



ARTIGOS
TÉCNICOS

A POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA NO PÓS-GUERRA

César Roberto Leite da Silva
Maria Auxiliadora de Carvalho

1 - INTRODUÇÃO

O setor externo sempre desempenhou um papel importante na economia brasileira. Quando o País optou pelo desenvolvimento econômico baseado na industrialização substitutiva de importações a taxa de câmbio, às vezes acompanhada de outras medidas de política comercial, se tornou o principal instrumento através do qual o governo procurou atingir seus objetivos. Mais recentemente, a partir do final da década de 60, na fase de abertura da economia brasileira, um engenhoso esquema de minidesvalorizações cambiais auxiliou tanto a mudança na pauta de exportações, até então dominada pelos produtos primários, como encontrar no setor externo parte do dinamismo que o processo de substituição de importações vinha perdendo.

O objetivo deste trabalho é apresentar a evolução da política cambial do Brasil a partir de meados da década de 40. Inicialmente, será discutida a evolução dos sistemas cambiais, que regularam as transações econômicas internacionais deste século. Em seguida serão mostradas as principais fases da política cambial brasileira. A última parte procura avaliar a política cambial do ponto de vista da teoria da paridade do poder de compra.

2 - A EVOLUÇÃO DOS SISTEMAS CAMBIAIS⁽¹⁾

Após a I Guerra Mundial o padrão-ouro não se mostrava mais um regime cambial capaz de operar as transações econômicas internacionais de maneira eficiente. Os países que estiveram envolvidos de forma direta no conflito desrespeitaram as regras de ajuste, adotando internamente medidas que neutralizavam as transferências de recursos, como políticas de redesconto e de mercado aberto, impedindo que as transferências de recursos promovessem o ajustamento automático das contas externas.

(¹) Este item está baseado em: Munhoz, D. G. Bretton Woods e as paridades cambiais. Conjuntura Econômica, v.26, n.5, 1972, p.60-62; Munhoz, D.G. Sistemas cambiais: evolução. Conjuntura Econômica, v.28, n.9, 1974, p.70-73 e Dornbush, Rudiger. Flexibilidade cambial e sobrevalorização do dólar. Conjuntura Econômica, v.39, n.6, 1985, p.101-108

A crise de 29 precipitou a ruptura do sistema do padrão-ouro. Em setembro de 1931, a Inglaterra, pressionada por retiradas estrangeiras e pelo balanço de pagamentos em deterioração, suspendeu a conversibilidade da libra, e permitiu, através do mercado, que sua moeda se desvalorizasse em 30%. Os Estados Unidos, que não abandonaram o padrão-ouro, em face de seus problemas econômicos internos, em janeiro de 1934 depreciaram, o dólar em quase 70%. A onça "troy" (31,1g de ouro puro, aproximadamente, teve seu preço majorado de US\$20,67 para US\$35).

A II Guerra Mundial evidenciou a necessidade de se estabelecer um regime cambial que permitisse tanto a transformação da economia norte-americana em uma economia de paz quanto criasse condições para o revigoramento das economias européias, mais duramente atingidas. Em julho de 1944, em Bretton Woods (New Hampshire, EUA), foram lançadas as bases de um novo sistema monetário internacional. As delegações de 44 países definiram a criação do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Mundial, assim como apoiaram o Plano White, norte-americano, que propunha um sistema cambial referenciado no dólar, com paridades fixas. O dólar, por sua vez, manteria uma relação de troca constante com o ouro, US\$35 por onça "troy". Dessa forma o sistema monetário internacional passou a ser regido por um padrão dólar-ouro, com taxas fixas de câmbio. Cada moeda poderia ter uma variação máxima de 1% para cima ou para baixo, em relação ao dólar. Maiores variações só poderiam ser realizadas mediante consulta ao FMI.

Até os anos 50 o novo regime cambial cumpriu seu papel. A estabilidade cambial, em contraste com o sistema de taxas flutuantes do período entre-guerras, certamente contribuiu para que o comércio internacional apresentasse as maiores taxas de crescimento de sua história. Mas o passar do tempo mostrou a inconsistência de alguns pressupostos do sistema de taxas fixas.

O problema mais grave foi o fato do acordo de Bretton Woods pressupor estabilidade de preços a nível mundial. Só assim as paridades fixas se sustentariam. A evolução de preços, em taxas diferenciadas, nos países participantes do acordo, acabou por reintroduzir no sistema uma distorção semelhante às desvalorizações competitivas, característica do período de taxas flutuantes. Quando dois parceiros comerciais apresentavam taxas de inflação diferentes, o país com maior elevação de preços tenderia a se tornar deficitário, pois a sobrevalorização cambial estimula as importações e dificulta as exportações. O país mais estável, por sua vez sairia beneficiado.

