



DO CENTRO DE CIÊNCIAS

# ADMINISTRATIVAS

Teoria das organizações

81

Problemas humanos e a ordem  
econômica e social

112

Relacionamento do Brasil com  
o exterior e suas instituições

142

Técnicas econômico-administrativas

169

Administração pública

204

Resenhas

221



FUNDAÇÃO EDSO N QUEIROZ  
 UNIVERSIDADE DE FORTALEZA  
 ENSINANDO E APRENDENDO

Av. Washington Soares, 1321 - Bairro Edson Queiroz - CEP: 60.811-905  
 Fortaleza - CE - Tel: 477-3000 - www.unifor.br

Volume 8 - Número 2 - Dezembro - 2002



FUNDAÇÃO EDSO N QUEIROZ  
 UNIVERSIDADE DE FORTALEZA  
 ENSINANDO E APRENDENDO

## A política cambial brasileira

### Brazilian exchange policy

Henrique Marinho\*

#### Resumo

O trabalho enfoca o regime cambial brasileiro e suas diversas transformações durante as décadas de 80 e 90. Na primeira década, foi a grande utilização de instrumentos de controle cambial como coadjuvantes dos mecanismos de ajustamento do balanço de pagamentos. No entanto, o processo iniciado nos anos 90 trouxe a possibilidade de uma maior movimentação de capital, fazendo com que o Banco Central dispusesse de mais um mecanismo de ajustamento das contas externas, através do ingresso voluntário de capitais, que entraram no país atraídos pelas elevadas taxas internas de juros. Desta forma, o governo pôde eliminar paulatinamente os controles cambiais existentes para ajustar as contas externas, concentrando seus esforços nas tradicionais políticas monetárias e fiscais, através dos acordos com o FMI, que permitiram ao mercado internacional um maior grau de expectativa positiva quanto aos resultados propostos.

**Palavras-chave:** taxa de câmbio, regime cambial, ajuste de balanço de pagamentos, controle cambial.

#### Abstract

The present paper focuses on the Brazilian exchange-rate regime and its many changes along the decades of 80 and 90. During the decade of 80 was the great use of instruments of exchange-rate controls as support to the mechanisms of the balance of payments. However, the process initiated in the nineties offered the possibility of more intense capital flows, so that the Central Bank could use another mechanism to adjust the external accounts, through the voluntary entry of capital, which entered the country attracted by the high domestic interest rates. As a consequence, the government could gradually eliminate the exchange-rate controls to adjust the external accounts, concentrating efforts on the traditional monetary and fiscal policies, through the IMF agreements, which gave the international market higher level of positive expectation related to the proposed results.

**Keywords:** exchange rate, exchange-rate regime, and adjustment of the balance of payments, external accounts, and government controls.

## Introdução

O regime cambial brasileiro sempre foi controlado pelas autoridades monetárias, que têm exercido esse controle em função das necessidades de divisas. O Brasil tem experimentado sistemas variados de controle de suas contas externas, decorrentes de sua estrutura deficitária das transações correntes, advindas da balança de serviços, uma vez que tradicionalmente o país tem apresentado superávits comerciais, com exceção dos períodos de crise do petróleo nos anos 70 e em alguns anos da década de 80 e após 1994, com a implantação do Plano Real.

Os controles mais comuns são o administrativo, implementado visto exigências documentais e sanitárias para determinados produtos; o cambial, através da política de ajuste das taxas de câmbio, e o aduaneiro, pela instituição de tarifas ou sua isenção com a adoção de regimes aduaneiros especiais.

Pelo lado das exportações, o controle cambial é exercido por meio da obrigatoriedade de venda, pelo exportador, da moeda estrangeira proveniente da exportação de bens e serviços, ao banco autorizado a operar em câmbio. É proibido ao exportador receber diretamente as divisas de exportação deve instruir o importador no sentido de efetuar pagamentos a terceiros, exceto os referentes à comissão de agentes. Exige-se, ainda, além de outros trâmites de remessas de documentos, a vinculação do registro da exportação à celebração do câmbio no Sistema Integrado de Comércio Exterior-SISCOMEX.

\* Henrique Marinho-Professor Adjunto da Universidade de Fortaleza (UNIFOR). Mestre em Negócios Internacionais", pela UNIFOR. Analista do Banco Central do Brasil e autor dos livros "Política Monetária no Brasil. Ed. Campus. 4º. Ed 1996 e "Teoria Monetárias e Evidências Empíricas: O Caso do Brasil: 1964/1995". Ed. UNIFOR E-mail: henrique.jorge@bcb.gov.br

Desse modo, os controles têm sido exercidos de forma discricionária no fluxo do mercado externo, estabelecendo-se quotas, exigindo-se licenças, fixando-se limites quantitativos, impondo-se tributos e outros tipos de controle de caráter temporário, como obrigatoriedade de fechamento cambial antecipado para importações ou a exigência de obtenção de financiamentos externos, etc.

Outra prática de controle cambial bastante utilizada, no período em análise, foi a adoção de medidas de controle quantitativo de importações de mercadorias consideradas não essenciais, de imposição prévia de licenças de importação, que constituía em exame de documentação expedida por Órgão competente, da exigência de certificados de origem sanitária para determinadas mercadorias. O Banco Central utilizou-se, principalmente na década de 80, de limitações ao envio de divisas a título de remessa de lucros, por parte das multinacionais aqui instaladas, da remessa de juros, de *royalties*, de despesas de turismo, de dividendos etc.

