

## **O regime cambial e a conta capital**

### **notas sobre o caso brasileiro**

**Gustavo H. B. Franco**

Departamento de Economia PUC-RJ  
Rua Marques de São Vicente 225  
Gávea, Rio de Janeiro RJ 22453  
tel. (021) 274-2797, 529-9390, FAX (021) 2942095

#### **conteúdo**

##### Introdução

1. Regimes cambiais no Sul: teoria e crawling pegs
2. Novos caminhos para os 1990s: taxas flutuantes ou um "crawling float" ?
  3. A regulação da conta capital
  4. O mercado paralelo: a "dualidade" ampliada
  5. A dinâmica do regime dual brasileiro
    - 5.1. O mercado livre
    - 5.2. A esfera oficial
    - 5.3. Equilíbrio em um modelo plausível
  6. Questões emergentes

O regime cambial e a conta capital  
Gustavo H. B. Franco

Introdução

Este ensaio trata de questões emergentes referentes ao regime cambial brasileiro e, em particular, do papel desempenhado pela (des)regulamentação da conta capital nesse contexto. O ensaio atenta para lições da teoria bem como da experiência brasileira remota e recente, e procura explorar com detalhe as implicações macroeconômicas de mudanças recentes no relacionamento financeiro do país com o exterior.

A abordagem é essencialmente exploratória pois restringe-se a identificar questões importantes, e não adequadamente entendidas, cujo estudo detalhado seria essencial para orientar ações de política econômica e esforços de aperfeiçoamento institucional. Nessa linha, a preocupação principal do ensaio é no sentido de delinear esforços de pesquisa sem se furtar, todavia, de sugerir algumas proposições de interesse.

O ensaio se inicia com considerações genéricas sobre a evolução da literatura teórica, bem como das práticas internacionais referentes à escolha do regime cambial em países semi-industriais e, partir daí, recupera as justificativas historicamente associadas ao surgimento dos regimes de mini-desvalorizações, ao mesmo tempo que discute suas virtudes e, especialmente, suas fraquezas. É, na verdade, a partir destas que o ensaio procura, na seção 2, avaliar o desempenho da política cambial dos últimos anos considerando as lições que esta experiência encerra no tocante à adequação do regime cambial brasileiro, ou seja, do regime de mini-desvalorizações.

O passo seguinte é notar que a regulamentação de determinadas transações em um contexto de moeda não conversível implica no surgimento do mercado paralelo de câmbio. A seção 3 traz uma breve revisão das restrições existentes a transações da conta capital, suas conseqüências e tendências recentes. Aponta-se o notável crescimento, a partir da segunda metade dos anos 80, das fugas de capital e a crescente dolarização da riqueza financeira, um fenômeno que o ensaio não associa às restrições à conta capital, mas à instabilidade macroeconômica bastante característica dos anos posteriores a 1986. Por isso mesmo o ensaio adota uma atitude agnóstica, nisso seguindo a literatura acadêmica e a experiência internacional, sobre o efeito da desregulação, ou de incentivos, sobre o sentido e a magnitude de movimentos de capital.

A seção 4 procura argumentar que a "dualidade" do regime cambial brasileiro - ou seja, a existência de dois mercados de câmbio, o oficial e o "*black*" - se amplia consideravelmente em conseqüência do fenômeno, acima apontado, da crescente dolarização

da riqueza financeira no Brasil. Observa-se, assim, que o regime cambial brasileiro tendeu, na prática, para um regime dual onde boa parte das transações da conta capital tem lugar no "black", o qual transita de uma situação de "marginalidade" para outra de "dualidade". Essa transição parece supor uma mudança na dinâmica de funcionamento de regime cambial brasileiro, que o ensaio procura documentar através dos resultados de estudos econométricos sobre a taxa de câmbio no "black", bem como pela comparação entre o padrão latino-americano de funcionamento do mercados paralelos, com o padrão europeu de funcionamento de taxas de câmbio duais.

Na seção 5, o ensaio explora em caráter tentativo os mecanismos analíticos subjacentes a regimes de câmbio dual, atentando especificamente para a dinâmica das decisões de carteira de residentes no Brasil, ou seja, à crescente propensão à dolarização da riqueza a partir de fatores como repressão financeira, incertezas, riscos de calotes e subindexação além, evidentemente, de considerações associadas à taxa de retorno dos vários ativos disponíveis na economia brasileira. Esboça-se um modelo que captura algumas regularidades interessantes da experiência brasileira recente com isso sugerindo que existe um potencial interessante a explorar na modelagem do regime dual brasileiro.

Por fim, na seção 6, o ensaio traz considerações sobre temas emergentes e desafios a serem enfrentados pelas autoridades em melhor adaptar o regime cambial e, em especial, a regulamentação das transações na conta capital, às novas realidades dos anos 90.

### 1. Regimes cambiais no Sul: teoria e "crawling pegs"

A discussão sobre a conveniência de regimes cambiais alternativos é bastante antiga, tendo tido grande impulso nos anos 60 em torno da controvérsia sobre taxas fixas ou flexíveis. Nessa época, o desenvolvimento de modelos do tipo Mundell-Fleming permitiu esclarecer os impactos macroeconômicos de políticas alternativas sob diferentes condições (mobilidade de capital, por exemplo) e regimes cambiais alternativos. Todavia, mesmo em versões mais modernas<sup>1</sup>, o modelo não oferecia respostas simples para a problema da escolha de regime cambial. Em geral aceitava-se que taxas de câmbio flexíveis conferiam mais autonomia à gestão das políticas monetária e fiscal, ou que melhor isolavam uma economia de choques externos, mas poderiam magnificar instabilidade especialmente se as condições macroeconômicas fossem fundamentalmente instáveis.

O debate seguiu novos rumos depois do colapso de Bretton-Woods e da experiência com taxas flexíveis que se iniciou a partir daí. Considerações sobre o funcionamento de

---

<sup>1</sup> Para reavaliações do modelo Mundell-Fleming à luz de novas considerações ver Marston (1985) e Frankel & Razin (1987).

mercados de ativos, equilíbrio de estoques e implicações de relações de interdependência passaram a elementos importantes de novas versões, frequentemente computáveis, do modelo Mundell-Fleming, a partir das quais se podia avaliar o desempenho de regimes cambiais alternativos (considerando não só taxas fixas e flexíveis, mas também regimes intermediários: *crawling pegs*, *adjustable pegs*, câmbio dual, arranjos coletivos, etc.) tendo em mente objetivos específicos de política econômica. Essa discussão se tornou especialmente interessante em se tratando de países "pequenos" ou "periféricos", cujas moedas não serviam amplamente como moedas internacionais de reserva<sup>1</sup>. Em geral, os resultados obtidos nessa literatura são agnósticos e se revelam fortemente dependentes das hipóteses sobre:

(i) características estruturais do país em questão (grau de abertura comercial e financeira, composição das exportações, mobilidade de capital e desenvolvimento financeiro);

(ii) circunstâncias macroeconômicas e peculiaridades institucionais (instabilidade macroeconômica, inflação, grau de indexação salarial e financeira e natureza dos choques experimentados); e

(iii) os objetivos de política econômica; em particular os pesos associados a desemprego e inflação nas "funções de perda" do *policy-maker* bem como aspectos mais específicos do regime cambial como sua capacidade de isolar a economia de choques externos e os graus de liberdade que se subtrai da política econômica.

