políticas cambiais executadas desde o Plano Cruzado ampliou a volatilidade da taxa de câmbio real e induziu uma contínua defasagem cuja acumulada alcançou até julho de 1989 um valor entre 27,7% a 41,8%, dependendo da taxa de câmbio e do índice de preço utilizado. Este resultado é baseado na paridade do poder de compra, pois não ocorreram mudanças importantes nos determinantes fundamentais neste período.

Dessa maneira, o atual problema cambial assume duas formas: um desalinhamento e maior volatilidade frutos de erros cometidos na execução da política cambial. Portanto, a solução dessa questão passa por uma correção desse desalinhamento e a adoção de regras estáveis de atualização cambial.

Entretanto, dado o grau de indexação generalizado e a falta de controle da política fiscal, modificações na taxa de câmbio nominais tendem a ser inflacionárias com poucos resultados no valor real e afetam o déficit público. É neste contexto que surgem as propostas de mudança no regime cambial: o câmbio dual e o câmbio livre.

3. O REGIME DE CÂMBIO DUAL

3.1. Introdução

Para evitar os efeitos dos movimentos de capitais (especulativos) de curto-prazo sobre o setor real, alguns países tem adotado duas taxas de câmbio; uma fixada pelo governo para as transações de bens e serviços; outra estabelecida livremente para as transações financeiras⁽¹⁾.

A taxa de câmbio flexível para os componentes da conta capital pode ser totalmente livre ou sofrer intervenções das autoridades monetárias. A variação das reservas internacionais no primeiro caso depende do saldo em conta-corrente, enquanto no segundo corresponde ao saldo no balanço global de pagamentos.

A intervenção governamental na taxa livre com reservas oriundas do saldo em contra-corrente pode resultar em ganhos ou perdas equivalentes ao montante de divisas utilizado multiplicado pelo prêmio ou desconto da taxa livre em relação à taxa oficial. É interessante assinalar que os lucros ou prejuízos da intervenção provocam impactos sobre a base monetária⁽²⁾ impedindo a desejada neutralidade do balanço de pagamentos sobre o estoque de moeda. Além disso, a manutenção de uma taxa financeira superior à taxa fixa corresponde a um subsídio à entrada de capital e a um imposto sobre a saída de capital.

Apesar destas restrições, a taxa de câmbio dual com intervenção que assegure o equilíbrio do balanço do pagamento, pode ser um instrumento eficaz, no curto-prazo, para a execução de uma política monetária voltada ao equilíbrio interno.

As principais dificuldades operacionais da política de câmbio duplo são: primeiro, a classificação das transações entre os

(1) É importante para uma determinação da taxa de câmbio flexível com propriedades de estabilidade, o pagamento de lucros e juros baseado na taxa de câmbio fixa. Assim sendo, quanto maior o diferencial entre as taxas de câmbio maior a rentabilidade do investimento ou empréstimo externo incentivando a entrada de novos capitais e reduzindo a disparidade entre as taxas.

(2) Na realidade afeta as contas das autoridades monetárias.

mercados que pode ser burlada parcialmente através do subfaturamento ou sobrefaturamento das exportações e importações; segundo, a expectativa de unificação das taxas de câmbio pode conduzir a movimentos de antecipação ou postergamento das transações com sérios reflexos sobre o saldo comercial. Nesse último caso, a manutenção do câmbio dual torna-se insustentável a médio-prazo. Ademais, uma divergência elevada entre ambas as taxas de câmbio pode provocar interferências governamentais discriminatórias propiciando o surgimento do mercado paralelo, fato que erode a confiança na taxa oficial e estimula a fuga de capitais.

No caso brasileiro, tarifas e subsídios às exportações diferenciadas resultam em taxas de câmbio múltiplas. No entanto, as propostas de câmbio dual foram apresentadas como substitutas à necessidade de uma desvalorização real, isto é, uma correção parcial do desalinhamento do câmbio que, ao mesmo tempo atenua os impactos sobre a taxa de inflação e o déficit público.