Nesse sentido, a economia brasileira, nos últimos vinte anos, passou por diversas experiências de determinação da taxa cambial, que objetivaram o ajuste das contas externas. Na maioria das vezes predominou a intervenção do Banco Central, quer nos momentos de administração dessa taxa cambial, quer nos momentos de flutuação da taxa ou mesmo quando, em certas ocasiões, adotou-se o regime de câmbio fixo, como se pode ver nos itens que se seguem.

## 1 A política de controle cambial na década de 80

A partir de 1968, o país editou um regime de minidesvalorizações que se manteve até o início de 1990. Nesse sistema, o Banco Central promovia desvalorizações da taxa nominal do câmbio em pequenas proporções e em pequenos intervalos de tempo. A correção se dava pela diferença entre a inflação brasileira e a internacional, no sistema de correção denominado de paridade relativa de compra da moeda. Essa correção só foi interrompida nos quatro primeiros meses do Plano de Estabilização de 1986, denominado de Plano Cruzado; em 1987, com o Plano Bresser e em 1989, com o Plano Verão, quando a taxa de câmbio permaneceu temporariamente fixa.

A crise externa de 73 e a elevação do preço do petróleo provocaram elevados déficits das transações correntes e dada a elevada dívida externa o país resistiu a desvalorizar o câmbio por causa da pressão inflacionária provocada pelo sistema de indexação, que já era bastante abrangente. Além disso, o volume da dívida externa e o programa de importação de bens de capital foram fatores de pressão pela não desvalorização.

A política de minidesvalorizações teve como parâmetro a Teoria da Paridade do Poder de Compra (PPP)<sup>1</sup>, baseada na diferença entre a inflação brasileira e a dos Estados Unidos. As minidesvalorizações foram implementadas para evitar especulações em períodos em que o mercado esperava um ajuste cambial e para propiciar aos exportadores a estabilização de remuneração real do setor. Os choques do petróleo de 1973 e 79 criaram defasagens que foram compensadas com duas maxi-desvalorizações de 30% em 79 e 83.

No início da década de 1980 discutia-se muito que regime cambial seria ideal para o Brasil. A primeira proposta consistia em retornar ao sistema de minidesvalorizações, mantendo a taxa de câmbio sob administração do Banco Central, mas adicionando critérios para a paridade real da moeda. Esses critérios seriam: indexar a taxa à variação do IPA, por ser este índice mais representativo dos custos de mercadorias exportáveis, adotando a paridade de 1985, época em que se considerava a moeda alinhada com a competitividade externa. Por último, deveriam ser incorporados fatores como, mudança nos termos de troca ou o efeito renda sobre o comércio.

A principal vantagem dessa alternativa era a defesa quanto a um possível ataque especulativo, o que justificava manter o câmbio sob controle, dando maior segurança sobre a taxa de câmbio real, fator importante para o aumento das exportações. Anteriormente às minidesvalorizações, o caráter especulativo era observado no momento da postergação do fechamento do câmbio dos exportadores, na espera da desvalorização. Com relação aos importadores, observava-se, ao contrário, a antecipação do fechamento do câmbio para se aproveitar da taxa sobrevalorizada.

A segunda proposta relacionada à adoção de câmbio duplo era defendida por alguns analistas com um passo intermediário para a implantação da liberdade cambial. A ideia básica seria adotar um sistema de leilões para determinada receita das exportações, mantendo outra parte vinculada ao câmbio oficial, que seguiria a política de minidesvalorizações.

<sup>1</sup> A PPP define a taxa de câmbio nominal, entre dois países, em função da diferença entre a inflação desses países e a taxa de câmbio real estabelecida é dada por:  
$$TCr = T_{Cn} \cdot P^*/P$$
  
Onde,  $TCr$  é a taxa real de câmbio,  $T_{Cn}$  é a taxa nominal e  $P^*$  e  $P$  são os preços estrangeiros e domésticos respectivamente. A relação demonstra que a taxa nominal de câmbio entre dois países varia de acordo com as diferenças de inflação entre eles.

As principais vantagens da adoção do câmbio duplo encontram-se na possibilidade de transferir para o mercado uma parte da determinação da taxa de câmbio, ficando apenas uma fatia com o Banco Central e ainda permitir uma liberalização comercial. Como vantagem, ainda, pode-se citar a diminuição da necessidade de desvalorizar o câmbio real, uma vez que a faixa de flutuação seria responsável pela manutenção do câmbio real.

Como desvantagem, pode-se citar a possibilidade de instabilidade e especulação, além de acarretar uma maior burocracia para administrar os dois segmentos do mercado. Ademais, o sistema representa um subsídio ao grupo do câmbio preferencial, o que reforçaria a tendência de apreciação cambial da taxa controlada, uma vez que nesse segmento estariam as despesas de governo e de dívida externa.

Como última proposta, pode ser apresentada a que se refere ao câmbio livre. Neste sistema o mercado definiria a taxa de câmbio por intermédio de leilões, com participação restrita apenas de alguns agentes credenciados. Mesmo com a liberdade cambial, admitia-se a manutenção de alguns controles no tocante às modalidades de pagamentos autorizados no sistema antigo. Para amenizar a possível desvalorização, o governo poderia adotar tributação sobre exportações ou importações.

