

## Rumos da Liberalização Financeira Brasileira

JOÃO SICSÚ\*

Routes of the Brazilian financial liberalization. This paper describes the most recent change in the rules of domestic exchange market and emphasizes/explores their consequences to Brazilian macroeconomic.

Key-words: Brazilian macro-economy; exchange market; financial liberalization.  
JEL classification: F32; F36; F41.

A *liberalização financeira* no país teve início no final dos anos 1980. Alguns preferem chamar esta liberalização de *integração financeira*, já que o sistema financeiro doméstico integra-se, torna-se parte de um sistema financeiro maior, composto por diversos mercados domésticos: o sistema financeiro global. Outros preferem o termo *convertibilidade* (ou *abertura*) da conta de capitais do balanço de pagamentos, o que significaria que a moeda nacional é livremente conversível em moeda de outros países (principalmente o dólar e o euro — e vice-versa) e, assim, recursos poderiam ser (pela via financeira da conta de capital) enviados e recebidos do exterior sem quaisquer restrições.

A liberalização financeira da economia brasileira tem sido implementada pelo Banco Central do Brasil (BCB) e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) desde o final dos anos 1980. Segundo o BCB, as medidas de controles, vigentes até então, se justificavam porque havia racionamento de divisas devido às dificuldades crônicas de financiamento do balanço de pagamentos. Entretanto, o BCB concluiu que “a escassez de divisas se transforma em abundância especialmente no início dos 1990, quando são reforçadas as entradas de capital no País, e a balança comercial continua[va] a registrar os mesmos superávits observados no final dos anos 1980” (BCB, 1993, p.6). Cabe ser mencionado que, até o final da década de 1980, vigorava uma legislação de controles sobre o movimento de capitais que pode ser considerada rígida, tal como avaliam duas procuradoras da

---

\* Professor adjunto do Instituto de Economia da UFRJ. E-mail: jsicsu@terra.com.br. Submetido: maio 2005; aceito: outubro 2005. O autor agradece o trabalho de apoio de Rui Eduardo Fernandes, bolsista de iniciação científica do CNPq.

República: “a legislação brasileira, aprovada pelo Congresso Nacional, possui a característica de rigidez no controle do mercado de câmbio e no fluxo de capitais, principalmente analisando a principal lei que disciplina tal matéria, a Lei nº 4.131/62” (Quixadá & Branquinho, 2003, p. 14)<sup>1</sup>.

A fase atual é, para aqueles que defendem a plena conversibilidade da conta de capital, de consolidação das normas cambiais brasileiras liberalizantes. Por exemplo, para Arida (2003) e Franco & Pinho Neto (2004) tal consolidação é necessária já que avaliam que a taxa básica de juros, a Selic, e o risco país são elevados em virtude das restrições formais, mas não efetivas, existentes na legislação. No dia 4 de março de 2005, o Conselho Monetário Nacional aprovou novas propostas liberalizantes, que foram formuladas pela diretoria de assuntos internacionais do BCB, e que, posteriormente, foram regulamentadas por esta mesma instituição; entre as novas medidas se destacam: a unificação dos dois mercados cambiais, o livre e o flutuante, a simplificação de procedimentos de remessas de recursos para o exterior e a dilatação de prazo para a cobertura cambial nas exportações.

O objetivo maior dessas novas normas cambiais brasileiras é consolidar o estágio atual de liberalização e aprofundá-lo, iniciando através de medidas, ainda que aparentemente tênues, o fim da cobertura cambial nas exportações. O fim da cobertura cambial é uma proposta estratégica do processo de liberalização; é considerada, por muitos, o seu ápice, tal como será argumentado ao longo do artigo. Em segundo plano, argumentou-se que estas mudanças nas normas cambiais podem “legalizar” as operações de envio de recursos para o exterior. Formalmente, as operações de remessas de recursos que ocorriam através das contas CC5 das instituições financeiras eram legais; entretanto, a opinião pública tendeu a julgá-las como algo, no mínimo, suspeito de alguma forma de ilegalidade.

O Conselho Monetário Nacional *extinguiu* as contas CC5 de instituições financeiras, *unificou* os mercados de câmbio de taxas flutuante e livre e *iniciou* um processo de flexibilização da obrigação de ingresso de dólares no país. A extinção das contas do tipo CC5 das instituições financeiras permitiu que recursos sejam enviados ao exterior diretamente, sem intermediários — que eram as instituições financeiras estrangeiras com contas CC5 abertas nas instituições financeiras residentes.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Aqui se insere uma das questões jurídicas mais importantes sobre o tema, segundo as procuradoras da República: “observa-se, no entanto, que a partir de 1988 foi realizada uma alteração significativa nessa orientação, capitaneada pelos dirigentes do Banco Central e membros do Conselho Monetário Nacional, por meio da edição de Resoluções e Circulares disciplinadoras do mercado de câmbio que, apesar da aparência de rigidez e legalidade, atuaram de forma a deixar lacunas nessa normatização, estimulando a desenfreada entrada e saída de recursos do país, sem qualquer controle sobre a sua origem. Essa normatização padece de vício de origem, considerando que somente uma lei ordinária, aprovada pelo Congresso Nacional, teria o condão de alterar a sistemática contida na Lei n.4.131/62” (Quixadá & Branquinho, 2003, p. 14).

<sup>2</sup> Antes das novas normas entrarem em vigor, recursos podiam ser livremente enviados ao exterior sem qualquer restrição por intermédio de contas abertas por instituições financeiras não-residentes

As alegações e argumentos que fundamentaram a necessidade das novas normas cambiais eram, em verdade, variados. Alguns argumentavam que era necessário eliminar as assimetrias existentes entre os dois mercados de câmbio. Outros argumentavam que as novas medidas aumentariam os *controles* sobre as remessas de recursos ao exterior. Contudo, cabe chamar a atenção para o fato que a palavra *controles*, neste caso, quer dizer simplesmente identificação de origem e destino (o que é muito diferente de *controles* que impõem limites à quantidade movimentada de capitais). E há ainda aqueles que diziam que acabar com as CC5 das instituições financeiras era a única forma de “descriminalizar” as operações de remessas de recursos ao exterior.

