

Universidade Federal do Ceará  
Faculdade de Economia, Administração, Atuarias, Contabilidade e Secretariado  
Curso de Ciências Econômicas

**O SISTEMA CAMBIAL BRASILEIRO ENTRE 1968 E 1999:  
APRESENTAÇÃO DE ALGUNS EFEITOS SOBRE DÍVIDA,  
CRESCIMENTO E INFLAÇÃO.**

Carlos André Monteiro do Amaral  
No. de matrícula: 9610332  
Orientadora: Prof.(a) Ana Maria Fontenele

Fortaleza - Ceará  
Fevereiro 2002

**Universidade Federal do Ceará  
Faculdade de Economia, Administração, Atuarias, Contabilidade e Secretariado  
Curso de Ciências Econômicas**

**O SISTEMA CAMBIAL BRASILEIRO ENTRE 1968 E 1999: APRESENTAÇÃO DE  
ALGUNS EFEITOS SOBRE DÍVIDA, CRESCIMENTO E INFLAÇÃO**

**Aluno: Carlos André Monteiro do Amaral  
Orientadora Ana Maria Fontenele**

**Monografia submetida à comissão julgadora do curso de Ciências Econômicas,  
como exigência parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências  
Econômicas, pela Universidade Federal do Ceará**

**Fortaleza - Ceará  
Fevereiro 2002**

Essa monografia foi submetida como parte dos requisitos à obtenção da graduação em Ciências Econômicas, outorgado pela Universidade Federal do Ceará, e encontra-se à disposição dos interessados na Biblioteca da referida Universidade.

A citação de qualquer trecho desta monografia é permitida, desde que seja feita de conformidade com as normas da ética científica.

**CARLOS ANDRÉ MONTEIRO DO AMARAL**

Monografia aprovada em \_\_\_\_/\_\_\_\_/2002

Média final \_\_\_\_\_

**BANCA EXAMINADORA**

\_\_\_\_\_  
Prof(a) Ana Maria Fontenele  
Orientadora

\_\_\_\_\_  
Nota

\_\_\_\_\_  
Prof(a) Maria Cristina Pereira de Melo

\_\_\_\_\_  
Nota

\_\_\_\_\_  
Prof(a) Jacqueline/Franco Cavalcante

\_\_\_\_\_  
Nota

## AGRADECIMENTOS

Nesse longo caminho em que me empenhei na busca dos conhecimentos necessários para concluir mais uma importante etapa na minha vida, tive o apoio de várias pessoas que contribuíram de alguma forma para o meu sucesso e neste grande momento de satisfação não poderia deixar de mencioná-las;

Gostaria, antes de mais nada, de agradecer a Deus que sempre esteve presente na minha vida, tanto nos melhores quanto nos piores momentos;

Agradecer primordialmente a minha Mãe Maria Ivonete, a meu Pai Raimundo Gurgel, a minha companheira inseparável Sônia Forte que sempre esteve ao meu lado como amiga e esposa, e finalmente meus irmãos Paulo, Karina e Marcelo;

Aos meus avós Assis Ribeiro (in memorian), Maria Carmélia (in memorian), Francisco Rosa (in memorian), Francisca Araújo (in memorian), José Guedes e Laura Monteiro que muito contribuíram para minha formação como pessoa;

Aos meus inestimáveis tios(as) Hilda, Fátima, Zenaide, Zeneida, Raimunda Sales, Célia, Wilma, Zuila, Raimundo Merêncio, Pedro Gurgel, Francisco Xavier, Luiz Monteiro, José Monteiro, João Monteiro, Carlos Monteiro, Pedro Monteiro; aos meus primos(as) Heloísa, Carmélia, Hermínia, Limério, Francisco, Jesineudo, Nilo e a todos os amigos e conterrâneos giquienses, entre estes Rosa de Nogueira (in memorian) Elizabete, Renato, Rozineide, Ivanda, que contribuíram de uma forma ou de outra para o meu engrandecimento intelectual;

Aos meus amigos do PET e da FEAAC por todos esses anos de amizade;