As propostas de aplicação do câmbio dual para o Brasil difere da forma tradicional, pois sugere-se uma taxa de câmbio administrada para a conta capital e uma taxa parcialmente livre para as transações correntes. A seguir, descrevemos as sugestões apresentadas.

3.2. Descrição das Sugestões de Câmbio Dual

i) A proposta de Langoni (1)

No modelo de câmbio dual surgido por Langoni, a taxa de câmbio de um grupo de produtos seria determinado através de leilões diários executados pelo Banco Central. Do lado da oferta, teríamos as divisas obtidas pelas empresas participantes do programa BEFIEX, que em troca renunciariam às vantagens fiscais acordadas, favorecendo o erário público. Em adição, teríamos as receitas do turismo estrangeiro. Do lado da demanda teríamos todas as importações desimpedidas de qualquer controle administrativo, sujeitas ape

(1) Ver Langoni (1988).

nas ao pagamento integral das tarifas.

A desvalorização real implícita na sugestão de Langoni favoreceria as exportações e manteria o controle sobre as importações através de critérios de mercado, favorecendo a modernização e a competitividade da indústria brasileira. Além disso, a ocorrência de leilões cambiais impulsionaria o mercado futuro e a criação de novos mecanismos financeiros em favor das operações externas.

As exportações restantes e as transações financeiras seriam efetuadas a taxa de câmbio fixa, ajustada apenas pela paridade de poder de compra. Desta forma, a desvalorização real na taxa livre não afetaria o custo doméstico do endividamento externo, e, por conseguinte, sem ônus sobre o déficit público.

Por último, após um programa de estabilização macroeconômica bem sucedido, Langoni sugere a unificação das taxas de câmbio, prevalecendo-se a livre flutuação.

ii) A proposta do Banco Mundial (1)

O documento do Banco Mundial indica a criação de um mercado de câmbio livre que abrigaria as importações não-essenciais (exclusive petróleo, alimentos e outros) e uma parcela da receita de exportações, cujo percentual dependeria do volume de importações essenciais e dos gastos com o pagamento dos juros incidentes sobre os empréstimos externos. As divisas livremente disponíveis poderiam ser fixadas de duas maneiras ou uma combinação delas: a primeira, como um percentual fixo sobre todas as exportações; a segunda, abrangeria as exportações cujos preços não são influenciados pela oferta brasileira (a maioria dos produtos manufaturados).

Os subsídios e quaisquer vantagens fiscais concedidos às exportações seriam eliminados, exceto aqueles vinculados a compras externas de insumo ou bens de capital com produção voltada à exportação, como o sistema drawback e o programa BEFIEX. Todos os controles administrativos aplicados às importações com cambiais adquiridas no mercado livre seriam extintos, restando apenas o pagamento das tarifas. As importações realizadas à taxa de câmbio ofi-

(1) Ver Banco Mundial (1988).

cial seriam controladas prevendo-se inclusive um corte nos programas anuais de compras externas destes produtos tanto das empresas públicas como privadas.

O Banco Mundial assinala a possibilidade de ganhos extraordinários devida a compra de insumos à taxa de câmbio oficial e a realização de vendas externas à taxa livre. Dado que, a permissão de importações à taxa livre serão concedidas apenas as compras de petróleo, trigo, carvão e outros, estes ganhos serão limitados. Entretanto, o Banco Mundial sugere que as importações sob os regimes especiais de drawback e BEFIEX e as correspondentes exportações sejam efetuadas à mesma taxa de câmbio.

O período de vigência é estimado em 36 meses durante o qual a taxa de câmbio oficial seria gradualmente ajustada, enquanto uma parcela crescente das exportações seria destinada ao mercado livre.

O Banco Mundial reconhece as deficiências deste sistema cambial, mas argumenta que favorece a eficiência alocativa das divisas sem comprometer o nível de reservas internacionais. Além disso, o sistema proposto representa um avanço sensível em relação às taxas de câmbio múltiplas (tarifas e subsídios às exportações diferenciadas, controle administrativo das importações) vigentes.

iii) A proposta de Gianetti da Fonseca ⁽¹⁾

Fonseca propõe que 40% da receita de exportações sejam depositados em moeda estrangeira no Banco Central com remuneração idêntica à taxa de LIBOR acrescida de 1% ao ano, calculado sobre o saldo médio semestral. Os 60% restantes seriam vendidos compulsoriamente ao Banco Central à taxa oficial.

