

## Reflexões sobre "Abertura" da Economia e Política Cambial

Carlos von Doellinger \*

### ● INTRODUÇÃO

Entende-se que o sistema cambial mais adequado a uma política de "abertura" da economia ao exterior, nas condições atuais do Brasil e do resto do mundo, seria o mercado de câmbio livre, ou eufemisticamente "flutuante", em que as cotações das moedas estrangeiras fossem determinadas pela oferta e procura de divisas.

A intervenção da autoridade monetária nesse mercado - óbvia e imprescindível - far-se-ia por meio da compra e venda de divisas, visando determinadas metas desejadas de reservas internacionais, que se inserem em objetivos mais amplos de política monetária.

Apesar de não ser esta ainda a realidade brasileira, parece ser a direção que o governo se inclina a seguir em futuro próximo, conjugada à política de abertura da economia. É nesse sentido, de liberdade aos mercados, que seguem as demais reformas na área econômica.

Embora a teoria seja simples, sua aplicação, na realidade atual, tem-se mostrado problemática. Não apenas a economia brasileira é hoje uma das mais fechadas do mundo ocidental - com coeficiente de abertura às importações da ordem de 4 a 5% do PIB (no início dos anos 80 era de 6 a 8%) -, como se encontra na presença de uma "demanda reprimida" de divisas em valores que podem atingir quase US\$ 15 bilhões até o final do ano, na forma de pagamentos atrasados contratuais de juros, remessas de

rendas (lucros e dividendos) e até mesmo do principal de dívidas vencidas e não roladas. A suspensão desses pagamentos data de julho de 1989, com a centralização do câmbio no Banco Central (Bacen) prevista já na Resolução 1.564, de 16/01/89. Como argui o próprio Banco, esta decisão deve-se à "necessidade de manutenção de um nível mínimo de reservas em caixa, da ordem de 7 bilhões de dólares, em face da insuficiência da entrada de novos recursos".<sup>1</sup>

Além disso, em junho, julho e agosto o governo aparentemente renunciou à participação mais vigorosa na compra de divisas visando o aumento de reservas. Isto deve-se provavelmente à prioridade absoluta conferida ao controle da liquidez com o objetivo de combater a inflação, meta absoluta de curto prazo. Com isto a posição de reservas internacionais, em início de setembro, estava em torno de apenas US\$ 8 bilhões. Embora não estejam disponíveis dados oficiais recentes, estima-se que esta posição de "caixa" de reservas internacionais tenha evoluído ao final de setembro para US\$ 9 bilhões, em decorrência do retorno das compras de divisas pelo Bacen. Esta posição, contudo, como se mostra adiante, ainda é insuficiente ao equilíbrio do mercado cambial. Por outro lado, as propaladas ações do Bacen voltadas para a redução das cotações do "dólar para lelo" foram feitas em prejuízo de aumentos maiores de reservas, já que se constituíram em operações de arbitragem, através da compra de ouro nos mercados internacionais (ao dólar comercial) e venda

\*  
Do IPEA-Rio.

<sup>1</sup>  
Banco Central do Brasil, Relatório 1989, p. 88.



no Brasil (ao dólar paralelo). São operações "lucrativas" para o Bacen e contracionistas, mas consomem reservas.

O resultado de tudo isso é que a taxa de câmbio parece indicar uma valorização anormal do cruzeiro, mesmo considerando períodos históricos anteriores de reconhecido "irrealismo cambial". Estimativas recentes do IPEA dão conta de de fasagem da ordem de 40% para a taxa de câmbio efetiva real, comparada à média em 1985, ou mesmo 1987. Segundo esta conceituação, o câmbio situa-se hoje (20 de setembro) no mesmo patamar de setembro de 1989, ano em que esteve no nível mais baixo da década.<sup>2</sup>

A proposta de abertura da economia se coloca, portanto, diante de conjuntura anormal, do ponto de vista cambial, e nem parece apresentar as supostas vantagens de "curto prazo" que, no argumento de alguns, "ajudaria no combate à inflação". Na verdade, parece mesmo algo inconsistente com esta meta de governo. Hoje os produtos importados estão "baratos", mas as importações continuam reprimidas.<sup>3</sup> Para que causem impacto significativo nos índices gerais de preço, das duas uma: ou a taxa de câmbio tenderia a se elevar, o que anulava grande parte das vantagens de preços dos importados, ou o país utilizaria, de alguma forma, suas reservas internacionais, o que é uma alternativa extremamente perigosa. Corre-se o risco de importar apenas bens de consumo, gastar inutilmente reservas e arquitetar problemas graves de médio prazo para o balanço de pagamentos.