O objetivo central deste artigo é apontar as possíveis conseqüências das soluções indicadas pelo Banco Central do Brasil para eliminar as chamadas *assimetrias* entre os dois mercados cambiais até então existentes, já que este é o ponto central que fundamentou as propostas das novas normas cambiais, em particular, a flexibilização da cobertura cambial e a sua possível extinção. Embora a “criminalização” das remessas via CC5 por parte da sociedade fosse evidente, de fato, não representou um problema relevante para os remetentes, já que os recursos continuavam a ser enviados ao exterior sem grandes constrangimentos; basta observar que a *saída líquida* de recursos pelas CC5 das instituições financeiras no período 1993-2004 foi superior a US\$ 113 bilhões (segundo dados disponíveis no site do BCB) o que foi responsável inclusive pela ocorrência de seis crises cambiais durante os governos do presidente Fernando Henrique Cardoso. E, a argumentação de que as mudanças nas normas cambiais aumentariam os controles de identificação (ou seja, a transparência) é meramente uma retórica, sem qualquer valor técnico, na medida em que havia total documentação das operações que utilizavam as CC5 das instituições financeiras. Aliás, os ex-diretores de Assuntos Internacionais do BCB, Franco & Pinho Neto (2004, p. 33) e o atual diretor da mesma pasta Schwartzman (2004) afirmaram de forma nítida que existia, de fato, total controle (registros e transparência) sobre as remessas feitas por intermédio das CC5 de instituições financeiras.

O artigo está dividido em mais quatro seções. Na próxima seção, mostra-se que a unificação dos mercados cambiais não é uma medida capaz de dificultar a

---

em instituições financeiras residentes. Os créditos (depósitos) realizados nessas contas podiam ser transferidos para o exterior pelo seu titular (a instituição financeira não-residente) e depositados em contas no exterior indicadas pelo depositante, uma pessoa física ou jurídica qualquer. Estas contas foram instituídas em 1992 e representaram uma extraordinária variante das CC5 originais instituídas em 1969 que tinham um propósito completamente diferente. Para aqueles que, à época, ainda duvidavam daquela possibilidade extraordinária e extravagante ou não entendiam o mecanismo de envio de recursos ao exterior, o BCB em documento, que ficou conhecido no mercado financeiro como *cartilha da sacanagem cambial*, esclareceu: “isso significa que se um agente quiser fazer uma remessa para o exterior, basta que deposite cruzeiros reais na conta de uma instituição financeira não residente e deixe que ela faça o resto. Com os cruzeiros reais ela pode comprar moeda estrangeira em banco aqui no Brasil e transferir a moeda para a conta do destinatário no exterior. *O novo regime permite uma amplitude para movimentos de capital que não conhecia precedente no país*” (BCB, 1993, p. 17, grifos nossos).

imposição de controles de capitais. Na seção 2, são descritas as assimetrias existentes, segundo BCB, entre os dois antigos mercados de câmbio, o livro e o fluante, e as soluções liberalizantes propostas e aprovadas. Nas seções 3 e 4, são discutidas as consequências do fim da cobertura cambial para a economia brasileira a luz das propostas correntes. Na seção 5, são feitas considerações finais e sumariadas as principais conclusões do artigo.

## 1. A UNIFICAÇÃO DOS MERCADOS DE CÂMBIO E OS CONTROLES DE CAPITAIS

Pode-se supor que o objetivo da unificação dos mercados, livre e fluante, foi dificultar a re-imposição de controles sobre a quantidade movimentada de capitais. A questão é de simples entendimento. Os controles de capitais para serem implantados devem primar, grosso modo, por separar fluxos de dólares referentes ao comércio e investimentos diretos (remessa de lucros, dividendos etc) de fluxos de dólares financeiros especulativos, impedindo por atos administrativos ou pela imposição de custos (tributos) que estes últimos possam causar volatilidades cambiais e financeiras indesejadas. Portanto, a re-imposição de controles seria muito mais rápida, fácil e eficiente de ser re-introduzida caso esta separação entre os dois mercados fosse mantida, já que bastaria focar os controles no antigo mercado de câmbio de taxas flutuantes. Isto é reconhecido pelo ex-presidente do BCB, Pérsio Arida, que afirmou: “ao manter no plano normativo, dois mercados de câmbio, o Banco Central se permite uma válvula de escape, uma maneira rápida e eficiente de impor controle de capitais se a situação assim exigir[...]”. (Arida, 2003, p. 153).

A posição de Arida, contudo, parece refletir simplesmente um temor do mercado financeiro, tão-somente isso, já que carece de qualquer base teórica ou empírica-histórica. Avalia-se que o mercado financeiro aprendeu que as facilidades de remessas ocorriam por intermédio do mercado de câmbio de taxa fluante, portanto, camuflá-las dentro de um novo mercado poderia dificultar a identificação dos fluxos financeiros e, então, dificultaria o controle de operações financeiras que deveriam ser estancadas. Esse raciocínio é muito básico e deve ser desconsiderado, embora seja abertamente comentado em alguns círculos. Ora, bastaria (ou bastará) identificar a operação e, se for o caso, proibi-la ou permiti-la. Com um único mercado de câmbio, os controles de capitais continuam sendo possíveis de ser implementados.

A facilidade de implementação de controles com dois mercados existiria somente se um eventual esquema objetivasse utilizar os chamados *controles de mercado*, que estabelecem preços diferentes para transações diferentes. Com dois mercados, bastaria, por exemplo, estabelecer uma taxa de câmbio mais desvalorizada no mercado fluante e proibir as operações que permitiam arbitragens entre os dois mercados, que até então existiam. Mas esse tipo de controle não seria desejável, na medida em que puniria com custos maiores atividades que faci-

litam a vida de milhares de indivíduos e que não causam impactos relevantes sobre a taxa de câmbio, tais como são as compras com cartão de crédito no exterior ou a compra de dólares para fins turísticos.

Se a idéia de Arida era bloquear a possibilidade do estabelecimento de duas taxas cambiais, então era uma idéia que poderia ser aceitável. Mas parece que não. Seu temor é, de fato, a re-imposição de controles administrativos (medidas que proíbem ou limitam determinados movimentos de capitais). Sendo assim, não fica claro porque com dois mercados seria mais rápido e eficiente a re-imposição de controles administrativos. As idéias de Arida nas suas palavras:

“ [...]se tivéssemos plena conversibilidade, afastando o risco de reintrodução de controles cambiais por via administrativa, teríamos menores taxas de juros em dólares nos títulos de longo prazo no exterior e, por consequência, menores taxas de juros em reais. O custo de se manter o controle cambial no universo dos mundos possíveis é pago aqui e agora através de taxas de juros mais altas do que deveriam ser]. (Arida, 2003, p. 154).