O exportador poderá, a seu exclusivo critério, vender as divisas depositadas nos leilões semanais dirigidos pela autoridade monetária, através das instituições bancárias. Os compradores dessas divisas seriam os detentores de licenças de importação, concedidas automaticamente, ou de certificados de direito de remessa de lucros.

(1) Ver Gianetti da Fonseca (1987).

No mercado de câmbio com taxa fixa seriam ofertados 60% das exportações e destinados ao pagamentos de juros externos e às importações prioritárias das empresas estatais: petróleo (Petrobrás), trigo (Banco do Brasil - CFP), carvão (Siderbrás) e medicamentos (CEME-Interbrás).

Em adição, sugere uma reforma tarifária substancial e a possibilidade de intervenção do Banco Central no mercado secundário para controlar a taxa de câmbio livre.

iv) A proposta de Rabello de Castro e Martone⁽¹⁾

A novidade de sugestão de Rabello de Castro e Martone é a vinculação de uma parcela da receita de exportações, correspondente aos pagamentos de juros e principal da dívida externa, à taxa de câmbio oficial que seguiria a política de minidesvalorizações, ajustada pela variação nos termos de troca. A parte restante da receita de exportação seria trocada por Letras de Exportação, resgatáveis em dólares e negociáveis no mercado interno para os importadores e remetentes de capital ao exterior. A taxa das Letras flutuaria livremente.

Este regime de câmbio diferencial constituiria-se numa opção transitória para o modelo de flutuação pura, enquanto o setor público permanecer muito endividado em moeda estrangeira, cuja presença no mercado de divisas poderia introduzir grandes oscilações no preço do dólar.

Para os autores, a liberdade cambial eliminará os controles administrativos sobre as importações, propiciando um acesso livre aos produtos importados e favorecendo a eficiência produtiva. O ganho de competitividade estimulará as exportações que, via multiplicador, aumentará o nível de emprego.

(1) Ver Rabello de Castro (1988).

3.3. Observações finais

Um sistema de câmbio dual com taxa livre para as transações financeiras e taxa fixa para as operações comerciais, foi adotada no passado por vários países com a finalidade de isolar o setor real dos movimentos de capitais especulativos de curto-prazo.

No Brasil, as propostas de câmbio duplo surgiram como um substituto à desvalorização no câmbio requerida para corrigir o grau de desalinhamento prevaiente, fruto de erros cometidos na execução da política cambial. Desta forma, propõe-se uma taxa livre para um grupo ou um percentual da receita de exportações e uma taxa oficial para a parcela restante, suficiente para atender o pagamento dos encargos da dívida externa e as importações essenciais (petróleo, trigo, etc.). Assim, propiciaria uma desvalorização média para incentivar as exportações, sem impactos significativos sobre o déficit público (81% dos compromissos externos estão em mãos do governo) e a taxa de inflação. Em outras palavras, a sugestão de câmbio dual representa uma transferência de renda da classe exportadora para o governo e os consumidores de importações favorecidas.

Ao mesmo tempo, para atenuar o aumento no custo das importações sujeitas à taxa livre, os autores sugerem uma redução das tarifas e fim dos controles administrativos. Como resultado teríamos uma melhor alocação de divisas. Note-se que o câmbio duplo vigoraria apenas na fase de transição até a unificação gradativa das taxas, prevalecendo no final a taxa livre.

No presente momento, a economia brasileira apresenta uma alta dose de instabilidade. Neste contexto, a aplicação de câmbio dual pode provocar um elevado diferencial entre as taxas livre e oficial, fato que acentuará as pressões para a unificação das taxas. A intervenção da autoridade monetária para controlar a taxa livre está restringida pela disponibilidade de reservas internacionais (1).

(1) É ilustrativo citar a experiência argentina recente, onde o governo perdeu cerca de US\$ 850 milhões do total de US\$ 2.2 bilhões de reservas internacionais em apenas 40 dias e teve de abandonar a sustentação de um diferencial fixo.