A suspensão dos pagamentos dos juros da dívida externa, por seu turno, pode ser ainda prolongada, mas já se sabe que o governo comprometeu-se a renegociar as dívidas e retomar os pagamentos no próximo ano, o que parece sugerido no parágrafo 28 da Carta de Intenções

enviada ao FMI em 14 de setembro último.

Diante desse quadro, o objetivo dessas reflexões é tentar algumas simulações, ainda que rudimentares, das contas do balanço de pagamentos, e com isto antever ações do governo na área cambial supostamente mais consistentes com os objetivos de abertura da economia e de preservação da liquidez internacional do país, conquanto coerentes com a política de estabilização.

#### ● O BALANÇO DE PAGAMENTOS EM 1988, 1989 E 1990

Os dois últimos exercícios do balanço de pagamentos apresentaram resultados bastante díspares. Como se vê na tabela a seguir, de um superávit de quase US\$ 7 bilhões em 1988, passou-se a um déficit global superior a US\$ 3 bilhões em 1989. Estes resultados refletiram situações marcadamente distintas do relacionamento do país com a comunidade financeira internacional, tanto que o déficit resultou do saldo negativo da conta de "capitais" (déficit de US\$ 4 bilhões).

Em 1988, têm-se os acordos firmados com o FMI, os bancos e o Clube de Paris e a regularização da moratória herdada do fim do "Plano Cruzado" e, em 1989, o não cumprimento e a inoperância do acordo com o FMI, a centralização do câmbio e a suspensão das remessas de capitais, de rendas e dos juros. A política cambial em 1988 foi razoavelmente "realista", obtendo-se superávit comercial de US\$ 19,2 bilhões, enquanto que em 1989 foi crescentemente irrealista, do que resultou uma redução do superávit para US\$ 16,1 bilhões e um saldo em conta corrente de US\$ 1,1 bilhão, contra US\$ 4,9 bilhões em 1989.

Já o cenário para 1990 pressupõe

<sup>2</sup> Ver Carta de Conjuntura, nº 19, setembro de 1990.

<sup>3</sup> Embora eliminadas as restrições administrativas e as proibições, permanecem extremamente altas as tarifas do imposto de importação, apesar das recentes reduções.

## BRASIL: BALANÇO DE PAGAMENTOS

(US\$ Milhões)

63

IPEA  
BOLETIM  
CONJUNTURAL  
Nº 11  
OUTUBRO/90

DISCRIMINAÇÃO	1988	1989	1990 (projeção)
<u>A. Balança Comercial</u>	19.184	16.111	11.600
Exportação FOB	33.789	34.392	32.100
Importação FOB	14.605	18.281	20.500
<u>B. Serviços</u>	-14.389	-14.932	-15.743
"Não-fatores" (líquido)	-4.557	-5.157	-5.000
Juros	-9.832	-9.775	-10.743
Receita	759	1.196	1.300
Despesa	-10.591	-10.971	-12.043
<u>C. Transferências</u>	94	245	-
<u>D. Transações Correntes</u>	4.889	1.124	-4.143
<u>E. Capitais</u>	2.921	-4.129	- <sup>a</sup>
Investimento direto (líquido)	2.296	130	-
Financiamento (líquido)	5.177	3.510	-
Empréstimo em moeda	9.680	25.683	-
Amortizações	-15.226	-33.456	-
Pagas	-7.750	-5.360	-
Refinanciadas	-7.476	-28.096	-
<u>F. Erros e Omissões</u>	-883	-372	-
<u>G. Saldo Global</u>	6.977	-3.077 <sup>b</sup>	-

Fontes: 1988 e 1989: Banco Central do Brasil, Relatório 1989; e  
1990: balança comercial: projeções do GAC/IPEA, setembro de 1990;  
serviços não-fatores: projeção do autor; e  
juros: projetados à taxa média de 10,5% para a prime e de 9,5% para a Li-  
bor, com 75% da dívida a taxas flutuantes e 25% a taxas fixas.

<sup>a</sup>Não estão disponíveis informações ou dados que permitam projetar a conta de capitais em 1990.

<sup>b</sup>Este déficit foi "financiado" com atrasados no valor de US\$ 4.606 milhões a partir de junho de 1989.

um déficit em conta corrente da ordem de US\$ 4,1 bilhões, com um resultado provavelmente também negativo na conta de capitais, embora dificilmente quantificável. O déficit global será, portanto, bem superior ao de 1989.