## 2. ASSIMETRIAS E SOLUÇÕES LIBERALIZANTES

As assimetrias normalmente apontadas nas operações dos dois antigos mercados de câmbio eram as seguintes: (i) — enquanto um exportador era obrigado a ingressar com os dólares resultantes de suas transações pelo mercado de câmbio de taxas livres, podia reenviar os mesmos recursos, quase que simultaneamente, ao exterior, pelo mercado de taxas flutuantes e (ii) — enquanto existia limitação de envio de recursos de residentes ao exterior para determinadas finalidades ou até mesmo inexisteriam certas possibilidades, segundo as normas até então vigentes, era possível pelas contas CC5 de instituições financeiras enviar recursos sem que houvesse qualquer limite quantitativo.

Entre decisões do CMN e regulamentações do BCB, para efeito de análise macroeconômica, foram promovidas as seguintes mudanças visando ao fim das assimetrias mencionadas:

(i) — foi dilatado o prazo de internalização de recursos por parte de exportadores para 210 dias após a realização da exportação [anteriormente, o prazo era de 20 após o recebimento do pagamento, não podendo exceder 180 dias da data da realização da exportação];

(ii) — não serão mais previstas quaisquer finalidades e limites para envio de recursos para o exterior, ou seja, todas as modalidades serão permitidas, já que não há sentido em se limitar algo que pode ser facilmente descumprido e que apenas poderia representar uma discriminação relativamente às operações não previstas (mas, sempre possíveis de serem realizadas);

(iii) — os bancos enviarão recursos diretamente ao exterior, sem qualquer necessidade de intermediários [anteriormente, os recursos eram depositados em

contas CC5 de instituições financeiras não-residentes abertas nos bancos residentes — as instituições titulares dessas contas faziam a transferência para exterior].

A primeira mudança, a (i), é a que mais pode trazer problemas para operação da economia brasileira. Ela contribui no sentido de reduzir a entrada de dólares no país desde já (se o Brasil tivesse uma taxa de juros mais baixa) e aponta o caminho do fim da *cobertura cambial* nas exportações, isto é, a obrigação dos exportadores de converter suas receitas que estão na forma de dólares em moeda nacional estabelecida no artigo 3º do Decreto 23.258 de 1933. Esta medida pode vir a provocar efeitos perversos, tal como será explicado nas duas próximas seções. As demais medidas, a (ii) e a (iii), não provocarão qualquer efeito significativo, já que alterarão apenas o funcionamento burocrático da situação atual de liberalização financeira avançada da economia brasileira; tais medidas não acelerarão de forma substancial o processo em curso de liberalização da conta de capital do país porque representam alterações mais de forma do que de conteúdo. São medidas adotadas com o objetivo de *consolidar a posição já conquistada* de liberalização financeira avançada da economia brasileira.

### 3. AVANÇOS LIBERALIZANTES E O CAMINHO DO FIM DA COBERTURA CAMBIAL

A dilatação do prazo de cobertura cambial e a sua desvinculação do prazo de recebimento das receitas em dólares não são medidas que visam à *consolidação de posição já conquistada*, elas vão além. Estas são medidas de sentido liberalizante, ou seja, são medidas que *conquistam novas áreas* e poderão alterar profundamente o funcionamento da economia brasileira. De fato, o que foi aprovado pelo CMN foi a flexibilização da cobertura cambial.

O prazo dilatado de 210 dias, ou seja, aproximadamente sete meses, para a realização de internalização de dólares oriundos de operação de exportação, assim como a desvinculação do prazo de internalização do prazo de recebimento dos dólares é uma medida que:

(a) — mantém aberta a possibilidade de alongamento do prazo de 210 dias (a imprensa noticiou à época que os exportadores desejavam 360 dias) e fortaleceu as pressões pelo fim da própria cobertura cambial nas exportações (uma cobertura cambial com prazo muito longo é, para efeitos de administração cambial, o mesmo que o fim da cobertura cambial);

(b) — é uma medida instabilizadora do câmbio, já que a entrada de dólares no País resultante do saldo comercial que é uma variável bastante previsível e estável torna-se um fluxo movido agora por cálculos especulativos (exportadores terão que se especializar na atividade especulativa de cálculo do momento ótimo para internalização de dólares — em momentos críticos, empresários poderão adiar a entrada, esperando uma maior desvalorização; ou diante de uma valorização, poderão acentuar a tendência na expectativa que a situação poderá ser pior ainda para a internalização quando o prazo de 210 dias terminar); os fluxos

comerciais de entrada tendem a ficar, portanto, assemelhados aos fluxos financeiros internacionais, com movimentos mais imprevisíveis, transformado-se, então, em mais uma variável capaz de instabilizar o cenário macroeconômico. Os fluxos comerciais serão internalizados de acordo com as mesmas variáveis que influenciam a entrada de capitais financeiros no país: diferencial de juros internos e externos, expectativa cambial e risco soberano de *default*.

Não pode ser negada, contudo, a coerência do BCB ao encaminhar a proposta das novas regras cambiais ao CMN. A corrente de economistas liberais que domina o BCB, há anos: (a) — deseja estabelecer o fim da cobertura cambial, já que percebeu que esta “liberalização seletiva” para os exportadores vazará para toda a economia consolidando de forma irreversível o processo de abertura financeira brasileira, tal como será explicado à frente e (b) — não aceita a estratégia que o BCB deveria comprar dólares para manter a taxa de câmbio permanentemente desvalorizada e, simultaneamente, formar reservas em volumes que, de fato, tenham a capacidade de defender a estabilidade dessa taxa de câmbio — esses economistas rejeitam que o Governo deva ter uma *política cambial*; termo, aliás, extinto do vocabulário oficial. É também inegável que essa medida de flexibilização da cobertura cambial foi adotada por pressão do setor agro-exportador que não desejava internalizar as suas receitas a uma taxa de câmbio que nos primeiros meses de 2005 esteve em um patamar considerado muito baixo. Entretanto, a melhor solução para manter a competitividade das exportações não teria sido a flexibilização da cobertura cambial, mas sim manter uma taxa de câmbio defendida pelo Banco Central que seja sempre favorável às atividades exportadoras e à conversão imediata de dólares em reais.