À Universidade Federal do Ceará, pela oportunidade de realizar esse ímpar e grandioso curso;

Como não poderia deixar de ser, expresso os meus mais sinceros agradecimento à professora e amiga Ana Maria, por todo cuidado, dedicação e paciência para comigo e pelas brilhantes e valiosas contribuições que estiveram presentes em todos os momentos na elaboração deste trabalho;

À banca examinadora, Prof<sup>a</sup> Cristina e Prof<sup>a</sup> Jacqueline, pessoas admiráveis e de altíssimo nível, pelos ricos e construtivos comentários;

Aos professores: Isabel, Eurípedys, Abreu, Fábio Basto, Agamenon, Lemos e Roberto Shith, que muito contribuíram para a minha formação acadêmica;

E, finalmente, à CAPES, pela honra de ter participado do Programa Especial de Treinamento (PET).

## RESUMO

***O Sistema Cambial Brasileiro entre 1968 e 1999: Apresentação de Alguns Efeitos sobre Dívida, Crescimento e Inflação*** foi desenvolvido dentro do atual contexto de política econômica e de tentativas de estabilização da economia nacional, os quais visam a estabilização econômica, com o intuito de melhorar e preparar o mercado nacional frente à intensa competitividade internacional.

Os diversos planos econômicos implantados no decorrer do período estudado usaram a política cambial, em sua grande maioria, para justificar o intenso processo de tentativa de formação de uma economia estável.

Esse fenômeno permanece vivo, ainda hoje, início de um novo milênio, e muito ainda se estuda a respeito de suas conseqüências tais como: influência sobre a dívida pública; efeitos no crescimento; atração de capitais; impactos sobre a inflação e variações nas taxas de juros.

O processo de estabilização é tomado, então, como um processo que pode levar a nação a seguir um desses caminhos: dosar as medidas econômicas para se obter uma economia em andamento com diferenças não tão significativas ou seguir o caminho da estabilização, tendo em vista apenas o controle da inflação, causando grandes terremotos nos pilares da economia nacional, como altos índices de desemprego e miséria entre outros.

## ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	10
<b>CAPÍTULO 1: UM BREVE HISTÓRICO DA POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA ENTRE 68 E 99.....</b>	<b>12</b>
1.1 TAXA DE CÂMBIO: CONCEITOS FUNDAMENTAIS.....	12
1.2 REGIMES CAMBIAIS NO BRASIL ENTRE 1968 E 1999.....	14
1.2.1 PRIMEIRA FASE.....	16
1.2.2 SEGUNDA FASE.....	16
1.2.3 TERCEIRA FASE.....	17
1.2.4 QUARTA FASE.....	18
1.2.5 QUINTA FASE.....	18
1.2.6 SEXTA FASE.....	19
1.2.7 SÉTIMA FASE.....	20
1.3 AS MINIDESVALORIZAÇÕES COMO POLÍTICA DE MANUTENÇÃO DA TAXA REAL DE CÂMBIO.....	23
<b>CAPÍTULO 2: EFEITOS DA POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL.....</b>	<b>29</b>
2.1 EFEITOS SOBRE DÍVIDA PÚBLICA.....	34
2.2 EFEITOS SOBRE O CRESCIMENTO ECONÔMICO.....	43
<b>CAPÍTULO 3: PLANO REAL E A RELEVÂNCIA DA TAXA DE CÂMBIO.....</b>	<b>47</b>
3.1 INÍCIO DO PLANO REAL: IMPACTOS SOBRE A INFLAÇÃO.....	47
3.2 ALGUMAS OBSERVAÇÕES SOBRE A ATRAÇÃO DE CAPITAIS.....	51
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>58</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>61</b>

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1: ÍNDICE DE VALORIZAÇÃO DA MOEDA NACIONAL ENTRE 1968 E 1996.....	22
TABELA 2: ÍNDICES DE <i>MARK UPS</i> INDUSTRIAIS ANTES E APÓS A DESVALORIZAÇÃO.....	39
TABELA 3: RESERVAS INTERNACIONAIS NO BANCO CENTRAL DO BRASIL.....	42
TABELA 4: VARIAÇÃO DE VÁRIOS ÍNDICES DE PREÇOS .....	48
TABELA 5: PREÇOS E CÂMBIO – TAXAS DE VARIAÇÃO.....	53