A conversibilidade do dólar em ouro certamente ajudou a desestabilizar o sistema de taxas fixas. Durante os anos 60 a França passou a trocar seus dólares por ouro, junto aos Estados Unidos. Em agosto de 1971, pressionado por desequilíbrios na balança comercial, em boa parte causados pela sobrevalorização do dólar, e pela diminuição de suas reservas de ouro, o governo norte-americano instituiu uma sobretaxa de 10% nas importações. A intenção era forçar uma valorização das outras moedas em relação ao dólar, para aumentar, nesses países, as importações de bens produzidos nos Estados Unidos, e ao mesmo tempo reduzir a competitividade de seus produtos no mercado norte-americano. Ainda nesse mês foi suspensa a conversibilidade do dólar em ouro quebrando assim, unilateralmente, um dos principais compromissos firmados em Bretton Woods. Finalmente, em dezembro de 1971 foi firmado o Acordo Smithsoniano, no qual os Estados Unidos desvalorizaram o dólar em relação ao ouro, que passou a custar US\$38 a onça "troy" e suspenderam a sobretaxa às importações, em troca da valorização das moedas das outras nações industrializadas.

Essas não conseguiram dar a estabilidade desejada ao sistema monetário internacional. Os Estados Unidos continuaram acumulando pesados déficits comerciais, com a conseqüente remessa de dólares para o exterior, principalmente Alemanha e Japão. Nesses países, em particular, surgiram pressões para uma nova desvalorização do dólar, que acabou ocorrendo em fevereiro de 1973, quando foi estabelecido a cotação de US\$42,22 a onça "troy" de ouro. Desde então os principais países industrializados vem adotando um regime de taxas de câmbio flutuantes em relação ao dólar. Os países da Comunidade Econômica Européia (CEE) julgaram que a flutuação das taxas de câmbio entre os países membros prejudicaria o comércio regional, e decidiram que suas moedas flutuariam em relação ao dólar, mas manteriam uma paridade fixa entre si. Mas parece que o sistema de taxas fixas de câmbio não é mais possível mesmo dentro de uma política de integração. A partir de 1974 vários membros da CEE abandonaram o sistema.

A partir de 1979/80, o dólar vem se sobrevalorizando em relação às moedas europeias e japonesa. Esse fato, associado à inflação americana mais elevada e ao crescimento da produtividade menor que a desses países, certamente ajuda a explicar um déficit em transações correntes em 1985, que é o maior dos últimos 15 anos. Há quase um consenso que a sobrevalorização do dólar não reflete uma realidade auto-sustentada. DORNBUSCH⁽²⁾ aponta três razões, não necessariamente auto-excludentes, para isso: o fator "porto seguro", as "bolhas" de expectativas e a combinação de políticas econômicas divergentes entre os Estados Unidos e os principais países industrializados. O primeiro argumento significa que os Estados Unidos tornaram-se um lugar relativamente mais atraente para os investimentos do resto do mundo. O argumento das "bolhas" diz que nos mercados de ativos os preços de moedas podem não estar relacionados com as condições econômicas básicas. Finalmente, enquanto o governo norte-americano pratica uma política fiscal expansionista, os europeus e o Japão têm um comportamento inverso.

Muitos analistas julgam que as taxas flutuantes de câmbio não são mais adequadas para regular as transações econômicas internacionais na atualidade. Alguns propõem uma volta ao regime de taxas fixas. Contra essa proposta há o fato de que as políticas fiscais e monetárias das principais economias mundiais precisariam estar harmonizadas para sustentar as paridades, o que parece ser difícil de se conseguir. Outro aspecto que deve ser considerado explicitamente na formulação de um novo regime cambial é a grande integração entre os mercados de capitais. Ao contrário da época de Bretton Woods, quando a questão era estimular e regulamentar fluxos de bens, a questão mais séria da atualidade é resolver o elevado volume de transferências entre países devedores e credores.

3 - A POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA⁽³⁾

O economista Fritz Machlup, citado por LEMGRUBER⁽⁴⁾, classifica os sistemas cam

(2) Op. cit. nota 1.