O argumento favorável ao fim da cobertura cambial, que teve início com a sua flexibilização, é que reduziria custos de transação relativos à operação de ingresso e reenvio de recursos ou, mesmo, que estabeleceria o fim de subsidiárias que foram montadas no exterior exclusivamente com o intuito de burlar a cobertura cambial, tal como é reconhecido por Franco & Pinho Neto (2004, p. 38) quando afirmam que: “a experiência parece indicar que muitas empresas de porte resolveram o problema colocado por restrições burocráticas às movimentações cambiais desta maneira”. Em outras palavras, argumentam que há *sunk costs* (custos não-recuperáveis)<sup>3</sup>, impostos pelas regulamentações, que limitam a expansão da atividade exportadora. Então, com menos regulamentação, haveria menos custos para a atividade e, portanto, mais exportação. Mas o argumento dos autores não é que a economia brasileira se tornaria menos vulnerável porque geraria mega-superávits comerciais e aumentaria a capacidade do Banco Central de formar reservas. A idéia não é esta e nem poderia ser, tal como é mostrado a seguir.

Adicionado ao argumento de ordem estrutural de Franco e Pinho Neto, há

---

<sup>3</sup> “Estes custos envolveriam, por exemplo, a confecção de estruturas societárias envolvendo subsidiárias *off-shore*, que assumem o papel de contra-partes pagadoras ou receptoras para importadores ou exportadores, respectivamente, e de mecanismos facilitadores para relacionamentos diversos no exterior.” (Franco & Pinho Neto, 2004, p. 38)

atualmente também um argumento de ordem conjuntural que sustenta a necessidade do fim da cobertura cambial: com a flexibilização da cobertura cambial nas exportações ou com o seu próprio fim, o influxo de dólares para o país seria menor e isso ajudaria a reduzir as pressões que têm apreciado o câmbio recentemente (Folha de S.Paulo, 27-02-2005, caderno Dinheiro, p. B-3). É verdade, o resultado de fato poderia ser este, mas é difícil, porque os juros internos estão muito elevados (19,50% a.a. é taxa básica de juros hoje — maio de 2005) e, então, o que é perdido pelo exportador na forma de lucro devido à apreciação cambial seria recuperado na forma de ganhos financeiros caso os recursos sejam internalizados e aplicados. Mas, mais importante do que tentar prever o comportamento dos exportadores, se será benéfico ou maligno para a economia, é a constatação que a tarefa de estabilizar o câmbio é deixada aos movimentos de capitais especulativos, comandados por financistas e a partir de agora também por exportadores.

De um ponto de vista macroeconômico, o fim da cobertura cambial (que teve início com a sua flexibilização) poderá alterar profundamente o funcionamento da economia. Sob estas novas condições, o Banco Central do Brasil terá dificuldades para formar reservas, já que a quantidade de dólares internalizados pelas empresas exportadoras poderá ser bem menor. Atualmente as exportações brasileiras em 12 meses são de aproximadamente US\$ 100 bilhões (fevereiro/2004 — janeiro/2005). Ainda que este ritmo seja mantido, isto não significará que entrarão aproximadamente US\$ 100 bilhões no país no mesmo período. Os superávits comerciais poderão não ser mais sinônimos de mega-ingressos de dólares no País: importadores enviarão dólares ao exterior, mas exportadores não ingressarão necessariamente com seus dólares no Brasil. Apesar da economia gerar superávits comerciais, as importações podem ter que ser financiadas, em determinadas situações, com ingressos de dólares que viriam pela conta de capital e/ou com perdas de reservas por parte do Banco Central, tal como se o país tivesse contraindo déficits comerciais. A única fórmula de o país manter a sua conta de capital atrativa para os investidores financeiros internacionais e, assim, atrair dólares para financiar eventualmente as suas importações será mantendo uma elevada taxa de juros, o que eleva os encargos da dívida pública e dificulta o crescimento econômico. Com o fim da cobertura cambial ou com a sua flexibilização, o próprio fluxo de dólares que entra pela conta de transações correntes do balanço de pagamento referentes às exportações dependerá a partir de agora também da taxa de juros interna e de expectativas cambiais.<sup>4</sup>

Está subjacente a esta concepção macroeconômica liberalizante a idéia que

---

<sup>4</sup> Do ponto de vista microeconômico, se os recursos em moeda estrangeira podem permanecer no exterior, isto significa que as firmas exportadoras teriam contas bancárias em dólares fora do país, o que traria enorme dificuldade de fiscalização para as autoridades tributárias já que a movimentação dessas contas não criaria nenhum registro no sistema Sisbacen das autoridades monetárias brasileiras. No caso do fim da cobertura cambial, as empresas exportadoras teriam, então, duas contas: uma volumosa, em dólares, no exterior e outra, que movimentará saldos menores, em reais, no País. Mas, somente a última estará sujeita à fiscalização.



um banco central que opera com um regime de taxa de câmbio plenamente fluante cuja moeda é totalmente conversível não precisa formar reservas internacionais. Nesse modelo, a escassez de dólares na economia provocaria uma desvalorização cambial que, por sua vez, seria um estímulo para que exportadores trouxessem para o país seus dólares depositados no exterior, o que, por seu turno, tenderia a valorizar o câmbio novamente; ou seja, o câmbio seria fluante, mas estável, dada a ação dos exportadores e não do banco central. Neste sentido, Franco & Pinho Neto (2004, p. 46) sugerem que as “reservas privadas” no exterior poderiam ser consideradas parte das reservas internacionais do país em questão ou, como intitulam, ainda: uma “segunda linha” de reservas. Implicitamente, consideram relevante apenas o que chamam de *reservas do país*, que são principalmente as disponibilidades no exterior de exportadores, mas também, em um plano muito secundário, as reservas do banco central. Em suma, nesta concepção, o preço (a taxa de câmbio) e a quantidade (disponibilidade de recursos privados no exterior) se acomodariam de acordo com os movimentos de demanda e oferta de dólares (ou, em outros termos, encontrariam o ponto de equilíbrio que financiaria todas as transações registradas no balanço de pagamentos).