Na realidade, na ausência de reservas, a prefixação do diferencial entre as taxas livre e oficial requer o uso de políticas monetárias e fiscal compatíveis com esta meta. Isto significa uma situação próxima ao ajustamento fiscal necessitado para sustentar uma correção do câmbio sem fortes impactos inflacionários.

4. A TAXA DE CÂMBIO LIVRE

4.1. Introdução

A partir de 1973, os países desenvolvidos adotaram o regime de câmbio flexível na expectativa de resolver os problemas no balanço de pagamentos e liberar a política monetária para assegurar o equilíbrio interno. Mas diversos estudos⁽¹⁾ mostram a presença de um forte desalinhamento associado a uma alta volatilidade⁽²⁾. Ademais, a crescente integração financeira no âmbito mundial impôs limites a soberania das políticas monetárias domésticas, estimulando as tentativas de efetuar políticas econômicas coordenadas entre os países como Estados Unidos, Alemanha Ocidental e Japão.

A adoção do regime de câmbio flutuante depende de três fatores⁽³⁾: o primeiro é o grau de abertura, medida pela participação da produção de bens comerciáveis (exportáveis e importáveis) no produto total, que caso seja elevado, as oscilações no câmbio serão mais nocivas à estabilidade dos preços internos; o segundo é a existência de um mercado financeiro doméstico relativamente avançado e integrado ao mercado internacional; e o terceiro é a presença de ativos internos e externos (substitutos) na carteira de aplicações dos agentes econômicos. Uma vez atendidos estes requisitos, o enfoque de ativos (asset-market approach) será válido na determinação e estabilidade da taxa de câmbio de curto-prazo⁽⁴⁾.

O Brasil certamente preenche as duas últimas condições, sendo prejudicado apenas no primeiro requisito, isto é, dada a participação elevada do setor de bens comerciáveis, as flutuações de câmbio serão potencialmente mais inflacionárias. Entretanto, dada as condições econômicas atuais, a implantação de um regime de livre câmbio poder apresentar tendências explosivas. A questão que se

(1) Ver, por exemplo, Marston (1988).

(2) No entanto, a variabilidade da taxa de câmbio é inferior a volatilidade dos índices de preço das ações e commodities.

(3) Ver Branson e Katseli - Papafstratiou (1981) e Wickhan (1985).

(4) Na hipótese de não-integração no mercado financeiro internacional, a taxa de câmbio será determinada pelo fluxo de comércio de bens e serviços e sua estabilidade dependerá das condições de Marshall-Lerner sobre as elasticidades das exportações e importações.

coloca ê se a liberaçãõ do câmbio ocorreria junto com um programa de estabilizaçãõ macroeconômica ou numa etapa posterior em' ambiente econômico estável. A seguir, descrevemos a experiênciã de alguns países em desenvolvimento com taxas flexíveis de câmbio.

4.2. A taxa de câmbio flutuante nos países em desenvolvimento ⁽¹⁾

A partir de 1983, um número crescente de países em desenvolvimento, com variadas estruturas produtivas e financeiras, adotaram o regime de câmbio flexível: África do Sul, Bolívia, Filipinas, Gambia, Ghana, Guinéa, Jamaica, Líbano, Nigéria, Serra Leona, República Dominicana, Uganda, Uruguai, Zaire e Zâmbia. Em comum, este conjunto de países apresenta as seguintes características: tamanho pequeno (medido pelo PIB) e exportações concentradas em produtos primários (exceto Filipinas).

Com exceção da África do Sul, Líbano e Uruguai, a motivação básica para escolha deste regime foi a necessidade de superar a crise no balanço de pagamento, evidenciada pelos atrasos acumulados nos compromissos externos. Este grupo de países mantinha um controle cambial severo e restrições às importações, que provocavam uma alocação de divisas ineficiente e impediam uma correta percepção do grau de desequilíbrio cambial prevalecente ⁽²⁾. Assim sendo, esta questão foi solucionada através da fixação do preço da divisa (em moeda doméstica) pelas forças de mercado, com apoio econômico do FMI.