Embora a literatura analítica sobre a escolha de regimes cambiais em países pequenos não tivesse chegado senão a conclusões muito genéricas, sem maiores implicações a nível prático, o mesmo não se pode dizer com relação à própria experiência de países pequenos e periféricos, especialmente na América Latina, que seria rica em inovações e lições. Para esses países, e para o Brasil em particular, três considerações de ordem prática eram cruciais para a escolha do regime cambial:

(i) a existência de inflação crônica recolocava a discussão pois não havia qualquer sentido em manter taxas fixas nesse contexto, principalmente depois de meados dos anos 1960 quando se superou a primeira fase da substituição de importações e a preocupação com a competitividade e o desempenho das exportações foi incorporada aos objetivos das políticas do governo brasileiro. Nesse contexto, fixar a taxa de câmbio facilmente se tornaria equivalente a indexar a taxa de câmbio.

(ii) os países latino-americanos exibiam tolerância consideravelmente maior que seus vizinhos do Norte para com a ocorrência de instabilidade macroeconômica, em particular com respeito a maiores taxas de inflação. Nesse sentido, a experiência brasileira dos anos 70 e 80,

---

<sup>1</sup> Para uma resenha atualizada dessa literatura veja-se Argy & De Grauwe (1990).

em particular, parece sugerir uma maior tolerância a ajustes via preços (ou via racionamento), diante de choques externos, que via quantidades (ou através de gerência de demanda).

(iii) a preocupação com a "autonomia" das políticas de crescimento econômico era, e continua sendo, muito grande, mas, por um lado, o recurso a taxas flexíveis era limitado pelos impactos inflacionários de flutuações cambiais, bem como, por outro, o uso de taxas fixas ou pré-anunciadas se via dificultado pelo risco de "atraso cambial" e conseqüentes crises de balanço da pagamentos.

É diante dessa ordem de considerações que aparecem na América Latina os regimes de mini-desvalorizações cambiais, cuja consagração acadêmica viria, em grande medida, com a conferência do Rio em 1979<sup>1</sup> quando, inclusive, se estabelece a terminologia *crawling peg*. As virtudes desse regime, bem como seu desempenho no Brasil desde o seu estabelecimento até o início da década de 1990, tem sido amplamente estudados<sup>2</sup>. Mais interessante, dentro do universo de preocupações deste ensaio, é observar algumas das fraquezas do sistema e como delas resultou a sua aparente evolução para um novo sistema de taxas flutuantes em 1990. Uma observação importante a esse respeito é que o sistema representa, na prática, a indexação de um importante preço nominal o que, tal como no caso da indexação salarial, tem duas conseqüências muito claras:

(i) o sistema elimina uma "âncora" para o nível de preços e, em certa medida, compõe uma "cultura inflacionária", ou uma atitude passiva do governo, segundo a qual o combate à inflação perde importância diante da conveniência de conviver com a mesma. Nesse sentido, o mesmo problema que existe com relação a salários - se a indexação é causa, elemento realimentador, ou conseqüência da inflação - se mostra crucial com relação à política cambial. É interessante observar que alguns críticos do sistema o consideravam "passivo" diante da inflação e apropriado para "países em desenvolvimento sujeitos à 'repressão financeira' e que querem explorar o imposto inflacionário mas não querem que a inflação destrua suas relações econômicas internacionais"<sup>3</sup>. Propunha-se, assim, nos casos onde a taxa de inflação era suficientemente alta para impossibilitar a fixação da taxa de câmbio<sup>4</sup>, um *active crawl*, ou uma pre-fixação cambial, como mecanismo de redução gradual da inflação, tal como efetivamente levado a efeito no Cone Sul sem muito sucesso. Ficaria a lição de que o uso a taxa de câmbio para propósitos de estabilização ensejava riscos consideráveis.

---

<sup>1</sup> Os resultados da conferência seria publicados em forma de livro dois anos mais tarde em Williamson (1981).

<sup>2</sup> Um estudo recente, trazendo um resumo da literatura anterior, é o de Zini Jr. (1991).

<sup>3</sup> Veja-se McKinnon em Williamson (1981).

<sup>4</sup> E o grau de dolarização das decisões de preços suficientemente baixo para impedir que a fixação da taxa de câmbio repercutisse muit significativamente sobre a inflação. Veja-se Franco (1991a e b).

(ii) ao introduzir uma "rigidez" para um preço relativo importante - a taxa de câmbio real - o *crawling peg* modifica a natureza das conseqüências sobre a economia de choques reais e monetários. Tal como seria estabelecido para o caso da indexação salarial, também ficaria claro que a indexação cambial, ou o *crawling peg*, facilitaria o ajuste da economia diante de choques de demanda, ou nominais, e o dificultaria diante de choques de oferta<sup>1</sup>. É claro, todavia, que essa dificuldade adviria de regimes cambiais com regras de indexação muito rígidas, e a prática latino-americana tem sido a de que, mesmo que seja seguida, em geral, alguma regra do tipo PPP, desalinhamentos ocasionais eram verificados e corrigidos de forma *ad-hoc*. É claro que em um mundo onde as principais moedas flutuam em relação umas às outras, a questão da indexação cambial não é simples e, em função disso, deixava considerável espaço à discricção das autoridades. Isto sem falar na dificuldade em definir a taxa de câmbio real de equilíbrio que a autoridade deveria perseguir. A regra de PPP é certamente uma aproximação grosseira, e diversos estudos tem mostrado que os determinantes da taxa de câmbio real não se esgotam nos mecanismos de PPP<sup>2</sup>. A própria comparação de diferentes indicadores de competitividade mostra regularmente, e com maior clareza no início dos anos 90, uma dispersão de estimativas que cria uma considerável região de indeterminação<sup>3</sup> dentro da qual a autoridade desfruta de certa liberdade para definir arbitrariamente o curso da desvalorização cambial.

A política cambial brasileira até 1989 reflete muito bem a ambivalência dessas percepções: embora, *grosso modo*, a taxa de câmbio tenha seguido uma regra de PPP, correções periódicas - sob a forma de "maxis", "midis" ou aceleração das mini-desvalorizações - aconteceram em mais de uma ocasião, quando a percepção sobre mudanças em *fundamentals* era bastante clara, sem desmoralizar a prática do *crawling peg*. A única inovação efetivamente mal sucedida foi a tentativa de pré-fixação cambial em 1979, da qual resultou considerável apreciação real, aceleração da inflação e um retorno resignado ao *crawling peg*. Mesmo durante os experimentos com congelamento de preços nos anos 80, não se procurou dar papel ativo ao congelamento da taxa da câmbio, ou seja, as autoridades não seguiram um *active crawl*, revelando grande preocupação com a geração de atrasos cambiais. A opção pela passividade é perfeitamente explicável à luz do reduzido grau de dolarização das decisões de fixação de preços na economia brasileira<sup>4</sup>, circunstância na qual a utilização da 'âncora cambial' é claramente contraproducente.

## 2. Novos caminhos para os 1990s: taxas flutuantes ou um "crawling float" ?

---

<sup>1</sup> Veja-se os ensaios de Stanley Black e Hans Genberg na conferência do Rio em Williamson (1981).

<sup>2</sup> Para um resenha recente veja-se Zini Jr. (1991).

<sup>3</sup> Para um discussão sobre a metodologia de diferentes indicadores de competitividade, e seu comportamento nos anos recentes veja-se Fritsch & Franco (1989) e Bonelli & Fritsch (1991)

<sup>4</sup> Para uma discussão pormenorizada veja-se Franco (1991a e b).

Ao fim dos anos 80, parece haver, no Brasil, algum desconforto com relação à política cambial algo que, em primeira instância, se deve ao pior desempenho da política econômica como um todo e maior instabilidade macroeconômica, o que, todavia, certamente não pode ser debitado à política cambial. Observa-se, com efeito, uma maior volatilidade da taxa de câmbio real, o que reconhecidamente prejudica as exportações<sup>1</sup> e, em função disso, reforça a posição daqueles pela inadequação do regime de mini-desvalorizações<sup>2</sup>. É muito provável, todavia, que a maior volatilidade se deva em muito maior medida à maior instabilidade macroeconômica e à sucessão de intervenções discricionárias na política cambial decorrentes dos choques econômicos, ou seja, aos desvios da política cambial com relação ao *crawling peg*, do que à prática continuada deste.