A crise do balanço de pagamentos dos anos 80 desaconselhava a adoção do câmbio livre, porque se imaginava que o impacto inicial seria uma desvalorização, que poderia provocar um movimento especulativo, através da conta capital, principalmente pelo volume da dívida externa do país. Para isso, a política de minidesvalorizações seguiu pequenos intervalos e valores entre as desvalorizações. No início, os intervalos foram de três dias, mas, a partir de 1984, devido ao crescimento inflacionário, as desvalorizações passaram a ser diárias, o que ocorreu até 1986, quando foram suspensas por causa do congelamento cambial imposto pelo Plano Cruzado.

A depreciação do câmbio foi influenciada pela crise econômica do México, de 1982, quando o fluxo de financiamento dos déficits das transações correntes dos países da América Latina, em especial o Brasil, sofreu um abrupto corte e a solução foi o País recorrer a empréstimo junto ao Fundo Monetário Internacional. Estes antes de acolher as solicitações de empréstimos, exigia que o país apresentasse um programa de ajustamento macroeconômico, que envolvia desvalorização da taxa cambial; contenção da demanda agregada, através de controle orçamentário; contenção na oferta monetária; e controle salarial.

Os resultados de tal política são claramente observados na Figura I, a seguir, que mostra o comportamento da taxa real de câmbio, durante a década de 80.

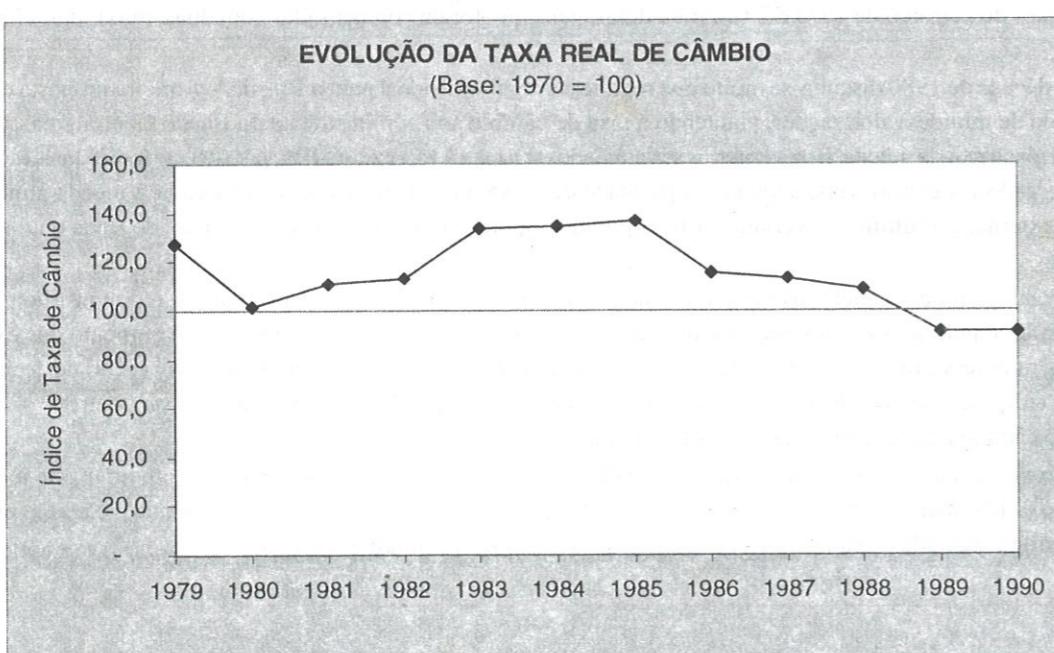


Figura 1 – Elaboração do autor.

As minidesvalorizações implementadas proporcionaram depreciação real por quase todo período, com exceção de 1989 e 1990. Tal política foi mantida em consonância com a necessidade do país gerar superávits na balança comercial, para reduzir a necessidade de financiamento externo, em cumprimento aos compromissos mantidos com o FMI.

Desta forma, a década de 80 foi caracterizada pela implantação de políticas de geração de superávits em transações correntes, que envolviam um grande esforço exportador e uma política de controle das importações e da saída de divisas. Complementarmente, as medidas de política monetária e fiscal visavam conter a demanda através de controle do crédito doméstico e da limitação dos gastos públicos, para que a demanda agregada reduzisse a exigência de mais importação e de financiamentos externos.

Praticamente em todos os acordos com o FMI, o Brasil se comprometia a cumprir determinadas metas de desempenho, tendo como principal fator o Crédito Líquido doméstico, que compreendia a diferença entre a base monetária e a variação das reservas internacionais, conforme modelo de ajustamento do balanço de pagamentos adotado por aquela instituição. Os ajustes praticados no País sempre consideravam que, por trás de um déficit em transações correntes, existia um déficit governamental e um crescimento excessivo do crédito doméstico. A partir de 1988, o Banco Central criou o segmento de câmbio de taxas flutuantes, que tinha como objetivo principal o de trazer as operações antes realizadas no mercado paralelo, para a oficialidade. Inicia-se, então, uma série de alterações e liberalizações das normas cambiais, permitindo uma maior liberdade de movimentação financeira e de produtos.