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS PAR O EXTERIOR E DESVIO CAMBIAL.....	31
GRÁFICO 2: TRANSFERÊNCIA x DESVIO DO CÂMBIO.....	31
GRÁFICO 3: RESERVAS INTERNACIONAIS DO BRASIL.....	33
GRÁFICO 4: VARIAÇÕES MANSAIS DAS RESERVAS E DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA LÍQUIDA DO BRASIL.....	34
GRÁFICO 5: DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO.....	35
GRÁFICO 6: TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA / PRODUTO INTERNO BRUTO.....	36
GRÁFICO 7: <i>MARK UPS</i> INDUSTRIAIS ANTES E APÓS A DESVALORIZAÇÃO.....	40
GRÁFICO 8: RESERVAS INTERNACIONAIS NO BACEN.....	42
GRÁFICO 9: PRODUTO INTERNO BRUTO.....	44
GRÁFICO 10: PRODUTO INDUSTRIAL.....	44
GRÁFICO 11: TAXA DE INVESTIMENTO.....	45
GRÁFICO 12: VARIAÇÃO DOS DIVERSOS ÍNDICES DE PREÇOS.....	50
GRÁFICO 13: PREÇO E CÂMBIO.....	54

## Introdução

O Plano Real (implantado em 1994) tinha como base a política cambial, Real sobrevalorizado para baixar a inflação, devendo sinalizar uma fase de extraordinário ritmo de crescimento que seria sentido em todas as partes integrantes da economia brasileira. Como resultado do processo de combate à inflação, verificaram-se que nos diferentes setores da economia, ocorreram diversas crises como: a crise de alta do dólar, crise de confiança e outras que se refletiram nitidamente no processo de endividamento nacional.

Mesmo que se tenha falado demasiadamente desde os anos 90 sobre política cambial, ela não é um fenômeno praticado apenas recentemente, pelo contrário, este tipo de política é utilizado desde os anos 60 com formas distintas de aplicação, sendo que atualmente a política cambial é encarada com mais agressividade tentando, a todo custo, domar a inflação usando como freio o mecanismo do câmbio flutuante.

De um modo geral, o combate a inflação pode ser entendido como um processo que visa a estabilidade econômica nacional, sendo que para isso será preciso driblar os impasses causados pela adoção de uma política econômica agressiva, ou seja, saber contornar as altas de juros, altos níveis de desemprego etc..

A base do Plano Real era calcada no grande raio de ação que a âncora cambial pode proporcionar. Esse raio de alcance, que proporcionou a queda da inflação em um período de tempo incrivelmente curto, sem que a mesma voltasse a crescer como em outros planos de estabilização econômica, criou uma nova visão para um povo que estava acostumado com altos números inflacionários, onde ocorria uma perda na percepção do conceito de valor, pois os preços cresciam assustadoramente mudando seus valores antes mesmos dos próprios aumentos oficiais.

Com os conceitos de taxa de câmbio e as diversas experiências passadas pela economia brasileira, isto é, com as tentativas dos diversos regimes cambiais, constata-se o grande laboratório experimental que é a economia brasileira.

O Brasil conseguiu muitas conquistas nesse período onde se utilizou o Plano Real, porém, concomitantemente sofreu muitas transformações: o desemprego, o aumento do custo médio de vida, aumentos das taxas de juros etc. A taxa de desemprego mostrada pode ser vista sob duas óticas, a primeira, otimista, a qual se verifica uma média constante, a segunda, pessimista e real, aquela onde se camuflam os índices a medida que se minimizam os prejuízos causados a economia, escondendo a realidade.

A importância deste trabalho está no caráter atual e na complexidade deste tema. Esta pesquisa objetiva, portanto, tentar analisar e obter um melhor esclarecimento dos efeitos da política cambial antes e pós-real, analisando a taxa de câmbio e o comportamento de algumas variáveis que juntamente com ela contribuem com o processo de mudança na economia brasileira.