Em adição, esperava-se que o regime de livre câmbio transferisse as operações efetuadas no mercado paralelo para o mercado legal (ampliando a base de taxaço), provocasse uma repatriação dos capitais e livrasse os governantes do ônus político das modificações na taxa de câmbio.

Do ponto de vista operacional, a maioria dos países (África do Sul, Filipinas, Gambia, Líbano, República Dominicana, Serra Leone, Uruguai e Zaire), assim como os países desenvolvidos que utilizam o regime de taxas flexíveis, optaram pela determina-

(1) Como a experiência dos países em desenvolvimento com taxas flexíveis é recente, são raros os trabalhos publicados sobre o tema. Esta parte baseia-se fundamentalmente no estudo de Quirk e outros (1987).

(2) O ágio vigente no mercado paralelo pode servir como parâmetro aproximado da defasagem cambial.

ção do câmbio através do sistema bancário e outras instituições autorizadas em transações com divisas. Os países restantes (Bolívia, Ghana, Guinéa, Jamaica, Uganda e Zâmbia) escolheram o mecanismo de leilões diários ou semanais administrado pelo Banco Central⁽¹⁾. O arranjo institucional preferido depende, de um lado, da presença de uma rede bancária competitiva e, de outro, da capacidade e experiência da autoridade monetária para executar os leilões.

Na maioria dos países, 100% das receitas de exportação deve ser entregue compulsoriamente ao Banco Central (leilões) ou ao bancos comerciais (interbancário). Apenas no Líbano e Uruguai, as vendas de divisas são voluntárias. Alguns países permitem a retenção de cambiais provenientes da exportação de determinados produtos como minérios, turismo, etc. A possibilidade de manter o total ou parcela das divisas pode causar uma maior instabilidade no mercado de câmbio.

A autoridade monetária intervém no mercado, com as seguintes finalidades: ajustar a oferta de divisas para atender o nível desejado de reservas internacionais, os compromissos externos em atraso e as obrigações da dívida externa. Somente no Líbano e Serra Leone, a determinação do câmbio é totalmente livre.

Usualmente, a livre flutuação do câmbio foi acompanhada por medidas de liberalização de comércio. Entretanto, a liberação geral, tanto na conta de transações correntes, como na conta de capital, foi aplicada apenas na Bolívia, Gambia, Nigéria e Uruguai. Nos outros países, houve uma redução substancial nas restrições impostas nos acessos ao câmbio e às importações. O grau de liberalização no comércio de bens foi superior ao comércio de serviços. O fluxo de capitais externos e os investimentos estrangeiros foram mantidos sobre controle na maioria dos países do grupo.

Por último, vale destacar que, em paralelo à adoção do câmbio flexível foram adotadas políticas fiscal e monetária

(1) A Nigéria utiliza um modelo misto: os leilões são utilizados para fixar o preço da divisa, enquanto os participantes são os bancos.

consistentes com a estabilização econômica. Dessa forma, torna-se impossível associar o desempenho macroeconômico à escolha do regime de câmbio flexível⁽¹⁾. Entretanto, a experiência aponta alguns resultados que são listados a seguir:

i) não ocorreu o temor de uma desvalorização cambial contínua alimentando uma espiral câmbio-preços;

ii) após a mudança do regime cambial, ocorreu uma depreciação sustancial, mas inferior ao ágio no mercado paralelo, da moeda doméstica em relação ao dólar e à cesta de moedas dos principais parceiros comerciais (taxa efetiva);

iii) a partir desta desta desvalorização, ocorreu uma depreciação contínua da taxa de câmbio efetiva inferior a 1% ao mês. Em dois países (Uruguai e República Dominicana), a taxa efetiva apreciou-se em cerca de 0,1% e 0,2%, respectivamente, ao mês;

iv) a comparação da volatilidade da taxa de câmbio nos períodos anterior e posterior à mudança no regime cambial indica um resultado ambíguo: a variabilidade é menor na fase posterior, quando medida pela alteração mensal ajustada pela tendência, e é maior quando estimada pelo desvio-padrão da taxa de variação mensal. Vale lembrar que, o sistema de câmbio flutuante sofreu, na maioria dos países, uma intervenção do Banco Central e foi favorecido pela situação macroeconômica e pela estabilidade no preço das commodities;

v) os dados sobre a repatriação de capitais anteriormente remetidos ao exterior, é inconclusivo. Por outro lado, ocorreu um aumento no fluxo de capitais de curto-prazo;

vi) o espaço do mercado paralelo reduziu-se substancialmente, mantendo-se com o ágio bastante inferior apenas nos países que mantiveram controles cambiais;