Essas idéias não são novas, nem o debate sobre elas. Milton Friedman, o maior expoente do monetarismo, já defendia idéias assemelhadas desde a década de 1950 (ver Friedman, 1953). Segundo Friedman, se um país adota um sistema cambial de flutuação pura, seu banco central não deve formar reservas e, portanto, não deve intervir no mercado de câmbio: os especuladores estabilizariam a taxa de câmbio. Então, sempre defendeu a idéia que flexibilidade cambial pura não significaria instabilidade cambial. O mecanismo apresentado como sendo *natural* da atividade especulativa era simples (e quase ingênuo, à luz das experiências das crises cambiais do final dos anos 1990): se o câmbio se desvalorizasse, especuladores venderiam dólares para realizar ganhos e, se o câmbio se valorizasse, especuladores comprariam dólares para formar um portfólio a custo mais baixo. Em outras palavras, os especuladores vendem na alta e compram na baixa, assim contribuem para manter o preço da moeda estrangeira estável.

Um dos mais importantes críticos de Friedman foi Paul Davidson (1982), que argumentava que diante da ocorrência de eventos inesperados em trajetórias de preços, as expectativas se tornam elásticas — e não convergentes — como afirmava Friedman. A idéia de Davidson pode ser resumida da seguinte forma: quando um determinado preço (taxa de juros, taxa de câmbio etc) sofre uma alteração atípica de nível, seja devido a sua intensidade seja devido à origem obscura, as expectativas tendem a se *espalhar*, isto é, enquanto uns avaliam que o preço continuará subindo (caindo), outros avaliam que iniciará um processo de queda (subida) e, a partir de suas expectativas, tomam decisões de compra ou venda do ativo. O preço, então, sofre um segundo movimento, seja num sentido ou no outro, então, novas apostas de compras e vendas são realizadas. É isto que explica a alta volatilidade de determinados preços quando existe uma abrupta reversão do quadro de estabilidade. Em resumo, diante da possibilidade da livre movimentação de um determinado preço, em situação particulares, de ocorrência de

choques, o que predomina é a especulação, a volatilidade e não a estabilidade. É por isso que Davidson defendia a idéia que o banco central deveria acumular reservas, de forma precaucionária, para tentar *dominar* situações em que podia ser esperado um movimento do câmbio para qualquer sentido. Somente quando o banco central possui uma quantidade exagerada de reservas aos olhos do mercado é que suas ações podem dirigir, ou fazer convergir, as expectativas privadas, estabilizando-as e, em consequência, dando estabilidade à taxa de câmbio.

A história recente de inúmeras crises cambiais nos anos 1990 mostrou quem estava com a razão. Não há mais qualquer dúvida de que a ação especulativa é instabilizadora e que é a ação pública, dirigida, que deve se opor aos humores do mercado com o objetivo de estabilizá-lo — seja através de ações heterodoxas, como a imposição de controles sobre a saída de capitais (caso malaio de 1997-8), seja através de medidas ortodoxas como a elevação drástica da taxa de juros (caso brasileiro recente, dentre outros).

A novidade da tese de Franco & Pinho Neto em relação às idéias de Friedman é tão-somente que os potenciais estabilizadores da taxa de câmbio não seriam os especuladores, mas sim os exportadores. Eles desenvolveriam essa *nobre* tarefa de agir como um *market-maker*; teriam que agir, portanto, como os especuladores friedmanianos: internalizando recursos na alta e mantendo fora os recursos na baixa. É esperado então que os exportadores se tornem especuladores, mas especuladores no sentido friedmaniano. Contudo, a realidade dos anos 1990 mostrou que os especuladores não desenvolvem o comportamento esperado por Milton Friedman.

Embora sejam favoráveis ao fim da cobertura cambial, os ex-diretores de assuntos internacionais do BCB, Gustavo Franco e Demosthenes Pinho Neto, admitem que tal medida reduzirá a quantidade de reservas do país o que não seria, para eles, um problema efetivo do ponto de vista da operação da economia, mas provavelmente criaria um outro problema: “[...] a provável perda de reservas causada pela remoção da obrigatoriedade de cobertura cambial nas exportações seja vista de forma negativa pelas agências de classificação de risco, em se tratando de risco soberano[...]” (2004, p. 47). Assim, sugerem cautela: “[...] parece mais prudente proceder de forma incremental, como tem sido feito nos últimos anos, removendo restrições individualmente...” (2004, p.47).

A cautela sugerida foi adotada pelo BCB e pelo CMN. Mais um passo foi dado no caminho da plena liberalização e outros passos virão. Como noticiou o jornal *Valor* com dois meses de antecedência à aprovação das novas normas cambiais: “o projeto vai atender também o princípio, adotado pelo[s] governo[s] até agora, de promover a liberalização sempre gradual e cuidadosa”. (*Valor*, 06-01-2005). Agora, basicamente, só falta um passo importante para que a economia brasileira atinja a liberalização desejada por muitos economistas e financistas: o fim da cobertura cambial nas exportações.

#### 4. O FIM DA COBERTURA CAMBIAL NAS EXPORTAÇÕES: O ÁPICE DE UMA ESTRATÉGIA

O fim da cobertura cambial nas exportações é considerada parte estratégica do processo de plena liberalização financeira da economia brasileira. A desregulamentação cambial plena para o segmento dos exportadores é parte integrante e estratégica do projeto de conquista da plena conversibilidade da conta de capitais, já que é esperado que os exportadores, com contas correntes ativas no exterior, poderão realizar pagamentos para outros agentes residentes em contas abertas também no exterior; isto faria com que todos disponibilizassem de recursos fora do país, não somente os exportadores, mas também os bancos, firmas não-exportadoras de mercadorias ou serviços e as pessoas físicas. Nas palavras dos ex-diretores de Assuntos Internacionais do BCB:

“numa primeira observação estaríamos diante de uma ‘conversibilidade seletiva’, na medida em que as empresas exportadoras teriam uma liberdade de movimentação internacional de recursos que não estaria disponível para outras empresas e pessoas físicas, mas seria muito difícil manter estas prerrogativas apenas dentro dos limites das empresas exportadoras (...) pois seria impossível controlar a possibilidade de os titulares de contas no exterior as utilizarem para pagamentos a residentes sem operações de câmbio. Tudo isto [referem-se aos controles atualmente existentes nas leis e decretos-lei] poderia se tornar obsoleto diante da liberdade concedida a um segmento tão relevante para nossas transações internacionais como os exportadores”. (Franco & Pinho Neto, 2004, p. 43)

##### 4.1. Interesses, conseqüências e experiências

A liberalização sempre foi defendida pelo sistema financeiro (e seus aliados), já que a liberdade de movimento de capitais sem custos é sinônimo de liquidez: quanto menor o custo de transação de um ativo, maior é a sua liquidez. A novidade no debate brasileiro é que o setor produtivo exportador se uniu ao sistema financeiro. Interessa a este último ter suas demandas de dólares livremente atendidas pelo mercado doméstico de divisas. Interessa, agora, ao setor produtivo exportador, defender a proposta de não ofertar os dólares correspondentes às suas receitas. Em outras palavras, o sistema financeiro defende a liberdade de *demandar* dólares, e o setor produtivo exportador defende a liberdade de (não) *ofertar*.

A Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) realizou no dia 14 de março de 2005 um seminário sobre o tema (e segundo noticiou o jornal *Valor*, de 15-03-2005, tal seminário foi organizado “[...]a pedido do próprio BC[...]”). Argumentou o diretor-titular do departamento de relações internacionais e comércio exterior da Fiesp, Roberto Gianetti da Fonseca, após o seminário, que aos exportadores deveria ser permitido a abertura de contas em dólares no Brasil, “[...] dessa forma estaria sendo garantido o ingresso das divisas no

país, porém sem a sua obrigatória conversibilidade em reais, a não ser na medida da conveniência que será ditada pelo fluxo de caixa e pelo custo de oportunidade dos próprios exportadores brasileiros” (Fonseca, 2005).

Existe, portanto, uma diferença entre a proposta da Fiesp e de Franco e Pinho Neto (2004). O representante da Fiesp defendeu uma proposta em que as contas em dólares dos exportadores seriam domiciliadas no país, enquanto os ex-diretores do BCB defenderam a proposta de contas mantidas no exterior. Esta não é uma diferença importante, já que o que importa, neste caso, é se os dólares provenientes de exportações estarão (ou não) disponíveis para o mercado doméstico de divisas. O mais importante é exatamente que os dólares, nas duas propostas, somente estarão disponíveis a depender do fluxo de caixa e do custo de oportunidade dos próprios exportadores. O fluxo de caixa, por sua vez, depende de comportamentos/regras que são estáveis (conhecidos) e/ou de movimentos da economia real (crescimento interno, demanda internacional etc). O custo de oportunidade é sinônimo de ganhos esperados (ou especulativos) que, neste caso, podem ser obtidos em função do diferencial de taxa de juros interna e externa, de (des)valorizações cambiais esperadas e do risco soberano de *default*. Em suma, a proposta da Fiesp, na essência, expõe a economia brasileira a sofrer de falta de dólares, tal como a proposta dos ex-diretores do BC.

O primeiro argumento de Fonseca (*Folha de S.Paulo e Valor*, 15-03-2005) é que os dólares seriam internalizados no país, somente não seriam convertidos em reais. Mas o que importa é se são convertidos em reais (ou não) e, conseqüentemente, tornam-se (ou não) disponíveis para os importadores, para aqueles que têm dívidas a vencer em dólares (inclusive o próprio Governo) e para o Banco Central poder formar reservas. Se os dólares estão no país, mas não estão disponíveis ao mercado doméstico de divisas é como se estivessem no exterior (ou na lua).

O segundo argumento de Fonseca (*Valor* de 15-03-2005) é que o fim da cobertura cambial nas exportações contribuiria para acabar com o “forte viés de apreciação do real”. É verdade, a cobertura cambial contribui para apreciar o real na medida em que irriga o mercado doméstico de divisas com mais de uma centena de bilhões de dólares por ano. Contudo, existem mecanismos que podem anular esse viés estabelecendo uma estratégia mais segura para a economia do país: o Banco Central deveria comprar dólares e formar reservas. Então, a estratégia de formação de reservas para evitar efeitos de choques adversos sobre a taxa de câmbio deveria ser, simultaneamente, uma estratégia para manter o câmbio desvalorizado e, portanto, para manter o preço das exportações em patamar competitivo.

Verdadeiramente, o “viés de apreciação do real” é exercido muito mais pela elevada taxa de juros básica doméstica (do que pela cobertura cambial) que faz aumentar a oferta de dólares e reduz a capacidade de demanda do Banco Central. A taxa de juros doméstica atrai bilhões de investimentos financeiros de curto prazo para o país e, ao mesmo tempo, impõe um elevado custo para Banco Central adquirir e carregar reservas, tal como é discutido a seguir. Se o país já possuísse uma quantidade considerada segura de reservas capaz de reduzir os

efeitos de choques cambiais adversos, ainda assim, mais adequado do que extinguir a cobertura cambial nas exportações seria reduzir a alíquota de produtos importados; isto amainaria o “viés de apreciação do real” e aumentaria o bem estar da sociedade.

O terceiro argumento de Fonseca (*Valor*, de 15-03-2005) é que com fim da cobertura cambial a responsabilidade de carregar parte das reservas do país seria do setor privado exportador, desonerando o Banco Central dos custos inerentes a essa tarefa. Em primeiro lugar, os dólares em mãos do setor privado não podem compor as reservas do país simplesmente porque conceitualmente não são reservas. Segundo o FMI, as agências internacionais de avaliação de risco e um dos mais (re)conhecidos dicionários de Economia, *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, ao longo da história são consideradas reservas de um país: os ativos conversíveis em moeda, internacionalmente aceita, com custo de transação desprezível que pertencem ao Banco Central do país (ver o verbete de autoria de Polak, 1992). Em sentido amplo, nos dias de hoje, são os dólares que estão disponíveis a qualquer tempo para serem utilizados pelas autoridades públicas do Brasil.