Esta monografia contará com uma divisão de seu conteúdo em três capítulos. O capítulo 1 apresenta um breve histórico da política cambial brasileira entre 1968 e 1999, o capítulo 2 analisa as principais causas impulsionadoras da política cambial versus o crescimento econômico e o capítulo 3 realiza uma análise comparativa dos indicadores do plano real mediante a relevância da taxa de câmbio conforme gráficos e tabelas expostos.

## **CAPÍTULO 1: UM BREVE HISTÓRICO DA POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA ENTRE 1968 E 1999**

Este capítulo visa constatar a grande influência da política cambial na tentativa de se conseguir a estabilização da economia brasileira.

### **1.1 TAXA DE CÂMBIO: CONCEITOS FUNDAMENTAIS**

No comércio internacional para que as transações internacionais sejam viáveis os preços dos diferentes países devem poder ser comparados, sendo assim deve haver um mecanismo que converta a moeda de um país na moeda de outro. Assim, da internacionalidade das trocas e da nacionalidade das moedas, nasce a taxa de câmbio.

A taxa de câmbio, nada mais é do que uma forma de apresentar a relação de troca entre as diversas unidades monetárias diferentes, isto é, o preço relativo entre moedas distintas.

A taxa de câmbio é interpretada de maneira distinta dependendo do país em que ela se encontra, ou melhor, em alguns países a taxa de câmbio é expressa como o preço de uma unidade de moeda estrangeira em termos de moeda nacional, como é o caso brasileiro, que traduz a taxa de câmbio considerando-se quantos Reais vale um Dólar (US\$ = R\$). No entanto, em outras nações o procedimento é o inverso, isto é, define-se a taxa de câmbio como sendo o preço de uma unidade de moeda nacional em termos de moeda estrangeira. Portanto, quando se fala (nos EUA) que a taxa de câmbio lene-Dólar é de 132,00, está-se dizendo que um Dólar vale 132,00 lenes.

Quando se faz uma relação entre as quantidades de moedas distintas, chama-se essa relação de taxa de câmbio nominal. Ocorre uma valorização nominal de câmbio quando se verifica um aumento relativo da moeda nacional em relação a moeda estrangeira em termos monetários, isto é, a moeda nacional passa a valer uma quantidade maior de moeda estrangeira.

Admitindo-se que a taxa de câmbio lene-Dólar aumentou para 133,00, significa dizer que houve uma valorização do Dólar. No entanto, no caso brasileiro a taxa de câmbio traduz a quantidade de moeda nacional necessária para obtenção de uma

unidade de moeda estrangeira, uma valorização nominal do Real, significa que a taxa de câmbio diminuiu, pois neste caso teríamos que dar menos Reais para obter um Dólar e sendo assim a moeda brasileira valorizou-se frente ao Dólar.

Por outro lado, quando se percebe que a moeda de um país passa a valer relativamente menos em relação a uma moeda estrangeira, diz-se que o sistema financeiro deste país sofreu uma desvalorização nominal. No caso americano quando, por exemplo, a taxa de câmbio lene-Dólar cai de 132,00 para 130,00, significa que houve uma desvalorização, ou melhor, agora com menos lenes se obtém um Dólar. No Brasil, o Real se desvaloriza a medida em que a taxa de câmbio aumenta, pois neste caso deve-se dispor de mais Reais para se obter um Dólar. Quando se trabalha com fluxos comerciais a taxa de câmbio relevante é a taxa de câmbio real, pois esta expressa o relativo de preços entre o produto nacional e o estrangeiro. No caso do Brasil a taxa de câmbio real é expressa da seguinte forma:

$$\theta = EP^*/P, \text{ onde } \theta = \text{taxa de câmbio real}$$

$E$  = taxa de câmbio nominal (R\$/US\$)

$P^*$  = preço do produto estrangeiro, em US\$

$P$  = preço do produto nacional, em R\$

Portanto, vê-se que a taxa de câmbio real é a razão entre o preço do produto estrangeiro e o preço do produto nacional, ambos medidos em Reais.