(3) Este item está baseado em Lemgruber, A.C. O sistema cambial brasileiro e as taxas flutuantes. Conjuntura Econômica, v.30, n.5, 1976, p.87-102.

(4) Op. cit. nota 3.

biais em: (a) taxas de câmbio fixas e imutáveis; (b) taxas de câmbio fixas e ajustáveis; e (c) taxas de câmbio flexíveis ou flutuantes. Grosso modo, o padrão-ouro é o sistema que mais se aproxima das taxas de câmbio fixas e imutáveis, que na verdade, é mais um regime teórico de referência. O acordo de Bretton Woods idealizou um sistema de taxas fixas e ajustáveis, que foi seguida até o início da década de 70. A partir de então tem-se um regime de taxas flexíveis.

A partir de meados dos anos 40 o Brasil adotou uma razoável variedade de regimes cambiais. Como participante da reunião de Bretton Woods adotou inicialmente o sistema de taxas fixas de câmbio, que coexistiu com uma série de controles cambiais que procurava compatibilizar a opção explícita de industrialização através da produção doméstica de bens anteriormente importados com o controle das importações.

Durante a II Guerra o Brasil acumulou um razoável volume de divisas, que se esgotou rapidamente nos dois primeiros anos de paz. Em meados de 1947, tentando estancar a evasão de divisas e equilibrar as contas externas, o país adotou um esquema de controle de câmbio, que incorporou paulatinamente regimes de licenças-prévias, orçamento de câmbio e sistemas de contingenciamento.

Não obstante esse controle o intercâmbio de bens e serviços era deficitário. Para tentar resolver esse problema foi criado, em janeiro de 1953, um mercado de câmbio livre, que propiciou uma desvalorização de moeda nacional da ordem de 131%. Em outubro do mesmo ano foi instituído o regime de leilões cambiais, com cinco categorias, que, na prática, equivalia a um sistema de taxas múltiplas de câmbio. As diferenças entre a taxa oficial e as taxas das cinco categorias mostravam o estímulo para a importação de alguns bens considerados essenciais.

Em 1957, a Lei da Reforma Tarifária instituiu as tarifas "ad valorem", que passaram a absorver a responsabilidade de controlar as importações, tarefa desempenhada até então pela política cambial. O sistema de taxas múltiplas foi reduzido para três categorias, em ordem crescente de prioridade: especial, geral e preferencial.

Em 1961 iniciou-se uma fase que ficou conhecida como de "realidade cambial", na qual o objetivo era aproximar a taxa de câmbio do ponto de equilíbrio. As importações da categoria preferencial passaram a ser feitas pelo mercado livre, eliminando-se o câmbio de custo. O mesmo aconteceu para os bens incluídos na categoria geral. Até 1964 foram tomadas mais algumas medidas, como o restabelecimento parcial do monopólio na compra de divisas pelo Banco do Brasil, subscrição de letras do tesouro e limites à aquisição de divisas pelos importadores.

Após 1964 procurou-se reduzir as medidas restritivas às operações cambiais e, em contrapartida desvalorizou-se substancialmente o cruzeiro buscando-se a taxa de equilíbrio. No início de 1967 foram abolidas as categorias geral e especial, estabelecendo-se o regime de câmbio único, e foi transferida integralmente para a política tarifária a responsabilidade pelo controle das importações.

Nesta época o processo de substituição de importações dava sinais de estar perdendo dinamismo. O governo muda o enfoque dado ao comércio exterior. No lugar de controlar as importações o país passa a estimular as exportações não-tradicionais, que passariam a fornecer parte do estímulo para o prosseguimento do processo de crescimento econômico. Dentro desse espírito é implantado, em agosto de 1968, o sistema de minidesvalorizações cambiais, baseado na teoria da paridade de poder de compra da moeda, que, a des

peito de algumas exceções praticadas no período recente, vem sendo seguido até a atualidade.

4 - A POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA E A PARIDADE DO PODER DE COMPRA

Nesta seção é analisada a política cambial brasileira, no período 1947-85, sob a ótica da paridade do poder de compra. O objetivo principal é, antes de estimar possíveis sub ou sobrevalorizações da moeda brasileira, observar, dentro de um espaço de tempo relativamente amplo, a forma como a taxa de câmbio nominal, aqui entendida como taxa de câmbio oficial, gravitou em torno da taxa calculada segundo o critério da paridade do poder de compra.

Inicialmente é apresentada de forma breve a teoria da paridade do poder de compra, e em seguida são mostrados os resultados para o caso brasileiro.