O final da década caracterizou-se como o início do processo de abertura do mercado cambial brasileiro, mas as dificuldades enfrentadas durante os anos 80 demonstraram que a eficiente administração da taxa real de câmbio e os ajustes macroeconômicos são fundamentais para o equilíbrio das contas externas. No entanto, o fracasso das políticas antiinflacionárias alterou os objetivos de política econômica já nos primeiros anos da década de 90, que serão analisados no item a seguir.

#### A abertura da década de 90

Segundo a tendência mundial de liberalização do comércio internacional, o Brasil iniciou a década adotando diversas medidas liberalizantes, que permitiram um maior fluxo de capitais estrangeiros para o país e eliminaram controles de saídas de capital, anteriormente existentes.

O Governo que assumiu em março de 1990 adotou o câmbio flutuante, ficando a cargo das instituições financeiras credenciadas determinar diariamente o preço do dólar no mercado. O Banco Central deixou de definir a taxa de câmbio, mas anunciou que, se necessário, interviria comprando ou vendendo a moeda estrangeira, para evitar volatilidade das taxas e para acumular reservas internacionais.

No período 1990 e 91, o câmbio variou em torno da inflação do período, com alguma recuperação além da inflação no final de 90, para estimular as exportações. Os exportadores, há muito, defendiam a flutuação porque a expectativa era de uma desvalorização inicial. Mas sendo o Banco Central o principal comprador de divisas, na prática, a atuação do Banco assemelhava-se ao antigo regime de minidesvalorizações.

Algumas reformas que haviam se iniciado ainda no final dos anos 80 foram aprofundadas a partir de 1990, como é o caso das privatizações e abertura econômica. Após os diversos planos de combate à inflação (Plano Cruzado, em 1986, Plano Bresser, em 1987 e Plano Verão, em 1989), mais um plano de estabilização é implantado, em 1990, sem lograr êxito. Somente com o Plano Real, em julho de 1994, é que o país começa a conviver com uma estratégia de combate à inflação que finalmente consegue estabilizar os preços durante o restante da década, facilitando a implementação das reformas estruturais e a liberalização do comércio internacional.

Na área cambial, o Banco Central flexibilizou o mercado, trazendo para a legalidade diversas operações, que antes transitavam pelo mercado paralelo<sup>2</sup>. A criação do mercado de taxas flutuante, no final de 1989, desregulamentou diversas operações permitindo-se que o fluxo oriundo de compra e venda de moeda estrangeira, advindas de viagens internacionais, de subfaturamento de importações e super faturamentos de exportações fossem regularizadas e registradas no Sistema Integrado de Comércio Exterior (SISCOMEX), recém criado.

Diversas operações que antes eram conduzidas no “mercado paralelo” passaram a ser cursadas no mercado flutuante, dentre elas, as transferências de patrimônio de pessoas físicas, heranças, aposentadorias e pensões, compromissos diversos e manutenção de pessoa física no exterior e fianças contratadas no exterior para cobertura de créditos concedidos. A partir de 1990, foram autorizadas no mercado flutuante as transferências de receitas auferidas, no país, pela venda de passagens marítimas internacionais,

<sup>2</sup> Dadas as limitações de compra de moeda estrangeira para enviar ao exterior, o mercado paralelo funcionava como um escape para a negociação do que não era permitido. Com a introdução do “mercado flutuante,” boa parte dessas operações passaram para a legalidade.

os ingressos de divisas relativos à exportação de jóias e pedras preciosas e, em 1991, foi incorporado o pagamento ao exterior de despesas de viagens internacionais, mediante o uso de cartão de crédito internacional, emitido no país.

A partir do Plano Real, o governo implanta uma fase de mudança parcial no regime cambial. Este passa de um regime de minidesvalorizações permanentes para produzir saldos positivos na balança de transações correntes, para um regime de câmbio administrado como "âncora cambial" do novo plano de estabilização.

Essa política sobrevalorizou o Real, possibilitando a estabilidade dos preços dos produtos importados, forçando a indústria nacional a se modernizar e manter seus preços em níveis competitivos com os importados, que invadiram o mercado. Essa âncora perdurou até janeiro de 1999, quando o Banco Central introduziu a mudança do regime cambial, adotando a livre flutuação do Real.

Para países que adotaram políticas de controle cambial, como foi o caso do Brasil durante quase toda década de 90, e que utilizou a "âncora" cambial a partir de 1994, a teoria da paridade mostrou a necessidade de manutenção de política de juros extremamente elevados. A Figura 2, a seguir, demonstra o comportamento da taxa real de câmbio, tendo, como referência, junho de 1994.

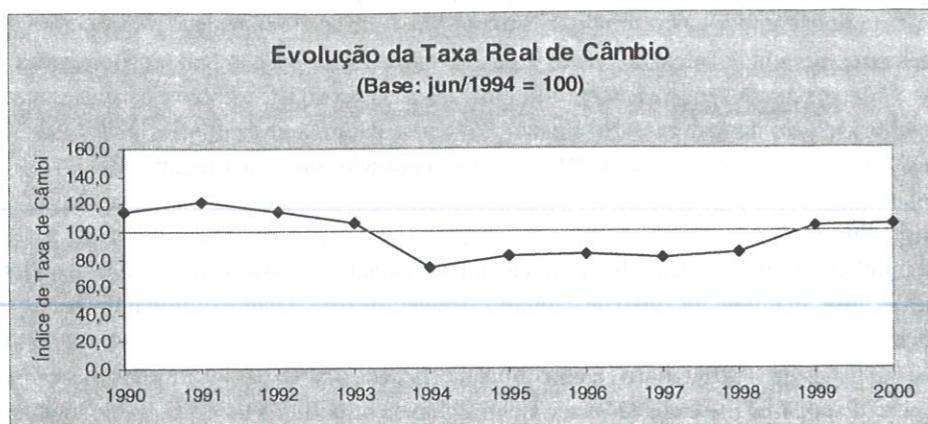


Figura 2- Elaborada pelo autor.