Uma crítica mais consistente do sistema de mini-desvalorizações parte da dúvida se um sistema que repousa em tão grande medida sobre a capacidade de seus administradores de identificar adequadamente mudanças nos “fundamentos” do setor externo, funcionaria bem em condições de grande instabilidade macroeconômica. Seria típico do início dos anos 90 argumentar que *government failure* teria sido mais contumaz, nos anos 80, do que as *market failures* que a intervenção governamental procurava resolver. Com efeito, o fato efetivamente preocupante a destacar no tocante à política cambial ao fim dos anos 80 é a notável apreciação cambial real que se observa ao longo de 1989 até março de 1990 mostrada no gráfico 1. Aparentemente, o elevado grau de arbitrariedade com que era determinada a regra de mini-desvalorização produziu uma das distorções mais comuns nas políticas cambiais de países latino-americanos, qual seja, o uso da taxa de câmbio como instrumento de política de estabilização. No contexto de administração da aceleração inflacionária durante o período posterior ao Plano Verão no âmbito da política do “feijão com arroz”, a geração de “atraso cambial” fazia sentido para não pressionar a inflação, embora com conseqüências desastrosas do ponto de vista do setor externo e com resultados, do ponto de vista da taxa de inflação, nada apreciáveis. Com a transição para o governo Collor, não se observou, como se esperava, um ajuste imediato na taxa de câmbio. Pelo contrário deve-se registrar a extrema lentidão com que se recuperou o atraso cambial acumulado até então. A idéia de não premiar detentores de ativos em dólar que tomaram posições vendedoras, durante a troca de governo, na expectativa de um rápido acerto cambial, teria sido crucial para determinar uma recuperação real bastante lenta.

O saldo mais claro dessas idas e vindas talvez tenha sido o de se criar uma certa má vontade para com a determinação arbitrária da taxa de câmbio, ou mais especificamente e sua

---

<sup>1</sup> Para um estudo recente reafirmando o impacto negativo da instabilidade da taxa de câmbio real sobre as exportações latino-americanas veja-se Paredes (1989).

<sup>2</sup> Ver Pires de Souza (1991).

determinação em função de fatores macroeconômicos desligados do setor externo. Nessa linha, a apregoada transição para um novo regime cambial - o regime de taxas de câmbio flutuante - talvez tenha como motivação mais evidente o fato de que os ajustes no câmbio, ainda que frequentes, devem seguir uma lógica de mercado. Talvez esta tenha sido a única modificação relevante no regime cambial, que permanece funcionando de forma muito semelhante ao anterior, pelo menos na mente dos participantes do mercado. Desvalorizações diárias efetivamente acontecem, segundo balizamento da Autoridade Monetária, e o mercado monitora com grande cuidado a aderência das mini-desvalorizações às estimativas mais recentes da inflação, exatamente como no regime anterior, a fim de verificar se há tendência de atraso cambial ou pelo contrário. Correções ocasionais ocorrem da mesma forma como no regime anterior, por obra de intervenções discricionárias por parte do Banco Central, e à luz de informações sobre os "fundamentos" do setor externo - ou mais precisamente, os números sobre variações nas reservas internacionais - que ao público não é dado conhecer. Permanece a dúvida se a aderência da desvalorização nominal se verificaria apenas em virtude da 'eficiência informacional' do mercado, especialmente nas condições de assimetria de informação que prevalece nesse mercado. Aparentemente, portanto, o novo regime de câmbio flutuante parece muito semelhante ao anterior no tocante à determinação da taxa de câmbio. Embora, segundo o ponto de vista oficial, o novo regime possa ser caracterizado tecnicamente como de "flutuação 'suja' "<sup>1</sup>, a contaminação pela cultura do regime anterior ainda é muito grande. Novas condições parecem advir de outras áreas, notadamente desregulação do mercado de câmbio, ampliação do "black" e novas tendências na conta capital. Estes são temas para as próximas seções.

### 3. Regulação da conta capital

O regime cambial brasileiro se define não só pela regra de determinação da taxa de câmbio discutida na seção anterior, mas também pelas restrições de acesso ao mercado oficial, as quais abrangem restrições a participantes no mercado, bem como a determinadas transações, dentre as quais as da conta capital, e também pela dinâmica de funcionamento do "mercado negro", ou seja, pela natureza e dimensão do mercado extra-oficial de câmbio.

Há muitos anos o governo detém o monopólio das operações cambiais e, em função disso, pode restringir operações segundo critérios variados - volume, finalidade, etc - além de ter a seu dispor o dispositivo, ocasionalmente acionado, da centralização cambial. No tocante à conta capital a regulamentação tem sido consistentemente restritiva, embora revelando certa flexibilidade conforme a situação cambial do país. Movimentos financeiros de curto prazo,

---

<sup>1</sup> Segundo o Dr. Arminio Fraga, diretor da área externa do Banco Central, cf. "Brasil para investidores" Relatório da Gazeta Mercantil, 16/10/1991, p. 1.



especialmente investimentos de carteira de parte de residentes no Brasil em ativos líquidos denominados em moeda estrangeira, ou a própria moeda estrangeira, jamais foram permitidas. Até recentemente esse tipo de movimentação, cujo "locus" é o mercado extra-oficial, era considerado de menor importância, o que permitiu que investimentos financeiros no exterior, ou em moeda estrangeira, jamais competissem com as aplicações denominadas em moeda nacional. Com efeito, a combinação de acelerado desenvolvimento financeiro e severos impedimentos a fugas de capital permitiu que a estrutura da riqueza financeira no Brasil se mostrasse, ao fim dos anos 80, bastante diferente da que se observa em outros países latino americanos, como pode ser visto na Tabela 1.

Tabela 1: Composição da riqueza financeira, 1988-1990  
(como proporção do PIB)

	Argentina	Bolívia	Peru	Brasil	
				1988	1990
Ativos financeiros domésticos (a)	9.2	6.1	10.0	41.0	23.5*
<u>Ativos em dólar (b)</u>	<u>52.1</u>	<u>81.5</u>	<u>55.0</u>	<u>8.7</u>	<u>12.6</u>

(a) M4. (b) '*Capital flight*' mais depósitos em dólar no próprio país. \* Não inclui cruzados bloqueados. Fontes: IFS, BACEN, Banco Central de Reserva del Peru, Williamson (1988) e Marques & Mayer (1990).

A tabela traz valores como proporção do PIB para a riqueza alocada em ativos financeiros domésticos, inclusive moeda, e a que está imobilizada em dólares, que se assume igual ao volume acumulado de fugas de capital que se estima ter havido nesses países, mais os depósitos domésticos indexados ou conversíveis ao dólar. O contraste entre o Brasil e os outros países é bastante evidente, embora a tendência observável nos números brasileiros seja no sentido de uma maior dolarização nos anos recentes. Note-se que a extensão da dolarização financeira resulta de uma combinação de abertura da economia (no sentido financeiro, o que não necessariamente é capturada pelos indicadores usuais de abertura comercial) e desenvolvimento financeiro, ou confiança no sistema de intermediação financeira local. Peru e Argentina, por exemplo, não são economias abertas como a Bolívia, mas a dolarização financeira advém de processos de desintermediação financeira (calotes sucessivos, regulamentos espúrios, limites às taxas de juros, aos prazos de aplicação e à indexação financeira, etc.), bem como, no caso argentino em especial, do desastrado experimento de liberalização financeira conduzido durante o governo militar. Note-se também que a magnitude das transações ilegais nos casos de Peru e Bolívia é muito grande, o que necessariamente induz fugas de capital.