(1) Ademais, ocorreu paralelamente uma liberalização de comércio que favorece a alocação de recursos com efeitos sobre o desempenho econômico.

vii) houve um aumento nas reservas internacionais, conforme acertado nos acordos com o FMI. Dessa forma, a escolha de taxas flexíveis de câmbio não propiciou a neutralidade do balanço de pagamento na oferta de moeda;

viii) a existência de atrasos acumulados nos compromissos externos criou dificuldades em alguns mercados de câmbio⁽¹⁾. Este fato requereu uma intervenção do Banco Central com o objetivo de estabelecer uma distribuição adequada dos pagamentos no tempo e uma provisão de divisas, fora do mercado livre, para o atendimento destas contas⁽²⁾. Para alcançar esta meta e, ao mesmo tempo, atenuar o grau de desvalorização cambial logo após a mudança no regime, foram imprescindíveis a renegociação da dívida externa e a obtenção de empréstimos novos⁽³⁾;

ix) a associação entre o regime de câmbio livre e o desenvolvimento do mercado futuro não ocorreu⁽⁴⁾. Entre os 15 países que adotaram o câmbio flexível, 6 países não tem mercado futuro, enquanto 5 países apresentam um volume limitado de transações;

x) a maioria dos países passaram pela experiência do sistema de taxas múltiplas de câmbio, na qual pelo menos uma delas era determinada livremente pelo mercado. Este enfoque gradualista propiciou contínuas transferências das transações para o mercado livre, até alcançar a unificação.

(1) Na Jamaica, por exemplo, a demanda de divisas para atender os pagamentos externos atrasados praticamente eliminou as importações.

(2) Somente uma parte das divisas oferecidas ao Banco Central é leiloadada no mercado. A parcela restante é utilizada para o pagamento dos encargos externos.

(3) No caso boliviano, o aumento do déficit em transações correntes foi compensado com a entrada de empréstimos oficiais e o não pagamento de juros da dívida externa. (Ver Dall'Acqua (1989)).

(4) No sistema de câmbio fixo, a possibilidade de bruscas desvalorizações estabelecidas pelo governo aumenta o grau de incerteza limitando a crescimento do mercado futuro.

4.3. Observações finais

Na década de oitenta, apesar da adoção do regime de câmbio flexível pelos países desenvolvidos, as taxas de câmbio a apresentam um forte desalinhamento em relação às taxas de longo-prazo e uma ampla volatilidade. Ademais, a independência da política monetária dos efeitos do balanço de pagamento não ocorreu, devida a percepção cada vez maior da necessidade de políticas econômicas coordenadas entre os principais países como o Estado Unidos, Alemanha Ocidental e Japão.

A experiência dos países em desenvolvimento com o regime de câmbio flexível é recente e limitada a países pequenos (volume do PIB). Entretanto, vale destacar os seguintes fatos:

a) a mudança do regime cambial ocorreu junto com o processo de liberalização substancial do comércio de bens e serviços e redução de controle nos fluxos de capitais externos;

b) as taxas flexíveis foram apoiadas e sustentadas por uma política de estabilização macroeconômica ortodoxa;

c) após uma desvalorização substancial no início de novo regime cambial, a taxa de câmbio manteve-se estável sem aumento no grau de volatilidade;

d) para a estabilidade cambial foi essencial uma renegociação da dívida externa, principalmente, dos compromissos externos em atraso e, também, a entrada de recursos novos de instituições oficiais (FMI, Banco Mundial, etc.) e privadas.