Em vista dessas projeções, é certo que o saldo de pagamentos atrasados, que ao final de 1989 ascenderia a US\$ 4,6 bilhões, irá se elevar até o final do ano. Supondo

em US\$ 10 bilhões o montante aproximado de juros devidos aos bancos credores e ao Clube de Paris e admitindo, por disposição manifesta do governo, que nenhum pagamento seria feito antes de concluído um acordo de renegociação da dívida, é possível que o saldo de "atrasados" se aproxime dos US\$ 14,6 bilhões ao final do ano.

A contrapartida dessa elevação de "atrasados" poderia ser o aumento



das reservas internacionais em valor equivalente, aproximadamente, à diferença entre a "economia" de US\$ 10 bilhões e o déficit em conta corrente de US\$ 4,1 bilhões, na ausência (pouco provável) de déficit na conta de capitais. Nessa melhor hipótese possível, o saldo de reservas internacionais do país, no conceito de "caixa", elevar-se-ia de US\$ 7,3 bilhões em dezembro de 1989 para cerca de US\$ 13,1 bilhões ao final de 1990. Como este valor é inferior ao saldo de "atrasados", no conceito "líquido" a posição seria negativa em US\$ 1,5 bilhão.<sup>4</sup> Pareceria, portanto, irrealista admitir a possibilidade de regularização dos pagamentos a curto e médio prazos, mesmo que em valores mais reduzidos. Simplesmente não há dinheiro em caixa.

Como se coloca, então, a perspectiva de abertura da economia e da política cambial para 1991, frente a esta tendência?

Admitindo que haja algum espaço para reposicionamento da taxa de câmbio na direção de "mercado livre", e que isto seja compatível com a política monetária programada para os próximos meses, qual seria a postura esperada da autoridade monetária?

#### ● UM CENÁRIO DE POLÍTICA CAMBIAL E BALANÇO DE PAGAMENTOS EM 1991

Pode-se verificar que há um desequilíbrio básico no mercado de câmbio causado pela demanda reprimida por divisas provenientes das "contas financeiras" do balanço de pagamentos (capitais, juros e rendas), além do nível anormalmente baixo de importações, reflexo da reconhecida repressão a que foram submetidas nos últimos anos.

Somente nessa anormal situação de demanda reprimida é possível evitar maiores perdas de reservas com

câmbio valorizado. As exportações, embora em níveis menores que em 1989, parecem sofrer pouco com a defasagem cambial. Isto pode ter sido causado em parte pela redução do salário real, que elevou a relação câmbio/salário, e pode também ser decorrência da redução da demanda interna, o que induz a alguma compensação pela demanda externa. De qualquer forma, é bom considerar com cautela este resultado. O valor projetado para exportações em 1990 pode não ser atingido.

Diante dessas condições, consideradas anormais, como balizar uma política supostamente mais adequada, tendo em vista a maior abertura prevista para 1991?

A tendência mais provável é que o saldo da balança comercial sofra maior redução em 1991, caso permaneça a liberalização das importações sem realinhamento cambial. Com maiores gastos previstos na importação de petróleo e com o aumento do coeficiente dos demais produtos importados em relação ao PIB, pode-se esperar importações totais não inferiores a US\$ 22 bilhões - talvez US\$ 23 bilhões -, o que implicaria redução significativa do saldo comercial.

Poder-se-ia também prever elevação das taxas de juros internacionais (no mínimo, manutenção das taxas atuais, o que implica juros devidos mais elevados). O aumento de importações resultaria também em gastos adicionais com transporte e seguro, o que provavelmente elevaria o déficit de serviços "não-fatores". Em resumo, os desequilíbrios pareceriam maiores, o que dificultaria um acordo satisfatório com os bancos credores e a normalização dos débitos pendentes e resultaria afinal em dificuldades maiores na compatibilização da postura liberalizante da "abertura" com relações mais harmoniosas do país com o sistema financeiro internacional. Isto tam-

4  
Sabe-se, no entanto, que a posição de reservas líquidas será certamente bem negativa ao final do ano, por conta da saída líquida de capitais e das perdas resultantes das arbitragens com o ouro. Indicação clara nesse sentido é dada pela meta de reservas líquidas internacionais, constante do Memorando Técnico anexo à Carta de Intenções ao FMI. No conceito de "reservas ajustadas líquidas", em que são deduzidos os atrasados e outros compromissos pendentes, a posição não poderia ser "inferior a -US\$ 5.360 milhões" em dezembro de 1990, contra valor positivo de US\$ 641 milhões em dezembro de 1989. Apenas no primeiro trimestre do ano registrou-se déficit de US\$ 2.614 milhões na conta de capitais, contra um saldo positivo de US\$ 305 milhões no primeiro trimestre de 1989 (Banco Central).



bem inibiria o desejado retorno de capitais externos ao Brasil.