4.1 - Teoria da Paridade do Poder de Compra⁽⁵⁾

Os fundamentos da teoria da paridade do poder de compra já estavam implícitos nos escritos de economistas clássicos, como David Hume e David Ricardo. Na literatura atual, entretanto, essa teoria é associada a Gustave Cassel, que se colocou a seguinte questão: como o nível de preços doméstico está relacionada com os preços dos bens estrangeiros através da taxa de câmbio? Respondendo a essa pergunta Cassel observou que quando se avalia uma moeda estrangeira em termos da moeda nacional, ou seja, quando se paga por uma divisa, isso significa que a moeda doméstica possui poder de compra contra os bens e serviços do outro país. Portanto, a taxa de câmbio depende essencialmente do poder de compra relativo das duas moedas nos respectivos países. Quando essas moedas convivem com inflação a taxa de câmbio normal será igual à taxa anterior multiplicada pelo quociente dos níveis de inflação dos dois países. Essa taxa de câmbio é chamada de taxa de câmbio de paridade e na prática é calculada através da expressão:

$$I_{RPPC} = \frac{\sum_{i=1}^n a_i P_1^i}{\sum_{i=1}^n b_i P_1^{*i}} \cdot O_R$$

⁽⁵⁾ Uma discussão pormenorizada dos fundamentos e limitações da teoria da paridade do poder de compra pode ser encontrada em Mckinnon, R.I. Money in international exchange: the convertible currency system. New York, Oxford University Press, 1979.

onde: $1R^{ppc}$ = taxa de câmbio de paridade no ano 1;

$0R$ = taxa de câmbio nominal no ano 0;

$\sum_{i=1}^n a_i p_1^i$ = índice de preços domésticos; e

$\sum_{i=1}^n b_i * p_1^i$ = índice de preços dos principais parceiros comerciais.

4.2 - O Caso Brasileiro

A taxa de câmbio de paridade (TCP) do Brasil foi calculada tomando como período base a média dos anos 1970 e 1971, nos quais se considera que a taxa de câmbio nominal estava próxima do valor de equilíbrio. As inflações doméstica e do resto do mundo foram estimadas pelos índices de preços no atacado do Brasil e dos Estados Unidos. Naturalmente o comércio exterior do Brasil não se limita aos norte-americanos. Para que se tivesse uma idéia mais precisa da evolução da política cambial brasileira seria necessário levar em conta os principais parceiros comerciais do país, calculando-se a taxa de câmbio efetiva. Mesmo assim o uso exclusivo do índice de preços dos Estados Unidos pode fornecer uma idéia da evolução da paridade do cruzeiro.

Para se ter uma idéia mais clara dos períodos em que o cruzeiro se afastou da taxa de câmbio de paridade foi calculada também a taxa de câmbio real (TCR), que é obtida da relação entre a taxa de câmbio nominal ou oficial (TCN) e a taxa de câmbio de paridade (TCP).

Quando $TCR > 1$ há subvalorização cambial, e quando $TCR < 1$ a moeda está sobrevalorizada.