O Brasil atende os requisitos necessários para estabelecer um regime de câmbio flexível⁽¹⁾. Ainda que a experiência dos países em desenvolvimento não pode ser comparada com o caso brasileiro, devido a maior diversificação da estrutura produtiva, dois fatores serão fundamentais: primeiro, a liberalização das importações; e em segundo, a execução de políticas fiscal e monetária que sustente uma taxa de câmbio estável, mas determinada pelo mercado.

(1) Para uma defesa deste regime para o Brasil ver Rabello de Castro e Ronci (1988).

Finalmente, na medida que a taxa de inflação brasileira mantenha-se crescente e atinja um processo de hiperinflação, os preços tendem a ser corrigidos, em curtos intervalos, com base na variação da taxa de câmbio⁽¹⁾. Nesta situação, a estabilização do câmbio assume papel crítico no sentido de interromper rapidamente o processo inflacionário⁽²⁾. Evidentemente, a fixação do câmbio deve ser sancionada por políticas fiscais e monetárias compatíveis. Além disso, a estabilidade do câmbio (preços e salários) favorece o equilíbrio orçamentário através do aumento real da receita fiscal (Efeito Tanzi). Portanto, nesta interpretação, uma política de estabilização é fortemente auxiliada pela fixação do câmbio⁽³⁾.

(1) Este fato ocorreu com a Bolívia, a Argentina e Alemanha Ocidental (em 1923).

(2) Este é o enfoque do balanço de pagamentos sobre o fim das hiperinflações. Ver Dornbusch (1986).

(3) Nesta interpretação, a credibilidade dos agentes econômicos na política econômica assume papel secundário.

5. Considerações finais

No presente momento, defrontamo-nos com uma defasagem do cruzado em relação ao dólar de 7,5% a 18,1% no período de dezembro-88 a julho-89 e de 34,5% a 41,8% no acumulado desde o Plano Cruzado, dependendo do índice de preço utilizado. Este é o atual problema cambial, fruto de erros na condução da política cambial, em um período onde não ocorreram mudanças significativas nos determinantes fundamentais do câmbio.

A ocorrência de uma inflação persistentemente crescente, ao redor de 35% ao mês em setembro, e a falta de controle dos gastos públicos impedem a correção deste desalinhamento cambial. Neste contexto, tem surgido as propostas de câmbio duplo e câmbio flexível como solução deste problema.

É importante salientar que, a viabilidade de ambas as sugestões de mudança no regime cambial dependem de uma liberalização das importações (fim do controle administrativo e redução das tarifas incidentes sobre as importações) para atenuar o impacto sobre o custo das importações e da execução de políticas monetária e fiscal compatíveis com a estabilidade cambial.

No caso de câmbio duplo, um elevado diferencial entre as taxas oficial e livre provocará pressões para a unificação das taxas. A intervenção do governo para prefixar o diferencial requererá o uso de reservas internacionais e uma política monetária acompanhada de um ajuste fiscal que sancione a prefixação estabelecida. Portanto, na ausência de condições políticas para controlar os gastos públicos, os resultados podem ser totalmente imprevisíveis.

No caso de câmbio flexível, o resultado também dependerá da capacidade de governo de executar políticas macroeconômicas compatíveis com a estabilidade cambial. A experiência dos países em desenvolvimento é recente e incipiente, sendo que ocorreram em países de reduzido tamanho e com estrutura industrial pouco diversificada.

No Brasil, dada a pequena disponibilidade de reservas internacionais e a rigidez de preços no curto-prazo, uma política monetária restritiva que elevasse a taxa de juros poderia atrair ca

pitais externos e provocar uma valorização de taxa de câmbio acima do seu valor de equilíbrio no longo-prazo. Este caso é conhecido como fenômeno de ultrapassagem (overshooting) e pela sua possibilidade de alterar a alocação de recursos deve sofrer uma intervenção do Banco Central. Nesse ponto, o governo encontrará também dificuldades em distinguir as variações temporárias das variações permanentes.