Há, porém, um cenário alternativo. Com o câmbio livre e o Banco Central atuando na compra de divisas com a meta explícita de formar reservas visando constituir uma provisão à regularização dos pagamentos, o quadro passa a ser outro. Ter-se-ia certamente elevação significativa da taxa de câmbio real e, portanto, maiores exportações. O efeito sobre as importações poderia ser neutralizado pela redução da proteção tarifária, mantendo-se com isso o espaço para a "abertura" comercial. Os demais serviços sofreriam alguma redução, e talvez se lograsse também reverter o movimento de capitais.

A existência da provisão de reservas daria maiores chances de algum acordo de renegociação da dívida, aliviando as tensões atuais. Este objetivo já foi divulgado pelo governo, embora, naturalmente, sem qualquer quantificação. Esta linha de atuação da política cambial, aparentemente iniciada em meados de setembro, pressupõe a ausência de indexação da economia, pois do contrário a elevação da taxa de câmbio transmitir-se-ia aos preços internos, reanimando a inflação e provavelmente inibindo novamente a ação do Banco Central. Outro pressuposto premente é a existência de algum "espaço" na condução da política monetária. Supondo, apenas como ilustração, que as reservas sejam elevadas em US\$ 1 bilhão ao mês (como ocorreu em setembro), o dispêndio mensal do Banco Central seria de Cr\$ 83 bilhões ao mês (à taxa de câmbio do final de setembro), equivalente a 14% do saldo da base monetária do final de setembro.

#### ● RESUMO E CONCLUSÕES

Argumenta-se que o suposto regime de "taxas flutuantes" de câmbio,

iniciado em março último, não refletiu a totalidade da demanda de divisas, até meados de setembro. Isto porque parcela considerável da demanda por moeda estrangeira permaneceu reprimida: importações, remessas ao exterior, pagamentos de juros, lucros, etc. Com isso, a taxa de câmbio real encontra-se certamente em nível muito inferior ao de equilíbrio de mercado.

Supondo a abertura da economia ao exterior já em curso normal em 1991 - até agora foi pouco mais do que "anunciada" -, cabe ao Banco Central iniciar participação mais ativa no mercado, formando reservas como provisão para o início da regularização das transações financeiras, em função do que consideraria razoável como parcela de pagamentos a serem feitos em 1991. Isto, naturalmente, deveria partir de alguma definição dos critérios e pressupostos do governo com relação à renegociação da dívida externa.

Esta atuação no mercado, aparentemente iniciada em meados de setembro e que parece indicar a política que será adotada em 1991, tem por objetivo repor uma parcela da demanda que hoje não é exercida, devendo resultar naturalmente em elevação da taxa de câmbio. Este reposicionamento, por seu turno, estimula as exportações de bens e serviços, sinalizando maior segurança à política de abertura da economia, e permite, por fim, o reinício de um processo de regularização dos compromissos com a dívida externa, contribuindo talvez para reverter a saída líquida de capitais que ocorria até agosto último.<sup>5</sup> Os preços das importações podem ser menos atingidos caso os aumentos da taxa cambial sejam compensados com menores alíquotas de impostos de importação.

Os custos dessa atuação seriam, de um lado, as possíveis pressões inflacionárias causadas pelos au-

<sup>5</sup> Saída líquida proveniente do retorno de investimentos diretos, da redução das linhas de crédito comercial e dos depósitos interbancários.

mentos de custos do reposicionamento cambial e, de outro, a expansão monetária resultante da compra das divisas pelo Banco Central, que poderia ser avaliada, grosseiramente, em Cr\$ 83 bilhões ao mês (a preços de setembro). Esta demanda precisaria ser compensada pelo próprio Banco Central, ou pelo Tesouro Nacional (na forma de um superávit primário), para manter-se a programação monetária contracionista prevista para o segundo semestre do ano (expansão de M1 não superior a 14%) e especialmente ao longo de 1991.