Recursos em dólares, eventualmente, no Brasil (proposta da Fiesp) ou no exterior (proposta dos ex-diretores do BCB) não estarão necessariamente disponíveis ao mercado doméstico de divisas quando deles o Banco Central necessitar para estabilizar o valor da taxa de câmbio. Se existir um movimento de fuga de capitais que estará pressionando para cima o valor do dólar comandado pelo sistema financeiro, não seria razoável avaliar que o setor exportador avaliará que esta será exatamente a melhor hora para internalizar recursos (segundo a proposta dos ex-diretores), ou convertê-los em reais (segundo a proposta da Fiesp).

É verdade, o custo de carregamento de reservas, que é a diferença entre a taxa de juros básica e a taxa de juros internacional, é muito alto no Brasil — mas é extremamente alto porque a taxa Selic é uma das mais altas do mundo. Enquanto no Brasil o custo de carregamento de reservas pelo Banco Central é, aproximadamente (maio de 2005), 16,5% a.a., na Malásia e na Coreia do Sul, tal custo está em torno de 1% a.a.. Mas porque países tendem a carregar esse custo? A resposta é simples. É porque é avaliado que o custo de uma crise cambial, em termos sociais e econômicos e, conseqüentemente, em termos fiscais, é muito maior que o custo fiscal de carregamento de reservas.

O custo do setor privado de carregar dólares é também muito alto no Brasil; se os dólares forem aplicados à taxa de juros internacional, os exportadores deixariam de ganhar a diferença entre a taxa de juros doméstica e a americana. Se forem mantidos na forma *cash*, os exportadores deixam de ganhar a taxa de juros doméstica integralmente. Mas por que o setor privado incorreria nesse custo? A resposta é também simples: porque a remuneração oferecida para a retenção de ativos denominados em moeda doméstica poderia, segundo cálculos que são necessariamente especulativos, não compensar o risco de carregamento desses ativos. Assim, em um momento que o Banco Central necessitasse que o mercado doméstico de divisas fosse irrigado com dólares, já que estaria sendo enxugado pelo sistema financeiro, o setor produtivo exportador estaria com a torneira

de conversão de dólares em reais fechada. Portanto, a cobertura cambial é uma proteção para o país porque mantém esta torneira sempre aberta o que é, particularmente, necessário em momentos de forte pressão ou crise cambial.

O penúltimo argumento de Fonseca (*Folha de S.Paulo* de 15-03-2005) é que o fim da cobertura cambial possibilitaria a redução de custos para as empresas exportadoras já que grande parte é também composta por empresas importadoras e, portanto, incorrem em custos devido à diferença entre o câmbio de venda de suas receitas e o câmbio de compra de seus insumos. É verdade novamente, esse custo existe, mas é um custo inerente a esta atividade diante de determinadas regras que já eram conhecidas pelos exportadores quando iniciaram as suas atividades. Portanto, tal custo já compunha a base de cálculo de ganhos futuros da atividade. Contudo, é óbvio que para o exportador a redução de qualquer custo é sempre benéfica para sua atividade. Neste ponto, o que deve ser alertado é que nem sempre existem coincidências de interesses privados e públicos. A redução de custos para o setor privado pode impor custos inaceitáveis à sociedade na medida em que o fim da cobertura cambial deixaria a economia muito mais vulnerável a choques cambiais, inflação, desemprego, ou seja, instabilidade macroeconômica.

Por último foi argumentado que segundo “[...]pesquisa da Fiesp em 14 países emergentes com câmbio flutuante mostra que só o Brasil tem cobertura cambial[...]” (Valor de 15-03-2005). Desenvolveu-se pesquisa semelhante e os resultados foram outros. A tabela 1 a seguir mostra um conjunto de dez países não-desenvolvidos; em todos existe cobertura cambial. Na segunda coluna, é indicado o prazo máximo para a conversão de receitas em dólares em moeda doméstica após o ato de exportação. Na terceira coluna, é apresentado o trecho do documento em que o prazo é indicado e, na quarta coluna, o título do documento e seu link na internet.

Tabela 1  
Prazos e características da cobertura cambial  
nas exportações em diversos países não-desenvolvidos

Países	Prazo máximo	Trechos dos Documentos	Títulos dos Documentos e Links
Tailândia	120	“ All proceeds of exports exceeding 500,000 baht must be received in Thailand immediately after payment is received which may not be later than 120 days from exportation.”	Exchange Regulation in Thailand / A Guide for General Public <a href="http://www.bot.or.th/bothomepage/General/Laws_Notif_Forms/ExchangeControl/guide_t.htm">www.bot.or.th/bothomepage/General/Laws_Notif_Forms/ExchangeControl/guide_t.htm</a>
Venezuela	180	“ la obligación de venta de divisas al Banco Central de Venezuela deberá ejecutarse en un plazo de hasta ciento ochenta días continuos, contados a partir de la fecha de la operación de exportación[...]”	Providencia mediante la cual se establecen los requisitos, controles y trámites para la administración de divisas correspondiente a las exportaciones ( Providencia No. 070) <a href="http://www.cadivi.gov.ve/comunicaciones/normativa/pdf/provid_071.pdf">www.cadivi.gov.ve/comunicaciones/normativa/pdf/provid_071.pdf</a>