As restrições a movimentos *currency substitution* não devem ser encaradas com estranheza, pois afinal, a nível internacional, a aversão generalizada a impedimentos ao comércio de modo algum pode ser encontrada no tocante a movimentos de capital,

especialmente de curto prazo. Restrições a estes são admitidas, ainda que, por vezes, apenas em caráter temporário, tanto no estatutos do FMI, quanto no Código de Liberalização de Movimentos de Capital da OECD (de 1961) a até mesmo no Single European Act de 1986. As restrições a capitais de curto prazo na Europa, especialmente em países de moeda mais fraca (França, Itália, Bélgica, Dinamarca), tem sido duradouras e, com freqüência, bastante severas<sup>1</sup>. Um exame mais detalhado dessa experiência, que este ensaio não comporta, poderia ser bastante elucidativo.

Outro canal de certa importância para movimentos de capital de curto prazo são as decisões quanto a *lags* e *leads* no fechamento de câmbio de operações comerciais. Apenas como ilustração, no caso da Alemanha, onde não existem restrições de qualquer natureza a *leads* e *lags*, os créditos comerciais concedidos (e obtidos) representaram em 1980-86 algo entre 3% e 95% (0% e 53%) do total de movimentos de capital de curto prazo, o que representava entre 0.3% e 9.8% (0.3% e 3.1%) do valor total do comércio alemão<sup>2</sup>. No Brasil tem havido maior liberalidade em permitir *leads* e *lags*, e maior resposta do 'fechamento de câmbio' a variações nas taxas de juros domésticas, mas ainda dentro de uma estrutura muito rígida.

A regulamentação das operações ligadas a investimentos diretos segue a Lei 4131 de 1962, que desde então, exceto por alterações em 1964, não sofreu modificações de interesse. A base do sistema regulatório introduzido aí é o registro dos capitais entrados, a taxa progressiva de taxas de retorno "excessivas", e a garantia, através de entraves burocráticos e penalidades fiscais, da permanência dos capitais por um período longo. A longevidade destes regulamentos é certamente uma medida de seu sucesso, mas a passagem do tempo trouxe situações novas e de difícil enquadramento na letra original da lei, ampliando consideravelmente o poder discricionário do FIRCE, bem como de outras agências governamentais, para decidir sobre diversas questões, boa parte das quais relativas a ativos intangíveis<sup>3</sup>. Está, no mento, em tramitação no Congresso Nacional um projeto de Lei (4647 de 1990) trazendo diversas modificações na Lei 4131. Parece haver certo consenso em rever o sistema introduzido pela lei 4131, principalmente através da eliminação da taxa progressiva das remessas de dividendos, e há certa discordância em torno de temas de menor importância, como, por exemplo, pagamentos de *royalties* de filiais para matrizes.

Ao que tudo indica, a reforma da 4131 não chega a ser, em si, uma mudança importante no regime regulatório que governa o investimento direto estrangeiro no Brasil. Muito

---

<sup>1</sup> Para um survey veja-se Giavazzi & Giovannini (1990, cap. 7).

<sup>2</sup> Ibid. p. 171.

<sup>3</sup> Para uma discussão detalhada do regime de regulação do investimento direto estrangeiro no Brasil ver Franco (1991c) e Rosenn (1991).

mais importante nesse sentido seria disciplinar o poder discricionário exercido por agências governamentais específicas, notadamente o FIRCE e o INPI, o que, todavia, depende de ações administrativas e de reformas institucionais apenas remotamente ligadas à letra da lei. De um modo ou de outro, seria bastante pertinente que, simultaneamente à discussão da reforma da lei 4131, e de eventuais reformas no FIRCE e o INPI, se estudasse com certo cuidado as tendências recentes no tocante a fluxos de investimentos diretos e novidades na regulamentação desses investimentos em países ditos 'concorrentes'. Essencialmente, todavia, é absolutamente crucial ter em conta o caráter cosmético da (des)regulamentação como indutor de novos investimentos. A literatura e a experiência internacional demonstram abundantemente a influência marginal de regulamentos e incentivos como influências sobre investimentos determinados basicamente por *market fundamentals*<sup>1</sup>.

Operações relativas a empréstimos externos, inclusive empréstimos inter-companhia, seguem o figurino da lei 4131, havendo portanto o registro, mas não taxaço progressiva. A diferença de tratamento fiscal é significativa e oferece uma escolha vantajosa, principalmente a empresas multinacionais, no tocante ao regime de internalização de recursos. As restrições a essas operações, bem como aquelas feitas sob a Resolução 63, restringiam-se escrutínio quanto às remessas para o exterior decorrentes destas operações, ao menos até 1982, quando se inicia a rolagem da dívida e essas remessas começam a ser feitas ao sabor de disponibilidades e sucessivas rodadas de negociações. Durante os anos que se seguiram praticamente desaparecem os fluxos voluntários de recursos, ficando os refinanciamentos quase que inteiramente restritos às determinações de acordos com credores e transações inter-companhia. Apenas nos anos recentes, o Banco Central permite o surgimento de diversas operações de empréstimos que se distinguem daquelas feitas dentro da moldura da 4131 e da res. 63, pelos prazos e por não envolverem *country risk*. Com efeito, o recente desenvolvimento da captação de recursos através de instrumentos como *commercial papers* e *export notes*, bem como das entradas de recursos externos nas bolsas de valores, parecem sinalizar uma nova fase no relacionamento financeiro do Brasil com o exterior, onde prevalece a primazia dos mercados e relações financeiras desvinculadas de mazelas macroeconômicas dos países sede de credores e devedores. Do ponto de vista do governo brasileiro, todavia, cabe atentar com cuidado para as implicações dessas novas tendências, a principal delas parecendo ser a de que, como o regime que regula a entrada de recursos nessas novas modalidades não é tão restritivo, tudo se passa como se o país estivesse patrocinando uma liberalização da conta

---

<sup>1</sup> Uma resenha pormenorizada desta literatura pode ser encontrada em Fritsch & Franco (1988). Uma discussão centrada na experiência brasileira e de outros países latino-americanos é feita em Fritsch & Franco (1989).

capital na margem, ou seja, novas entradas tem liberdade para sair, mas não as antigas, e nem tampouco a riqueza criada domesticamente por residentes do país.

#### 4. O mercado paralelo: a "dualidade" ampliada

Essencialmente, portanto, duas esferas sempre existiram no tocante a operações relativas à conta capital:

(i) a "oficial", por onde transitavam investimentos diretos e dividendos e repatriações correspondentes, empréstimos de longo prazo e remessas correspondentes, e *leads* e *lags* em fechamentos de contratos de câmbio; e

(ii) o "*black*", onde vinham desaguar investimentos de carteira, movimentos de *currency substitution*, sub(super) faturamento de exportações (importações) e operações relativas a contrabando e turismo.

Até meados dos anos 80 havia oportunidades muito reduzidas de arbitragem, ou "vazamentos", entre esses dois mercados. Prevalencia a crença na irrelevância do "*black*", alimentada principalmente por avaliações impressionistas sobre o movimento diário de operações (da ordem de US\$ 1.0 milhão diários nos anos 70), fazendo parecer que aí somente tinham lugar operações ilegais e relativas ao turismo. Nos anos 80 o "*black*" cresce de importância. Dizia-se que, em 1980-84, o "*black*" movimentava cerca de US\$10,0 milhões diários<sup>1</sup> e, em função disso, surgiram análises mais atentas à influência de fatores macroeconômicos sobre o "*black*", que viriam a corroborar a importância de fatores sazonais ligados ao turismo, mas estabeleceriam, pela primeira vez, a sensibilidade das taxas no "*black*" a diferenciais de taxas de juros e percepções quanto a incertezas macroeconômicas<sup>2</sup>. Com isso, redefiniam-se a percepção que se tinha da importância do "*black*" que, em sendo afetado consistentemente por fatores macroeconômicos, era "bem comportado"<sup>3</sup> e, assim sendo, fornecia um sinal de grande conteúdo informativo sobre a macroeconomia doméstica que não era tão distorcido como se imaginava pela atuação de contrabandistas e turistas.