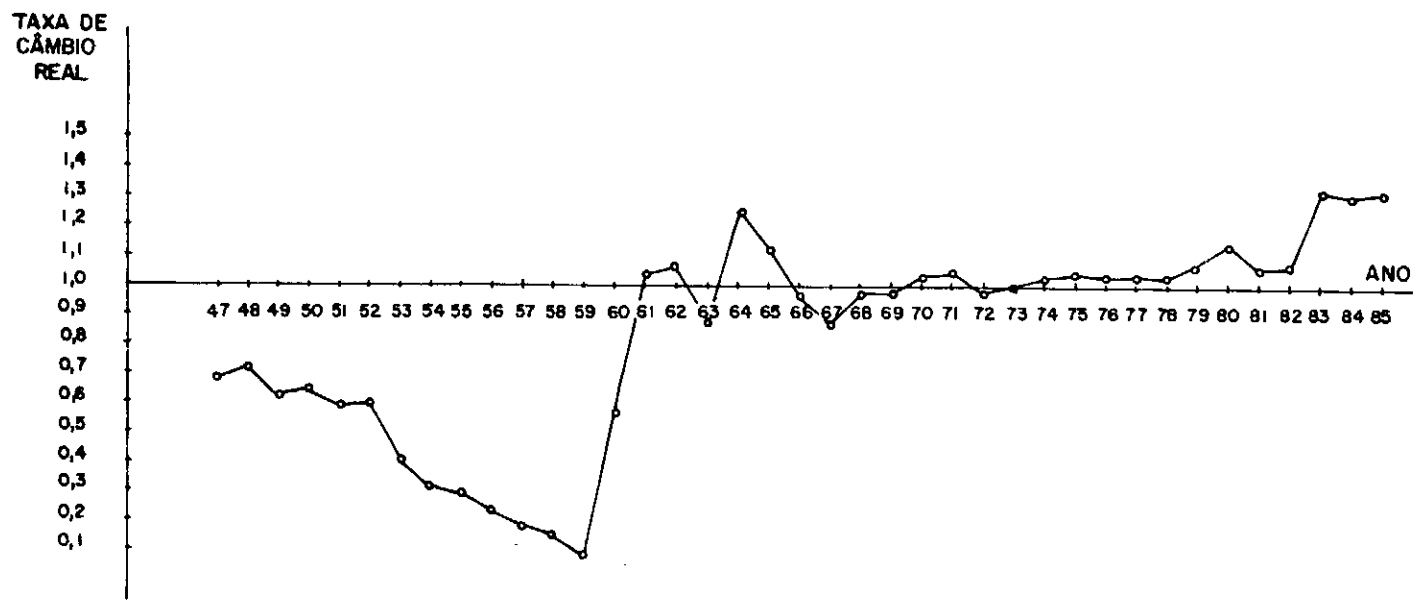
Os resultados da taxa de câmbio real confirmam o relato das etapas da política cambial brasileira no pós-guerra (figura 1). Até o final da década de 50 o cruzeiro esteve sobrevalorizado, quando observada a taxa de câmbio real. O grau de sobrevalorização aumentou mais fortemente nos anos 50, refletindo o grande diferencial entre as inflações brasileira e norte-americana. Com certeza a taxa de câmbio real está subestimada a partir de 1953. Durante o regime de taxas múltiplas uma parcela substancial das importações foi feita a taxas maiores do que a oficial.

No início da década de 60 o Governo tendeu a aproximar a taxa de câmbio oficial do seu ponto de equilíbrio, na tentativa de atingir o "realismo cambial". Até 1968 procedeu-se a ajustes abruptos na paridade do cruzeiro. A partir desse ano foi adotado explicitamente o critério da paridade do poder de compra para desvalorizar a moeda nacional em intervalos de tempo pequenos.

Essa política funcionou de forma estável durante a década de 70, apesar da deterioração das relações de troca causada pelo primeiro choque do petróleo ocorrido em 1973, e os consequentes déficits na conta de transações correntes (quadro 1).

Em 1979 é inaugurada uma fase que MARTONE ⁽⁶⁾ classifica como de "crescente tur

(6) Martone, C.L. A competitividade das exportações brasileiras e os instrumentos de política comercial. São Paulo, IPE/USP, 1983. 94p. (Trabalho para Discussão Interna, 01/83)



FONTE: Dados básicos do Banco Central do Brasil, Fundação Getúlio Vargas e Fundo Monetário Internacional.

FIGURA 1.- Taxa de Câmbio Real do Brasil, 1947-85.

QUADRO 1. - Taxas de Câmbio Nominal, de Paridade e Real, Transações Correntes e Relações de Troca, Brasil, 1947-85

(continua)

Ano	TCN ⁽¹⁾	TCP ⁽²⁾	TCR ⁽³⁾	TC ⁽⁴⁾	RT ⁽⁵⁾
1947	0,01873	0,0262	0,71	36	39,3
1948	0,01872	0,0252	0,75	63	38,5
1949	0,01872	0,0282	0,66	62	46,3
1950	0,01872	0,0277	0,68	74	81,3
1951	0,01872	0,0301	0,62	90	83,0
1952	0,01872	0,0351	0,53	36	78,6
1953	0,01874	0,0420	0,45	196	87,4
1954	0,01882	0,0514	0,37	-93	119,8
1955	0,01882	0,0553	0,34	90	103,2
1956	0,01882	0,0652	0,29	159	98,7
1957	0,01882	0,0800	0,24	-158	102,2
1958	0,01882	0,0889	0,21	-155	104,0
1959	0,01892	0,1285	0,15	-185	95,2
1960	0,10113	0,1680	0,60	-327	88,3
1961	0,24717	0,2372	1,04	-92	84,8
1962	0,37798	0,3508	1,08	-292	73,5
1963	0,565	0,6176	0,91	-70	79,5
1964	1,271	1,0030	1,27	216	89,1
1965	1,887	1,6750	1,13	392	94,4
1966	2,200	2,2729	0,97	93	86,4
1967	2,658	2,8559	0,93	-134	92,6

⁽¹⁾ Taxa de câmbio nominal: Cr\$/US\$.