Malásia	180	" All export proceeds are required to be repatriated to Malaysia in accordance with the payment schedule as specified in the sales contract, which should not exceed six months from the date of export."	Current Account Transactions <a href="http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=190&amp;pg=542&amp;ac=14&amp;tpl_id=181">www.bnm.gov.my/index.php?ch=190&amp;pg=542&amp;ac=14&amp;tpl_id=181</a>
África do Sul	180	" Exports are obligated to sell goods exported within a reasonable time but not later than six months from the date of shipment and to receive the full currency proceeds not later than six months from the date of shipment."	Exchange Control Manual / General Requirements, Procedures and Norms Applied with respect to Particular Types of Transactions <a href="http://www.reservebank.co.za/inter/net/Publication.nsf/LADV/841116A1DD966BF2442256F3F004EDC88/\$File/K.pdf">www.reservebank.co.za/inter/net/Publication.nsf/LADV/841116A1DD966BF2442256F3F004EDC88/\$File/K.pdf</a>
Índia	180	" The amount representing the full export value of goods or software exported shall be realised and repatriated to India within six months from the date of export[...]"	Foreign Exchange Management Act / Foreign Exchange Management (Export of goods and Services) Regulations, 2000 <a href="http://www.rbi.org.in/index.dlil/135224?OpenECMStory?s1secid=1&amp;s2s2secid=0">www.rbi.org.in/index.dlil/135224?OpenECMStory?s1secid=1&amp;s2s2secid=0</a>
Chile	180	"El retorno al país en divisas y la liquidación, a moneda nacional, del valor que corresponda obtener por las exportaciones de mercancías, dentro de los plazos que determine el Banco. El plazo para el retorno no podrá ser inferior a noventa días, contado desde la fecha del respectivo embarque: ni el plazo para la liquidación de divisas, inferior a diez días, contado desde la fecha de vencimiento del plazo de retorno[...]. Se presume legalmente que la fecha de pago no podrá ser posterior en más de 180 días a la del embarque de la mercancía, a la partida de la nave, al siniestro de la mercancía o a la fecha en que se contrajo la obligación, según corresponda."	Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile <a href="http://www.bcentral.cl/esp/fuyorg/leyorganica/ley03.htm">www.bcentral.cl/esp/fuyorg/leyorganica/ley03.htm</a>
Colômbia	180	" [...]las divisas provenientes de operaciones de cambio del mercado cambiario deben canalizarse por conducto de los intermediarios autorizados para el efecto o a través del mecanismo de compensación previsto en esta resolución, dentro de un plazo máximo de seis meses, contados desde la fecha de la recepción de las divisas."	Resolución Externa Número 8 de 2000 <a href="http://www.banrep.gov.co/regimen/compendio/compendioes8de2000.pdf">www.banrep.gov.co/regimen/compendio/compendioes8de2000.pdf</a>

Marrocos	150	" Exporters in Morocco can keep their receipts during 150 days."	Correspondência de Samia Bzioui Bank Al-Maghrib Département de la Communication 277, avenue Mohammed V Rabat Tél: (212) 37 70 26 26 (Poste: 7354) Fax:(212) 37 70 66 62 Visit Bank Al-Maghrib on the web at: <a href="http://www.bkam.gov.ma">www.bkam.gov.ma</a>
Coréia do Sul	180	" A resident must collect and bring into Korea any claims against nonresidents which exceed the amount equivalent to US\$ 100,000 per case, within six months of the maturity date thereof or the date upon which conditions thereon are fulfilled."	Foreign Exchange Transactions Act <a href="http://www.bok.or.kr/index.jsp">www.bok.or.kr/index.jsp</a>

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A economia brasileira iniciou a sua liberalização financeira nos final dos anos 1980. A abertura de canais legais, particularmente em 1992, para que o país recebesse e pudesse enviar volumosos montantes de recursos ao exterior explica a ocorrência de seis crises cambiais. As crises de 1999 e 2002 tiveram origens internas. As crises dos anos de 1995, 1997, 1998 e 2001 ocorreram por efeito-contágio das crises cujos epicentros foram, respectivamente, o México, diversos países asiáticos, a Rússia e a Argentina (potencializada por diversos outros acontecimentos, entre eles, atentados terroristas, falsificação de balanços nos Estados Unidos etc).

O ingresso do país na globalização financeira ainda não gerou os benefícios econômicos (crescimento e bem-estar social) prometidos pelos teóricos da liberalização (ver, por exemplo, Fischer, 1998). Desde que foram tomadas as iniciativas pelo BCB e pelo CMN para abrir a conta de capital do balanço de pagamentos brasileiro e, portanto, integrar o sistema financeiro brasileiro ao sistema financeiro internacional, o país teve uma taxa de crescimento medíocre. Nem trabalhos empíricos, considerados neste caso insuspeitos, de técnicos do FMI (ver, por exemplo, Edison, Klein, Ricci & Slok, 2002) comprovam a existência de qualquer relação entre abertura da conta de capitais e taxa de crescimento econômico.

O CMN e o BCB mantêm o país na rota da liberalização financeira, cada dia mais acentuada. As novas medidas reafirmam e consolidam a estratégia liberalizante e, além disso, indicam o próximo passo: o fim da cobertura cambial nas exportações. Há duas crenças que sustentam a convicção nesta estratégia. A primeira, que os especuladores (e/ou exportadores) são capazes de estabilizar a taxa de câmbio em momentos críticos, o que já foi refutado pela experiência recente. A segunda, que se os benefícios advindos da integração financeira ainda não chegaram é porque é preciso aprofundar a liberalização, o que a experiência futura



jamais poderá refutar — porque sempre será possível aprofundar a liberalização e, então, este argumento poderá ser repetido eternamente. Estas idéias são meras crenças subjetivas e vagas porque já foram refutadas pelas experiências passadas ou porque jamais poderão ser refutadas por experiências futuras.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARIDA, P. (2003). “Por uma moeda plenamente conversível.” *Revista de economia política*, 23(3): pp. 151-4.
- BCB, (1993). “O regime cambial brasileiro — evolução recente e perspectiva,” *Banco Central do Brasil*, novembro.
- DAVIDSON, P. (1982). *Intenational Money and the Real World*. London: MacMillan.
- FISCHER, S. (1998). “Capital account liberalization and the role of the IMF”, *Essays in International Finance*, Princeton n. 207, .
- FONSECA, R.G. (2005). “Câmbio flutuante e quase livre,” *Folha de São Paulo*, 19 de março.
- FRANCO, G & Pinho Neto, D.M. (2004). “A desregulamentação da conta de capitais: limitações macroeconômicas e regulatórias”. Versão final de 18 de junho. Manuscrito.
- FRIEDMAN, M. 1953. “The Case for Flexible Exchange Rates,” In *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press. pp.157—203.
- EDISON, H., Klein, M., Ricci, L. & Slok, T. (2002). *Capital account liberalization and economic performance: survey and sinthesis*, IMF WP/02/120.
- POLAK, J.J. (1992). “Reserve currency”. In: Newman, P., Milgate, M. & Eatwell, J., (organizadores), *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*. London: MacMillan.
- QUIXADÁ, V. & Branquinho, R. (2003). “Ação civil e de improbidade,” *Ministério público federal* — procuradoria da República no Distrito Federal.
- SCHWARTSMAN, A. (2004). “Contas CC5,” *Valor econômico*, Caderno Eu — fim de semana, 27 de agosto.