Nos anos mais recentes, todavia, algo interessante parece ter lugar e uma primeira pista nessa direção é oferecida pela revisão dos primeiros trabalhos empíricos sobre a determinação da taxa de câmbio no "*black*". Novaes (1990) sugere a existência de uma mudança importante nos determinantes do ágio no período posterior a 1985. As variáveis sazonais, capturando os efeitos do turismo, perdem importância, diante as variáveis macro (a taxa de câmbio oficial real, o diferencial de juros e uma *proxy* do déficit público), e testes de estabilidade dos coeficientes mostram com clareza uma mudança na estrutura do modelo a partir de meados dos anos 80.

---

<sup>1</sup> Pechman (1984, p. 14).

<sup>2</sup> Veja-se Dornbush et al. (1983) e Pechman (1984).

<sup>3</sup> Dornbush (1986, p. 24).

Difícilmente esta mudança pode deixar de se associar ao crescimento de importância do "black", ao fim da década de 80, como veículo de fugas de capital, ou de investimentos de carteira da parte de residentes. Novaes(1990, p. 86) observa, por exemplo, que em 1989 o "black" estaria movimentando algo entre US\$30 milhões e US\$45 milhões diários, sem contar a movimentação no mercado de "câmbio-turismo", criado em janeiro de 1989, que era de cerca de US\$18 milhões diários<sup>1</sup>. A sugestão parece muito clara: o "black" cresce de importância ao final dos anos 80, em função do notável crescimento das fugas de capital do Brasil, conforme pode ser visto na Tabela 1 acima.

O ponto importante a destacar diz respeito às conseqüências dessa mudança, ou seja, do notável aumento da dolarização da riqueza financeira no Brasil. O ponto de vista deste ensaio é que disto resultou uma importante mudança qualitativa do regime cambial brasileiro: evoluiu-se de um sistema de câmbio administrado e mercado paralelo marginal para um sistema de câmbio dual, onde boa parte das transações da conta capital tem lugar no "black". Esta mudança pode ser ilustrada com o auxílio da tabela 2, que resume fatos estilizados sobre o desempenho de regimes de taxas de câmbio dual na Europa e na América Latina.

Tabela 2  
Fatos estilizados sobre regimes de câmbio dual na Europa e América Latina

	<u>Europa</u>	<u>América Latina</u>
características do ágio	<ul style="list-style-type: none"> <li>• positivo ou negativo menor que 4%, com 'pulos' apenas em episódios isolados de instabilidade (expectativa de realinhamento)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• sempre positivo persistentemente grande e instável</li> </ul>
aspectos institucionais	<ul style="list-style-type: none"> <li>• sem 'vazamentos' entre os dois mercados e sem maiores controles sobre fluxos de comércio e capital</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• com oportunidades de 'arbitragem' e controle estrito sobre fluxos cambiais</li> </ul>
aspectos macroeconômicos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ágio relacionado positivamente aos juros externos e negativamente aos juros domésticos e à expansão monetária. Inerte diante de variações na renda e pol. fiscal</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• pouco sensível a diferenciais de juros e condições macro. com tendência crônica de 'fuga de capitais'</li> </ul>

Fonte: adaptado de Marion (1991)

A tabela se constrói a partir de uma investigação empírica sobre a experiência de alguns países europeus que praticaram, em grau variável de adesão, taxas de câmbio duais, notadamente Bélgica, França e Itália, e de diversos países/episódios latino americanos. O contraste entre as "regularidades" exibidas pelos dois grupos de países é revelador. No caso latino-americano o ágio é sempre positivo, geralmente grande, persistente e instável. Nos casos europeus, é positivo ou negativo, geralmente menor que 4%, e com valores grandes sendo

<sup>1</sup> Zini Jr. (1991, p. 12).

observados apenas em episódios isolados. É interessante observar que a experiência brasileira não inteiramente “latino-americana”. Durante o período 1965-83, para 1983=100, a taxa de câmbio efetiva real computada com a taxa oficial teve 75.8 como média e 17.0 como desvio padrão, e quando computada com a taxa do “*black*” teve 89.9 como média e 25,4 como desvio padrão. O ágio médio foi de 19.3% com desvio padrão de 17.5. A correlação entre as duas taxas de câmbio efetivas reais acima mencionadas é de 0,642, parecendo, portanto, haver notável estabilidade entre o oficial e o “*black*”, algo não muito comum em outros países de moeda inconversível e mercados paralelos de câmbio<sup>1</sup>. Há, evidentemente, alguns períodos de exceção, como pode ser visto no gráfico 1, coincidentes com turbulências macroeconômicas de grandes proporções, o que corresponde, em termos da experiência européia aos “pulos” registrados em momentos onde realinhamentos eram esperados.

Do ponto de vista institucional os regimes europeus se distinguem pela ausência de ‘vazamentos’ entre os dois mercados de câmbio, o que nem sempre se consegue na experiência latino-americana. Outra importante diferença institucional diz respeito à existência de outras restrições a operações cambiais, além do acesso aos mercados, que na América Latina certamente tem um peso maior.

Do ponto de vista macroeconômico o aspecto interessante a ressaltar é que, nos casos latino-americanos, onde geralmente o câmbio financeiro é marginal, o reflexo de condições macroeconômicas nem sempre é claro. Nos casos europeus revela-se uma correlação positiva com a taxa de juros externa (e negativa com as taxas domésticas), o que nem sempre se percebe na experiência latino americana. Nesse sentido, a experiência brasileira onde, conforme acima mencionado, o diferencial de taxas de juros passa a ser cada vez importante nas equações de determinação da taxa do “*black*”, parece sugerir uma lenta evolução na direção do padrão europeu. A correlação negativa, nos casos europeus, entre o ágio e a expansão monetária parece curiosa à luz da experiência latino-americana, mas é explicada como sendo o padrão que emerge se a política monetária responde ao ágio (contraíndo quando o ágio sobe), e não ao contrário<sup>2</sup>. De um modo ou de outro, essa evidência, bem como os resultados reportados na tabela sobre a influência de variações no nível de produto e da política fiscal sobre o ágio, sugerem que há muito para ser entendido sobre a macroeconomia de regimes duais. A próxima seção traz algumas indicações nesse sentido.

## 5. A dinâmica do regime dual brasileiro

---

<sup>1</sup> Edwards (1989, pp. 101-19).

<sup>2</sup> Ver Marion (1991, p. 12).

Conforme sugerido na seção anterior, nos últimos anos, com o notável crescimento do estoque de ativos líquidos dolarizados de propriedade de residentes no Brasil, modifica-se a dinâmica de funcionamento do "black" e, por conseguinte, do regime cambial brasileiro. Assim sendo, seguindo, *grosso modo*, o procedimento normalmente seguido na literatura<sup>1</sup>, estudamos separadamente as duas "esferas" das transações cambiais do país, a oficial e a paralela, ou financeira.