⁽²⁾ Taxa de câmbio de paridade: Cr\$/US\$, calculada utilizando o Índice de Preços no Atacado (IPA) para o Brasil e o Wholesale Prices para os Estados Unidos.

⁽³⁾ Taxa de câmbio real: TCN/TCP.

⁽⁴⁾ Saldo da balança de pagamentos em transações correntes, exclusive remuneração de capitais e transferências unilaterais (milhões de dólares).

⁽⁵⁾ Termos de Troca (base: 1970/71 = 100).

Fonte: Dados básicos do Banco Central do Brasil, Fundação Getúlio Vargas e Fundo Monetário Internacional.

QUADRO 1. - Taxas de Câmbio Nominal, de Paridade e Real, Transações Correntes e Relações de Troca, Brasil, 1947-85

(conclusão)

Ano	TCN ⁽¹⁾	TCP ⁽²⁾	TCR ⁽³⁾	TC ⁽⁴⁾	RT ⁽⁵⁾
1968	3,396	3,4389	0,99	-324	96,8
1969	4,074	4,1653	0,98	-82	93,6
1970	4,594	4,5358	1,01	-251	103,8
1971	5,287	5,1139	1,03	-901	96,3
1972	5,934	6,0132	0,99	-974	101,9
1973	6,126	6,1367	1,00	-1.003	112,0
1974	6,790	6,6604	1,02	-6.222	91,6
1975	8,126	7,8018	1,04	-4.969	88,7
1976	10,670	10,4601	1,02	-3.829	99,6
1977	14,138	13,8694	1,02	-1.479	117,0
1978	18,063	17,8716	1,01	-2.829	100,7
1979	26,870	24,6852	1,09	-5.218	92,3
1980	52,699	45,3238	1,16	-6.009	76,4
1981	93,06	87,2581	1,07	-1.661	64,7
1982	179,39	165,9583	1,08	-2.808	62,8
1983	576,16	434,1163	1,33	4.063	62,7
1984	1.845,36	1.410,9520	1,31	11.345	67,5
1985	6.204,95	4.712,1724	1,32	10.768	64,4

(¹) Taxa de câmbio nominal: Cr\$/US\$.

(²) Taxa de câmbio de paridade: Cr\$/US\$, calculada utilizando o Índice de Preços no Atacado (IPA) para o Brasil e Wholesale Prices para os Estados Unidos.

(³) Taxa de câmbio real: TCN/TCP.

(⁴) Saldo do balanço de pagamentos em transações correntes, exclusive remuneração de capitais e transferências unilaterais (em milhões de dólares).

(⁵) Termos de Troca (base: 1970/71 = 100).

Fonte: Dados básicos do Banco Central do Brasil, Fundação Getúlio Vargas e Fundo Monetário Internacional.

bulência", quando foi quebrada uma regra de política cambial que vinha sendo seguida a 11 anos, com uma maxi-desvalorização de 30%, seguida por um período em que as desvalorizações foram pré-fixadas.

A iminente crise externa forçou o governo a manter o cruzeiro subvalorizado nos anos seguintes até que, no início de 1983, houve mais uma maxi de 30%. Até 1985 a taxa de câmbio se manteve num patamar de subvalorização de aproximadamente 30%.

A partir de fevereiro de 1986, o plano cruzado congelou a taxa de câmbio até outubro. Apesar de não se ter calculado a taxa de câmbio real desse período, há evidências de que a moeda brasileira se aproximou de uma situação de sobrevalorização. Em outubro foi, praticamente, restabelecido o esquema de minidesvalorizações cambiais como parte de uma estratégia de tentar recuperar as contas externas, que se deterioraram nitidamente nesse ano.

A observação da evolução da taxa de câmbio real confirma a hipótese que o setor externo desempenhou um papel importante na trajetória da economia brasileira, sobretudo a partir de meados da década de 40. Durante o período que ficou conhecido como de substituição de importações a sobrevalorização cambial, aliada, e de certa forma consequência de restrições quantitativas às importações, atende o objetivo de equipar a indústria nacional. No período mais recente a crise do balanço de pagamentos pode ser responsabilizada por um certo grau de subvalorização, que certamente permanecerá enquanto persistir o constrangimento externo.