Fonte: Banco Central do Brasil/DEPEC

Nota: Índice R\$/US\$(IPA-DI/PPI)

Conforme se pode observar, tomando como referência a introdução da Unidade Real de Valor (URV), paritária ao dólar, a taxa de câmbio rapidamente se apreciou, a partir da efetiva implantação do Real. A âncora estabelecida valorizou o Real, desde sua introdução até a mudança de regime cambial em 1999, quando, finalmente, a moeda recuperou a defasagem.

Como o Governo tinha determinado que o câmbio flutuaria de acordo com as forças de mercado, a taxa cambial valorizou-se tanto que, em 1995, o BACEN teve que alterar a sistemática, introduzindo o sistema de bandas cambiais.

O sistema de bandas cambiais consistiu na definição, por parte do Banco Central, de um intervalo, no qual a taxa de câmbio podia flutuar qualquer pressão de desvalorização ou valorização extra-intervalo, a Autoridade Monetária fazia intervenções comprando ou vendendo divisas, para restabelecer a cotação dentro da banda cambial estabelecida. Trata-se de um sistema em que os bancos centrais se comprometem a defender o valor nominal da moeda dentro de limites pré-estabelecidos

O comportamento das bandas cambiais pode ser visto na Figura 3, a seguir.

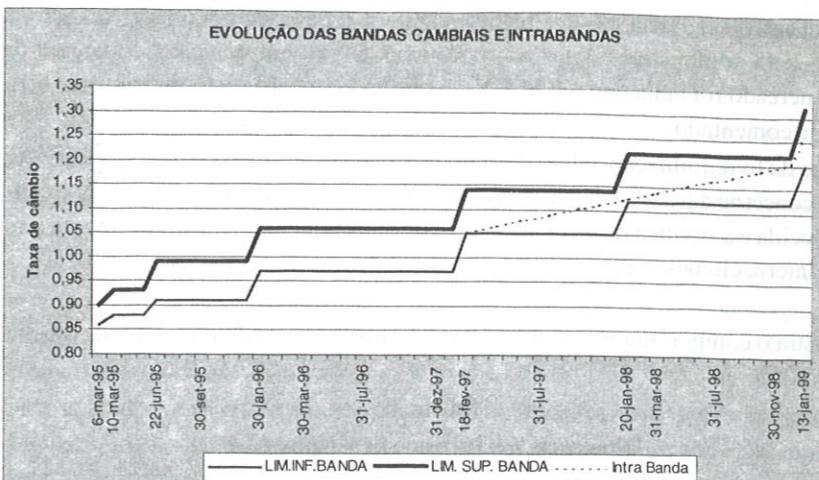


Figura 3

Elaboração do Autor, com base nos dados do Banco Central do Brasil.

O ajuste das bandas se dava em períodos relativamente longos, inicialmente a cada três meses e depois anualmente, mas com a introdução do sistema de intrabandas as correções ocorriam sistematicamente por intermédio dos leilões. Conforme se pode observar, no final de 1998 e início de 1999, a intrabanda se aproxima da banda superior. Naquela época, o Banco Central promoveu um ajuste na banda larga, mas, de imediato a intrabanda se aproximou novamente da banda superior, obrigando a Autoridade Monetária a introduzir o regime de flutuação do câmbio.

Entre 1997 e 1999, quando o mercado financeiro foi abalado por um ataque especulativo<sup>3</sup>, a economia brasileira sofreu a incerteza de sua trajetória de mudança de regime cambial, uma vez que as bandas cambiais existentes mostravam-se insustentáveis, forçando o Governo a elevar os juros internos, para não perder divisas internacionais. As expectativas negativas elevaram as fugas de capital, que reduziram o nível de reservas internacionais, abalando a sustentabilidade das bandas cambiais.

A abertura econômica implantada a partir de 1990, inicia-se efetivamente no final de 1989, com a redução de diversas alíquotas de importação e eliminação das restrições quantitativas da importação de similares nacionais, conforme foi assinalado anteriormente.

Essa abertura do mercado possibilitou o aumento da oferta de produtos importados, porque a variedade de bens causou certa euforia no mercado interno. Essa euforia agravou-se após o Plano Real que, ao estabilizar a moeda e a taxa cambial, aumentou substancialmente o volume de importação. Tal fenômeno gerou déficits na balança comercial, apesar do crescimento verificado nas exportações, principalmente para o MERCOSUL, que passou a exercer um papel fundamental no desenvolvimento do comércio internacional da região, a partir de sua implantação em 1991.