### 5.1. O mercado livre

O crescimento em importância do fenômeno conhecido como *currency substitution*, ou seja, do uso do dólar, ou ativos denominados em moeda estrangeira, como o receptores de movimentos de fuga da moeda doméstica, é, em primeira instância, limitado por dispositivos legais que geram custos de transação, e mesmo a impossibilidade de tais transações para muitas empresas, e a necessidade de efetuar essas transações no "black". É interessante notar, por outro lado, que a existência da duas taxas de câmbio equivale, do ponto de vista dos participantes do mercado, à existência de um imposto (subsídio) sobre as transações efetuadas no "black" (oficial). Na verdade, todavia, esse "imposto" não é cobrado, e se vê apropriado como "rent" pelos participantes do "black". Note-se que a incidência de IOF sobre operações da conta capital através do mercado oficial tem o efeito de aproximar o custo do dólar oficial ao do paralelo e, com isso, reforça a dualidade entre contas comerciais e contas financeiras do balanço de pagamentos<sup>2</sup>.

Deve-se notar que a extensão dos movimentos de *currency substitution* está limitada "estruturalmente" pois, no caso de uma moeda não conversível como a nossa, somente se pode obter dólares:

(i) ou de não residentes através de manipulações de transações do balanço de pagamentos, tais como subfaturamento de exportações;

(ii) ou de residentes detentores de dólares que aceitam vendê-los em função de suas expectativas de desvalorização e diferenciais de taxas de retorno. Note-se que, neste último caso, trata-se de transações entre residentes, ou seja, fora do balanço de pagamentos do país<sup>3</sup>, mas de impacto significativo sobre a taxa de câmbio.

---

<sup>1</sup> Veja-se por exemplo Dornbush (1986) e Lizondo (1987 e 1991).

<sup>2</sup> Note-se, todavia, que a eliminação do IOF cambial para operações ligadas a investimentos diretos estrangeiros está em discussão no Congresso, fazendo parte do substitutivo do relator para o projeto de lei 4647/90 que modifica a lei 4131/62.

<sup>3</sup> Se, evidentemente, a contabilidade do balanço de pagamentos do país segue o conceito usual de residência.

Existem muitas possibilidades de se modelar essas relações de modo a esclarecer suas implicações macroeconômicas, e a literatura pertinente reconhece como elementos importantes do problema

(i) disposição do público de efetuar movimentos de *currency substitution*, ou de acrescentar ativos denominados em dólar em suas carteiras; e

(ii) a dinâmica da fugas de capital, ou seja, como varia ao longo do tempo a volume de ativos dolarizados de residentes no país.

Quanto à primeira, o que se usa normalmente, em modelos de determinação do ágio em mercados paralelos de câmbio, ou em modelos de taxa de câmbio duais<sup>1</sup>, é descrever o comportamento do público no tocante a suas decisões de carteira pela seguinte relação:

$$\frac{M}{M + e.F^*} = \lambda \left( dj + \frac{e}{e} \right). \quad \lambda' > 0 \quad (1)$$

A equação diz simplesmente que a parcela da riqueza total  $W=M+e.F^*$  retida sob forma de ativos domésticos *vis-à-vis* ativos em dólar  $F$ , é uma função positiva  $\lambda(.)$  do diferencial de taxas de juros doméstica e externa  $dj$  ajustado pela desvalorização cambial esperada  $e/e$ , tomando como referência, tanto para a avaliação em moeda doméstica do riqueza alocada em dólares, quanto para a desvalorização esperada, a taxa que vigora para operações financeiras, ou seja, a taxa do "black".

Note-se que a opção de alocação de riqueza em ativos dolarizados está restrita ao estoque disponível em mãos de residentes ( $F < F^*$ ), de modo que, se  $F^*$  é pequeno, a extensão dos movimentos de *currency substitution* também será pequena. Com isso estamos supondo, tal como acima aludido, que apenas residentes no Brasil disputam ativos dolarizados em movimentos de *currency substitution*. A única maneira de se elevar o estoque de ativos dolarizados de posse de residentes é através de sub (super) faturamento de exportações (importações), que podemos admitir que depende do tamanho do ágio, ou do diferencial entre a taxa comercial e a financeira. Isso pode ser escrito como:

$$\Delta F = \phi(\epsilon). XM \quad \text{onde} \quad \phi' > 0 \quad (2)$$

onde as fugas de capital  $\Delta F$  dependem positivamente do ágio  $\epsilon$  e  $XM$  é o valor dos fluxos comerciais.

## 5.2. A esfera "oficial"

---

<sup>1</sup> Veja-se por exemplo Dornbush (1986) e Lizondo (1987 e 1991). Existem outras abordagens que usam 'tecnologias de transação' a partir das quais a disposição de se reter moedas estrangeiras resulta da solução de um problema de otimização. Para um discussão, veja-se Bodin de Moraes & Serven (1988).



O balanço de pagamentos "oficial" é o resultado líquido de operações cambiais entre residentes e não residentes no mercado oficial. Assume-se, para simplificar, que a variação das reservas no Banco Central iguala-se ao resultado oficial da balança comercial (TB) que se assume depender negativamente do ágio, que faz crescer (diminuir) o sub (super) faturamento de exportações (importações). Assim sendo, pode-se escrever:

$$\Delta R = TB(\epsilon) \quad \text{onde } TB' < 0 \quad (3)$$

A expansão monetária se assume depender de pressões externas oriundas do superávit comercial e de pressões internas advindas do financiamento do déficit público:

$$\Delta M = DEF + \sigma \cdot \Delta R \quad (4)$$

onde DEF representa o déficit público e  $\sigma$  a taxa de câmbio oficial. Usando (3) e (4), definindo  $m=M/\sigma$  e assumindo que  $(\Delta\sigma/\sigma)=\pi$ , ou seja, que a taxa de desvalorização oficial é igual à taxa de inflação, pode-se escrever:

$$\Delta m = DEF - m \cdot \pi + TB(\epsilon) \quad (5)$$

Isso significa que a variação da "liquidez real" medida em dólares depende dos fatores domésticos e externos de expansão da base monetária. Os primeiros dependem da diferença entre o valor do déficit público DEF e o valor do imposto inflacionário  $m \cdot \pi$  coletado à taxa de inflação corrente. Se o déficit é maior que a senhoriagem então há pressão monetária expansionista, e ao contrário, se a receita de senhoriagem mais do que financiar o déficit. A pressão externa advém do superávit comercial oficial, que, *ceteris paribus*, depende do nível de ágio.

### 5.3. Equilíbrio em um modelo plausível

Com base nas expressões (2) e (5) definindo a dinâmica das duas esferas do mercado de câmbio é possível montar diversos tipos de modelos. Não é a intenção deste ensaio aprofundar-se nesse esforço, mas algumas indicações para trabalhos futuros não devem deixar de ser exploradas ainda que em caráter bastante preliminar. O modo como diferentes trabalhos incorporam nessas equações as relações funcionais com o nível de renda, a taxa de câmbio oficial real e a taxa de inflação é muito variado, por vezes exploratório, e certamente comporta maior aprofundamento.

Como ilustração nesse sentido considere, por exemplo, que incorporamos na equação (2), ou seja, na dinâmica do "black", as seguintes considerações:

(i) o nível de comércio, ou a base sobre a qual se fazem as fugas de capital, é crescente com a renda nacional<sup>1</sup>;

---

<sup>1</sup> Esta hipótese é fundamentalmente semelhante a que é feita em Dornbush (1986), Lizondo (1987 e 1991) e Novaes (1991), que assumem que as importações dependem do nível de riqueza W da economia.

(ii) o fluxo de fugas de capital  $F$  depende também de diferença entre a razão desejada e a existente entre ativos dolarizados  $e.F$  e a riqueza total  $M+e.F$ , ou seja, a acumulação de ativos dolarizados está sujeita a um processo de ajuste parcial.