Em resumo, a solução do problema cambial impõe uma desvalorização apoiada por políticas monetária e fiscal restritivas. Dada a incerteza reinante sobre os resultados de uma mudança no regime cambial, o nosso ponto de vista é favorável a manutenção de uma taxa de câmbio fixa em termos reais, o que não impede a execução de um processo de liberalização de importações. Dessa forma, a política deve seguir os seguintes passos.

a) uma desvalorização que recupere a paridade do poder de compra;

b) política monetária e ajuste fiscal compatível com a manutenção da taxa de câmbio neste patamar;

c) manter as correções cambiais conforme a paridade do poder de compra baseada em um índice de preço previamente anunciado;

d) as desvalorizações nominais devem se basear na taxa de inflação efetiva ocorrida no mês e, não, em taxas de inflação defasadas; e

e) modificações na taxa de câmbio sempre que ocorrem mudanças nos determinantes fundamentais.

Obviamente, as principais dificuldades na administração da taxa de câmbio fixa são: primeiro, determinar qual é a magnitude de defasagem cambial; e, segundo, qual é o percentual de correção para compensar as mudanças nos determinantes fundamentais. Por outro lado, a fixação de câmbio pode ser um instrumento (âncora nominal) valioso em um programa de estabilização econômica desde que, sacionada pelos instrumentos de políticas monetária e fiscal.

6. BIBLIOGRAFIA

1. Banco Mundial, Brazil: some ideas for the introduction of a secondary foreign exchange market for some merchandise trade, setembro, 1988 (mimeo).
2. Bonelli, R. e Malan, P.S. Os limites do possível: notas sobre balanço de pagamentos e indústria nos anos 70. Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 6, nº 2, agosto, 1976.
3. Branson, W.H. e Katseli - Papafstratiou, L.T. Exchange rate policy in developing countries. In: Grassman, S. e Lundberg, E., eds. The world economic order: past and prospects, London; MacMillan, 1981.
4. Coes, D. The impact of price uncertainty; a study of Brazilian exchange rate policy. Garland Publishing, 1979.
5. Dall Acqua, F.M. O programa de ajustamento econômico boliviano. Conjuntura Econômica, vol. 43, nº 1, janeiro, 1989
6. Dornbusch, R. Inflação, taxas de câmbio e estabilização. Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 16, nº 2, agosto, 1986.
7. Edwards, S. Exchange rate misalignment in developing countries, Research Observer, The World Bank, vol. 4, nº 1, January, 1989.
8. Gianetti da Fonseca, R. Comércio exterior e política cambial: soluções alternativas para a crise pós-plano cruzado. Revista Brasileira de Comércio Exterior; Ano II, nº 10, março/abril, 1987.
9. Kume, H. Defasagem justifica mudança? Revista Brasileira de Comércio Exterior, ano III, nº 18, julho-agosto, 1988.

10. Kume, H. Sobre a defasagem cambial: novas medidas e conjecturas. Balança comercial e outros indicadores conjunturais, nº 105, maio, 1989.
11. Langoni, C. G. A urgência de uma reforma cambial, agosto, 1988 (mimeo).
12. Marston, R. A política das taxas de câmbio reconsiderada. Economic Impact, nº 62, 1988/4.
13. Quirk, P.J. Floating exchange rates in developing countries: experience with auction and interbank markets. Occasional Paper, nº 53. International Monetary Fund, may, 1987.
14. Rabello de Castro, P. Câmbio livre não causa inflação. Folha de São Paulo, 8/maio/1988.
15. Rabello de Castro, P e Ronci, M.V. Vantagens de um sistema de câmbio flexível administrado para o Brasil. Revista Brasileira de Comércio Exterior, ano IV, nº 20, novembro dezembro, 1988.
16. Simonsen, M.H. Pagamento internacionais e endividamento externo. Occasional papers series nº 1, Center of Brazilian Studies, december, 1979.
17. Zini Jr., A.A. As minidesvalorizações brasileiras: política cambial adequada com choques de oferta? Estudos Econômicos, vol. 18, nº 1, janeiro/abril, 1988.
18. Wickham, P. The choice of exchange rate regime in developing countries: a survey of the literatrure. Staff Papers, International Monetary Fund, vol. 32, nº 2, june, 1985.
19. Willianson, J. The exchange rate system. Institute for International Economics, Washington, D.C., 1985.