O aspecto relevante dessa discussão é quanto à taxa de câmbio. A liberalização comercial força a uma desvalorização, uma vez que a tendência inicial é de crescimento das importações, enquanto a liberalização da conta capital leva a uma valorização cambial pela tendência de entrada de capitais, como consequência das incertezas geradas e pelo descompasso da política de juros frente à estabilidade de preços. Por isso é que a sugestão do conhecido consenso de Washington era de que os países promovesssem a abertura comercial de forma gradativa e fossem fazendo as mudanças estruturais, para depois iniciarem a abertura da conta capital de forma sustentável.

O resultado mais imediato da expansão dos fluxos de capital foi a maior internacionalização dos mercados domésticos, que foram progressivamente se integrando aos demais mercados internacionais<sup>4</sup>, como consequência da expansão dos fluxos de capital, tanto para os países desenvolvidos quanto para os países chamados emergentes. Desde então o enfoque de ajuste deixa de concentrar-se no esforço de implementação de políticas monetária e cambial para promoção do equilíbrio do balanço de pagamentos, para buscar instrumentos de proteção à especulação financeira, com o propósito de evitar a vulnerabilidade da conta "Movimento de Capitais", o que significa dizer aperfeiçoar os mecanismos de controle cambial adaptados para um regime de livre movimentação financeira internacional.

<sup>3</sup> Ataque especulativo no mercado financeiro provocado por desconfiança nos rumos da política cambial brasileira, quando o mercado apostava em uma forte desvalorização da moeda

<sup>4</sup> Essa integração não modificou radicalmente a divisão internacional do trabalho

No início de 1999, o Governo viveu uma crise de fuga de capitais, provocada por uma crise internacional que envolveu os países Asiáticos e a Rússia. Para administrar a situação, o Banco Central tentou alterar a margem de flutuação das bandas cambiais, mas a pressão do mercado foi tanta que o BACEN foi obrigado a acabar com o sistema de bandas cambiais e adotar o câmbio flutuante, conforme já comentado.

Posteriormente, a adoção da livre flutuação, o País implantou o sistema de "metas para a inflação", regime este que fortalece a política monetária, no que concerne à política de juros. Nesse sistema a política monetária, fiscal e cambial tem como objetivo básico atingir a meta estabelecida e a política de juros se reveste da maior importância, porque passa a ser um forte componente a comparação com os juros internacionais e a expectativa de futuras desvalorizações, reforçada pela condição da paridade dos juros<sup>5</sup>.

A tabela 1, a seguir, mostra o comportamento do diferencial de juros observado na economia brasileira, após a implantação do Real.

**Tabela 1**  
**Diferencial de juros no brasil pós-real**

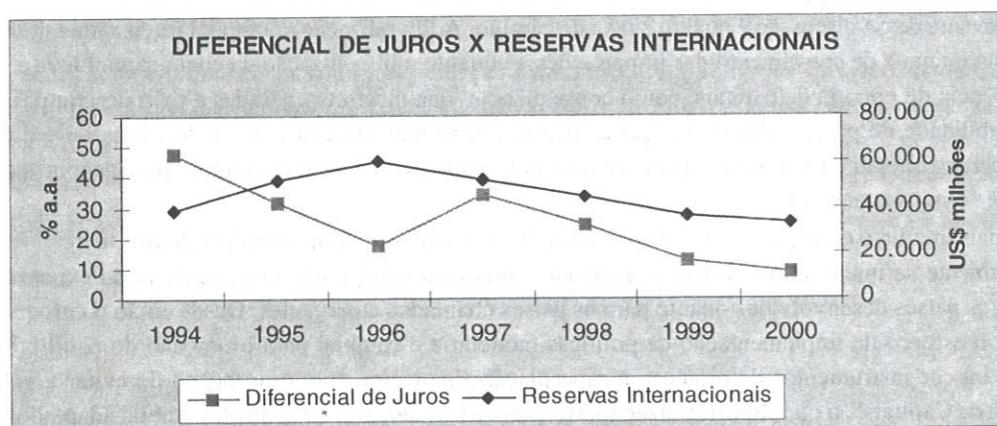
Final de período	Juros domésticos (over Selic) % a.a.	Juros internacionais (Libor) (1) % a.a.	Diferencial de juros % a.a.	Reservas internacionais (2) US\$ Milhões
1994	56,4	5,84	47,8	38.806,20
1995	38,92	5,61	31,5	51.804,30
1996	23,94	5,64	17,3	60.110,10
1997	42,04	6,00	34,0	52.172,70
1998	31,24	5,08	24,0	44.556,00
1999	18,99	6,11	12,1	36.342,20
2000	16,19	6,98	8,6	33.011,00

Fonte: Elaboração do Autor com base nos dados do Banco Central do Brasil.

Notas: (1) Média de seis meses; (2) Conceito de liquidez internacional.

Os dados da tabela evidenciam que o processo de liberalização cambial implementado, juntamente com a margem de arbitragem dos juros, possibilitou o crescimento das reservas internacionais a partir de 94. A elevação dos juros em 1997 provocou um grande diferencial de juros que, de início, resultou no crescimento das reservas internacionais, que alcançaram mais de US\$ 70 bilhões, mas que, devido à crise internacional da Ásia, sofreu uma rápida evasão, encerrando o ano com US\$ 52 bilhões. A partir da implantação do regime de flutuação cambial, as reservas se mantiveram acima de US\$ 30 bilhões.