Com isso, e usando a equação (1) podemos re-escrever (2) como:

$$\Delta F = \phi(\epsilon) \cdot XM(Y) + \psi(dj, \pi) \quad (2a)$$

onde  $\phi' > 0$ ,  $XM' > 0$ ,  $\psi_{\pi} > 0$  e  $\psi_{dj} < 0$ .

Em seguida, podemos incorporar na equação (5), ou seja, na dinâmica do mercado oficial e contas do Banco Central, as seguintes considerações:

(i) a renda real afeta negativamente a balança comercial;

(ii) a diferença entre déficit público e imposto inflacionário é uma função  $\beta(\pi)$  crescente com a inflação, tal como seria plausível em economia sob inflação alta que já transpôs o nível de inflação que maximiza o imposto inflacionário e está sujeita ao chamado efeito Tanzi.

(iii) uma equação de demanda por moeda do tipo Cagan relaciona a taxa de inflação, a acumulação de saldos reais, e a aceleração da inflação, ou seja:

$$\Delta m = -\alpha \cdot \Delta \pi \quad (6)$$

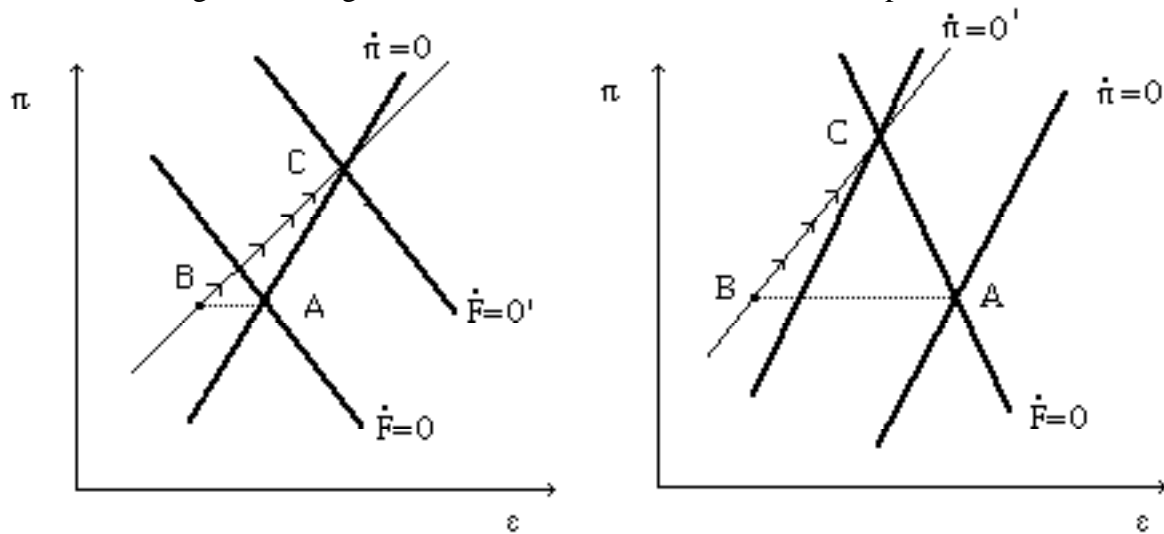
Com isso podemos re-escrever (5) como:

$$\Delta \pi = -(1/\alpha) \cdot [TB(\epsilon, Y) + \beta(\pi)] \quad (5a)$$

onde  $TB_{\epsilon} < 0$ ,  $TB_Y < 0$  e  $\beta_{\pi} > 0$ .

Com (2a) e (5a) temos um sistema que guarda semelhança com o explorado por Lizondo (1987). Através dos respectivos diagramas de fases para (2a) e (5a) pode-se perceber que o sistema tem um ponto de sela e, sendo interessante explorar a idéia de que o ágio se move com rapidez e a inflação com lentidão, o que abre espaço para fenômenos com o *overshooting* de ágio e alguns resultados de certo interesse.

Os dois gráficos a seguir mostram dois exercícios de estática comparativa:



(i) um aumento do diferencial de taxas de juros a favor das taxas domésticas

(ii) um ajuste fiscal contracionista.

O aspecto interessante dos dois casos, e possivelmente relevante para o caso brasileiro é o fenômeno de *overshooting* do ágio<sup>1</sup>, que se reduz bastante imediatamente, e depois segue subindo junto com a inflação. No primeiro caso a curva  $\Delta F=0$  se desloca para cima (para compensar a reduzida saída de capitais provocada pelo juro maior o ágio deveria ser maior), sendo que o ágio se reduz imediatamente até o nível correspondente ao ponto B, que está na trajetória de sela que leva a economia ao equilíbrio em C<sup>2</sup>. Algo semelhante ocorre com o ajuste fiscal, que desloca a curva  $\Delta\pi=0$  para dentro, provocando um redução imediata no ágio e uma progressiva aceleração posteriormente. Em ambos os casos a natureza dos equilíbrios após as mudanças, que parece envolver alguns paradoxos evidentes, precisa ser melhor trabalhada.

A natureza arbitrária do exercício é evidente, e as questões que coloca são muitas. Seus resultados não devem, evidentemente, ser tomados ao pé da letra, e devem, no contexto desse ensaio, apenas fornecer indicações de que há um interessante trabalho analítico a ser feito para esclarecer o funcionamento do mercado de câmbio nas condições brasileiras de hoje.

## 6. Questões emergentes

<sup>1</sup> A ligação entre 'currency substitution' e o fenômeno de 'overshooting' foi introduzida em Calvo & Rodrigues (1977). Um ensaio de certo interesse para as condições brasileiras é o de Park (1987).

<sup>2</sup> O gráfico omite, por simplificação, um provável deslocamento na outra curva decorrente do aumento na demanda por moeda doméstica e deterioração fiscal derivada de maior custo da dívida pública.

À luz da discussão conduzida neste ensaio várias questões não resolvidas se apresentam, sendo que as respostas para estas se mostrarão cruciais para os novos caminhos do regime e da política cambial no Brasil.

Uma primeira questão de interesse é a da adequação do regime de mini-desvalorizações às condições brasileiras da década de 1990. A curta experiência sob "flutuação suja" em um regime de câmbio dual, ainda não permite respostas firmes. Não se percebe, por exemplo, se a aderência das taxas flutuantes aos indicadores de inflação é um fenômeno de mercado, ou se decorre do balizamento do Banco Central. Ou seja, pode ser que, na prática, estejamos vivendo o velho *crawling peg* sob nova vestimenta. Com efeito, se o manejo discricionário (a "sujeira") prevalece sobre as forças de mercado (a "flutuação"), então nada efetivamente mudou. É claro, todavia, que a tendência no sentido da desregulamentação no mercado de câmbio é real, embora o pragmatismo das autoridades impeça, no momento, quaisquer modificações de maior porte exceto, conforme acima aludido, por desregulação na margem afetando novas modalidades de entradas de capital. De fato, sob condições de instabilidade macroeconômica e 'fundamentos' não resolvidos, tudo que se deve esperar do regime cambial é que ele não contribua para desestabilizar ainda mais as expectativas. Nesse sentido, a previsibilidade parece mais importante do que qualquer outro atributo da regra de determinação da taxa de câmbio, a despeito das distorções e rigidezes geradas pela indexação cambial.

O ensaio procurou observar a transformação do regime cambial brasileiro para um regime, *de facto* dual, onde a separação entre transações comerciais e financeiras é bastante evidente. Argumentou-se também que o volume acumulado de fugas de capital e a conseqüente dolarização da riqueza, ainda que em magnitude bastante inferior ao que se observa em algumas outras economias latino-americanas, resultou no crescimento da importância do fenômeno de *currency substitution* e, portanto, em maior mobilidade de capitais de curto prazo. Esta mudança parece, em certa medida, corroborar a idéia da ineficácia no longo prazo de controles sobre a conta capital<sup>1</sup> e resulta em estabelecer um equilíbrio entre, de um lado, a perda de autonomia e provável instabilidade decorrentes da não regulamentação de movimentos de capital e, de outro, os custos e 'vazamentos' naturais de um regime de câmbio controlado<sup>2</sup>.

A evolução para um regime dual representa, por certo, uma desrepressão da conta capital, mas que mantém insulada, em muitos canais (notadamente no tocante ao impacto sobre a inflação, e no tocante à alocação da poupança financeira), a economia doméstica das flutuações na taxa livre. A conveniência de se avançar ainda mais na desregulação da conta

---

<sup>1</sup> Ver, por exemplo, Gros (1987).

<sup>2</sup> Dornbush (1986, p. 27).

capital nas condições atuais do país, é bastante discutível, conforme, aliás, percebido pelas autoridades brasileiras. Nessas condições, e à luz da experiência de Argentina e Peru, bem como da longevidade das restrições à conta capital na Europa, a estratégia e desregulamentação na margem e aperfeiçoamento institucional do regime dual tem sido uma alternativa bastante natural. O ensaio procurou, efetivamente, assinalar alguns paralelos com a experiência européia, havendo consideráveis possibilidades para pesquisas posteriores nesse assunto. Nessa linha, a própria definição da "dualidade", ou os aspectos mais específicos da regulamentação da conta capital precisam de uma análise mais pormenorizada que chegue a meandros operacionais do mercado. Em particular, é preciso estabelecer com clareza a conveniência de definir a dualidade através de critérios regulatórios ou tributários.

O ensaio procurou sugerir que um trabalho de modelagem do mercado de câmbio pode esclarecer muito sobre o funcionamento do sistema dual e sobre os efeitos de determinadas políticas. Este trabalho analítico pode, inclusive, permitir uma análise mais ilustrada sobre os efeitos da unificação dos dois mercados, tal como em Lizondo (1987 e 1991). Não é difícil antecipar, aliás como sugerido pelo esboço de modelo discutido na seção anterior, que as condições macroeconômicas anteriores à unificação são cruciais para determinar suas conseqüências. Avaliações computáveis, contudo, poderiam ser obtidas em modelos devidamente especificados e calibrados, considerando estratégias alternativas de unificação e liberalização da conta capital.

Resta considerar também o fato de que as condições externas podem alterar consideravelmente a viabilidade de processos de liberalização do mercado de câmbio. As perspectivas da conta capital nos próximos anos parecem muito relacionadas às possibilidades de estabilização da economia. Ainda que haja sinais promissores, embora não especialmente, no horizonte em termos dos mercados financeiros internacionais, e que a experiência de alguns países latino americanos, México e Chile notadamente, com entradas de capital tenha sido muito boa, não deve haver ilusões quanto ao "potencial de longo prazo" do mercado brasileiro, ou quanto à capacidade de medidas de incentivo, ou de desregulação, estimularem fluxos de entrada de capital no país.

#### Referências

- V. Argy & P. De Grauwe (eds.) (1990) Choosing an Exchange Rate Regime: The Challenge for Smaller Industrial Economies, IMF, Katpolieke Universiteit Leuven & Macquarie University.

- P. Bodin de Moraes & L. Serven (1988) "Currency substitution and political risk: Mexico, 1978-82" Departamento de Economia PUC-RJ Texto para Discussão n° 186, janeiro.
- R. Bonelli & W. Fritsch (1991) "Indicadores de competitividade para o Brasil" Mimeo, PUC-RJ.
- G. Calvo & C. A. Rodrigues (1977) "A model of exchange rate determination under currency substitution and rational expectations" Journal of Political Economy 85.
- R. Dornbush (1986) "Special exchange rates for capital account transactions" The World Bank Economic Review 1(1), March.
- \_\_\_\_\_ et al. (1983) "The black market for dollars in Brazil" Quarterly Journal of Economics 98 (1).
- S. Edwards (1989) Real exchange rates, devaluation and adjustment: exchange rate policy in developing countries Cambridge: MIT Press.
- G. H. B. Franco (1991a) "High and hyperinflations: cross country patterns and the design of stabilization" mimeo, PUC-RJ.
- \_\_\_\_\_ (1991b) "Dolarização: mecanismos, mágicas e fundamentos" Departamento de Economia PUC-RJ Textos para Discussão n° 266. Agosto de 1991. Anais do Encontro Nacional da ANPEC, Curitiba, 1991.
- \_\_\_\_\_ (1991c) "A Regulação do Capital Estrangeiro no Brasil: análise da legislação e propostas de reforma" Departamento de Economia PUC-RJ Textos para Discussão n° 245. Ou em A Economia Brasileira e suas Perspectivas (APECÃO) ano XXX, 1991. Apec, Rio de Janeiro
- J. A. Frankel & A. Razin (1987) "The Mundell-Fleming model a quarter of a century later: an unified exposition" IMF Staff Papers 34 (4) December.
- W. Fritsch & G. H. B. Franco (1988) "Investimento direto estrangeiro: teoria e evidência empírica" Departamento de Economia PUC-RJ Texto para Discussão n° 184, Janeiro.
- \_\_\_\_\_ & \_\_\_\_\_ (1989a) "O Investimento Direto Estrangeiro em uma Nova Estratégia Industrial" Revista de Economia Política 9(2) Abril.
- \_\_\_\_\_ (1989b) "Trade Policies, Trade Performance and Structural Change in Four Developing Economies in the Eighties" Departamento de Economia PUC-RJ Textos para Discussão n° 252.
- F. Giavazzi & A. Giovannini (1990) Limiting exchange rate flexibility: the European Monetary System Cambridge: MIT Press.
- D. Gros (1988) "Dual exchange rates in the presence of incomplete market separation: long run effectiveness and policy implications" IMF Staff Papers 35 (3) September.
- \_\_\_\_\_ (1987) "The effectiveness of capital controls: implications for monetary autonomy in the presence of incomplete market separation" IMF Staff Papers 34 (4) December.
- J. S. Lizondo (1991) "Alternative dual exchange market regimes" IMF Staff Papers 38 (3) September.
- N. Marion (1991) "Empirical evidence on European dual exchange rates and its relevance for Latin America" NBER, Working Paper Series n° 3809, August.
- M. S. B. Marques & A. Mayer (1990) "A Fuga de Capitais no Brasil" Anais do 18° Encontro Nacional de Economia ANPEC, Brasília.
- R. Marston (1985) "Stabilization policies in open economies" in R. W. Jones & P. B. Kenen (eds.) Handbook of International Economics vol. 2. Amsterdam: North Holland.

- C. Paredes (1989) "Exchange rate regimes, the real exchange rate and export performance in Latin America" Brookings Discussion Papers in International Economics n° 77, August.
- W. A. Park (1987) "Crawling peg, inflation hedges, and exchange rate dynamics" Journal of International Economics 23.
- B. Pinto (1989) "Black market premia, exchange rate unification, and inflation in Sub-Saharan Africa" The World Bank Economic Review 3(3), September.
- F. E. Pires de Souza (1990) Anais do Encontro 18° Nacional de Economia-ANPEC Brasilia.
- C. Pechman (1984) O dólar paralelo no Brasil Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- K. S. Rosenn (1991) Foreign investment in Brazil Boulder: Westview Press.
- J. Williamson (1988) "Capital Flight: the problem and policy responses" Washington: Institute of International Economics.
- \_\_\_\_\_ (1981) Exchange rate rules: the theory, performance and prospects of the crawling peg London: Macmillan.
- A. A. Zini Jr. (1991) Taxa de câmbio e política cambial no Brasil São Paulo.