Na Figura 4, a seguir, visualiza-se esse diferencial de taxa de juros domésticos e juros internacionais, e seu reflexo na expansão das reservas internacionais, no período de 1994 a 2000.



**Figura 4** - Elaboração do Autor, com base nos dados do Banco Central

<sup>5</sup> A paridade está associada ao diferencial entre a taxas de juros interna e a externa, adicionada a um componente de expectativa de desvalorização ou valorização da moeda doméstica.

É preciso destacar a redução drástica do diferencial, a partir de 1999, quando é implantado o câmbio flutuante. Com o novo regime, a desvalorização ocorrida reduziu a expectativa de nova desvalorização futura, o que permite, de acordo com a teoria da paridade dos juros, um diferencial de juros menor.

Sachsida et Alii (1999), ao verificarem a validade da teoria da paridade no Brasil, utilizando a taxa over-selic como taxa de juros domésticos e as taxas de juros dos títulos do governo americano (T-Bill três meses), observaram que:

"No período de janeiro de 1990 a junho de 1994, a taxa de juros doméstica foi determinada exclusivamente por fatores externos e não foi inflada por nenhum prêmio de risco....[sendo] completamente rejeitada entre junho de 1994 e outubro de 1998. Assim, nesse período a taxa de juros doméstica foi determinada exclusivamente por determinantes internos, e não teve relação com a taxa de juros internacional. tal comportamento pode indicar um intervalo de política econômica na determinação da taxa de juros do Plano Real, pois, nesse período, o governo tentou simultaneamente controlar o câmbio e os juros".(1999:11 e 19)

Os autores concluíram que tal discrepância deveu-se à inaplicabilidade da paridade dos juros em sistemas de câmbio fixo que, praticamente, aconteceu quase que durante o período da sistemática das bandas cambiais. Essa conclusão pode ser visualizada na tabela 1 e figura 4, apresentados anteriormente.

### Conclusões

A análise feita neste trabalho mostrou que a política cambial adotada desde 1980 apresentou, como ponto principal do ajuste do balanço de pagamentos, a definição de uma taxa real de câmbio, a partir da teoria da paridade cambial. Até mesmo os ajustes restritivos impostos pelo FMI, no período, tiveram, como parâmetro, a manutenção da taxa real de câmbio como base para esse equilíbrio.

Foi visto, também, que a abertura econômica,posta em prática a partir do início dos anos 90, não mudou o enfoque da política de ajuste, agregando apenas um componente a mais, que foi o diferencial de juros interno e o internacional, como variável importante, para atrair capital externo, quer como aplicações financeiras e de *portfolio*, ou mesmo como investimento direto e promovendo uma ampla eliminação das restrições às importações e ao movimento de capitais. Com efeito, o objetivo da eliminação das restrições ao comércio é fazer que cada País se dedique à produção dos bens e serviços, para os quais disponha de maiores vantagens competitivas, mas não desequilibrar a balança comercial. Ou seja, o aumento das importações deve ser financiado pela expansão das exportações e não, pela captação de recursos de curto prazo, atraídos por altas taxas nominais de juros combinados com câmbio defasado.

A crescente participação do capital estrangeiro ocorrido na economia brasileira, a partir de 1995, aumentou o grau de internacionalização da estrutura produtiva, através das privatizações de setores estratégicos, como a telecomunicação, siderurgia, energia elétrica e pela aquisição de empresas privadas, com reflexos no comércio exterior. Muitas empresas estrangeiras, aqui sediadas ou por intermédio de filiais, operam no segmento de bens de consumo e bens de capital, que tendem a ser intensivas no uso de tecnologia, mas que são voltadas para o mercado interno, elevando o coeficiente de importação e promovendo mais desajustes.

Desta forma, a dependência brasileira ao capital externo tem imposto grandes restrições ao crescimento econômico. Dada a necessidade de financiamento do déficit das transações correntes e para aumentar o crescimento econômico, o país para crescer necessita incrementar sua dívida externa ou conseguir investimentos estrangeiros diretos, o que traz, como consequência, a remessa de juros e lucros.

Por fim, para que o Brasil continue importando tudo que precisa para assegurar, inclusive, competitividade internacional, é imprescindível ampliar permanentemente as exportações. Para isso, é indispensável à execução de uma política governamental de estímulo ao setor. É urgente a criação de uma estratégia de longo prazo, que permita as atuais empresas exportadoras a consolidarem os atuais mercados e se estruturem para a conquista de outros mercados. Para isso, o governo precisa, entre outras medidas, criar linhas de financiamento de longo prazo para as empresas exportadoras; aparelhar o Ministério das Relações Exteriores para formar diplomatas "experts" em negócios internacionais, em estratégias *antidumping*, em direito internacional, para representar o país nos foros oficiais e fortalecer, de fato, a CAMEX, para que ela, juntamente com a iniciativa privada, promova o comércio brasileiro.

### Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *O regime cambial brasileiro*. Brasília, DF, 1997.

\_\_\_\_\_. *Brasil programa econômico: relatórios de 1983 a 1991*. Brasília, DF, [199-]

Henrique Marinho

- \_\_\_\_\_. Relatório anual: relatórios de 1980 a 2001. Brasília, DF, [2002?]
- \_\_\_\_\_. Análise do mercado cambial: relatórios de 1994 a 2000. Brasília, DF, [2001?]
- \_\_\_\_\_. Relatório do setor externo da economia brasileira: 1974/1984. Brasília, DF, 1985.
- \_\_\_\_\_. Relatório de inflação. Brasília, DF, 1999.
- BAUMANN, Renato (Org.). O Brasil nos anos 1990: uma economia em transição. In: \_\_\_\_\_. Brasil: uma década em transição. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p. 11-53.
- CYSNE, Rubens Penha. Aspectos macro e microeconômicos das reformas. In: BAUMANN, Renato. Brasil: uma década em transição. Rio de Janeiro: Campus, 2000. p. 55-99.
- FREITAS, Carlos Eduardo de. Liberdade cambial no Brasil. In: BAUMANN, Renato (Org.). Brasil e a economia global. Rio de Janeiro: Campus, 1996. p. 87-108.
- GONÇALVES, Reinaldo et al. A nova economia internacional: uma perspectiva brasileira. Rio de Janeiro: Campus, 1998.
- GONÇALVES, Reinaldo. Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira. In: BAUMANN, Renato (Org.). Brasil e a economia global. Rio de Janeiro: Campus, 1996. p. 133-165.
- KESSEL, Moisés. Regimes cambiais e políticas cambiais brasileiras. Separata de: Boletim do Banco Central do Brasil, Brasília, DF, fev. 1998. p. 263-286.
- PEREIRA, Lia Valls. Algumas notas sobre o enfoque teórico dos programas de ajustamento do FMI. Rio de Janeiro: FUNCEX, 1987. (Texto Para Discussão nº 2)
- SACHSIDA, Adolfo et al. Diferencial de juros e taxa de câmbio no Brasil. Brasília, DF: IPEA, 1999. (Texto Para Discussão nº 662).
- ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio. Taxa de câmbio e política cambial no Brasil. São Paulo: Edusp, 1993.

## Quando os incentivos falham: o caso das fraudes em Wall Street

When tax incentives fail: fraud cases in Wall Street

Cláudio André Nogueira\* - Adriana Sousa de Oliveira\*

### Resumo

O objetivo deste artigo é mostrar que a separação entre propriedade e gerência permanece um problema atual, conforme parecem evidenciar os acontecimentos recentes em Wall Street. Em particular, os sistemas de incentivos que buscavam colocar em sintonia os interesses conflitantes de acionistas e executivos foram, em última análise, mal desenhados, pois, não levaram em consideração a ocorrência de sérias distorções em um ambiente legal altamente permissivo e com baixa capacidade punitiva.

**Palavras-chave:** propriedade, gerência, sistemas de incentivos, fraudes contábeis.

### Abstract

The main objective of this paper is to show that the separation between property and management is still an important problem, as the recent events in Wall Street seem to indicate. In particular, the incentive schemes that attempted to harmonize the conflicting interests between stockholders and managers were, in essence, ill-designed since they did not take into consideration the occurrence of serious distortions in a legal environment where the rules are permissive and punishment is not enforced efficiently.

**Keywords:** property, management, incentive schemes, and accounting frauds.

### Introdução

Os acontecimentos recentes em Wall Street, em que os balanços de várias corporações de projeção internacional foram adulterados, trouxeram à tona uma distorção importante no sistema gerencial americano. Na tentativa de criar um sistema de incentivos que compatibilize os interesses, muitas vezes conflitantes, de gerentes e acionistas nessas corporações, os possíveis efeitos indiretos e mudanças de comportamento dos agentes envolvidos em tal sistema não foram

levados em consideração. Desta forma, o principal objetivo desse artigo é exatamente discutir as políticas de incentivos a executivos, criadas pelas principais companhias de capital aberto dos Estados Unidos, apontando as principais causas para as distorções ocorridas.

Para tanto, será feita inicialmente, na seção II, uma análise teórica acerca da divisão entre propriedade e gerência que, sem dúvida, constitui-se no ponto de partida para se analisar os acontecimentos recentes, uma vez que tal divisão levou à criação do sistema de incentivos em análise.

Em seguida, na seção III, este sistema de incentivos será descrito com uma razoável riqueza de detalhes. Daí, na seção IV, serão apontadas as principais causas para o fracasso de tal sistema. Finalmente, serão apresentadas as principais conclusões obtidas, assim como a bibliografia pesquisada.

### 1 A separação entre propriedade e gerência

Um dos principais acontecimentos, que indubitavelmente revolucionou a organização das empresas nas principais economias capitalistas, foi a separação entre propriedade e gerência. Este não é um fenômeno recente, mas até hoje traz implicações importantes sobre como gerir as atividades produtivas, principalmente nas grandes corporações<sup>1</sup>.

\* Professor da Universidade de Fortaleza (UNIFOR). Mestre em Economia pela Pennsylvania State University e doutorando em Economia pelo CAEN/UFC. E-mail: claudioandre@unifor.br

† Professora da Universidade de Fortaleza (UNIFOR). Mestranda em Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP). E-mail: adripoli@aol.com

<sup>1</sup> As grandes corporações ocupam cada vez mais um lugar de destaque no cenário internacional. Apesar a título de ilustração, companhias tais como General Motors, Chevron-Texaco, Shell, Ford e muitas outras possuem milhares de empregados e dezenas de filiais espalhadas por todo o mundo, obtendo receitas anuais superiores ao PIB de muitos países.