Supondo que um bem custe R\$ 100,00 no Brasil e que a taxa de câmbio nominal seja de R\$ 1,00/US\$ 1,00 e o mesmo bem custe US\$ 150,00 nos Estados Unidos. Qual será a taxa de câmbio real?

$$\theta = EP^*/P \Rightarrow \theta = 1 \times 150 / 100 = 150 / 100 \Rightarrow \theta = 1,5$$

Diante deste resultado ( $\theta = 1,5$ ) percebe-se que o bem americano custa 50% mais caro que o bem brasileiro. No entanto, considerando-se que a taxa de câmbio nominal variasse para R\$ 0,67/ US\$ 1,00.

Teremos então,

$$\theta = 0,67 \times 150 / 100 \Rightarrow \theta = 10/10 \Rightarrow \theta = 1,00$$

Logo, percebe-se que o preço do bem nos Estados Unidos e no Brasil se igualam.

Analisando a variação sofrida pela taxa de câmbio, verifica-se que quando a mesma varia de 1,50 para 1,00, houve uma valorização, porém se a taxa de câmbio ao invés de descer para 1,00 subisse para 1,60, diz-se que a moeda nacional sofreu uma desvalorização. No entanto, pode-se dizer que a desvalorização poderia ser uma consequência da redução dos preços em R\$ no Brasil ou por uma elevação dos preços em US\$ nos EUA. Uma valorização da taxa de câmbio real importa em o produto nacional ficar relativamente mais caro que o estrangeiro, estimulando a oferta destes produtos, tanto pelas importações quanto pela diminuição das exportações.

Com preços constantes em ambos os países, uma desvalorização nominal da taxa de câmbio acarreta numa desvalorização real, diminuindo os preços e conseqüentemente barateando o produto nacional.

Em relação a taxa de câmbio é relevante um outro conceito, ou seja, a chamada taxa de câmbio efetiva. Como analisada, a taxa de câmbio nominal estabelece uma relação entre duas moedas, e a taxa de câmbio real estabelece o preço relativo do produto de dois países. Entretanto, um país não mantém, em geral, relações comerciais com um único parceiro internacional, mas vários. A taxa de câmbio efetiva busca medir, ao ponderar as diversas taxas reais de câmbio de acordo com a importância dos parceiros comerciais.

## **1.2 REGIMES CAMBIAIS NO BRASIL ENTRE 1968 E 1999**

Diante das várias formas da taxa de câmbio (real, nominal e efetiva) é de suma importância estudar a trajetória da política cambial a partir do final da década de 60. A evolução da política cambial e da taxa de câmbio no Brasil entre 1968 até a década de 1990, será palco onde se apresentará distintos sistemas de câmbio e diversas políticas cambiais.

Analisando a evolução da política cambial brasileira e suas conseqüências sobre a taxa de câmbio, é importante, de início, que se dê o devido valor a taxa de

câmbio real e a taxa de câmbio efetiva real. A taxa de câmbio real se refere ao valor deflacionado do preço em moeda nacional de uma unidade da moeda estrangeira tomando como referência no caso brasileiro, o Dólar americano. No que se refere a taxa de câmbio efetiva real, esta é o valor deflacionado do preço em moeda nacional de uma média ponderada de moedas estrangeiras.

O sistema cambial brasileiro tem passado por muitas modificações no decorrer das últimas décadas, sendo que a política cambial tem sido um dos elos mais importantes no processo de implantação e manutenção de Planos de estabilização da economia brasileira. Durante o século XX, mais especificamente os últimos 30 anos, a economia nacional sofreu imensas e intensas transformações que ajudaram no desenrolar do processo de desenvolvimento econômico, social e político do Estado.

A economia brasileira mostrou uma tendência ao crescimento, e a responsabilidade por este crescimento é auferida também à elevação dos preços. Isto fez com que os alavancadores da economia de um modo geral, como também os especialistas econômicos acreditassem que o Brasil pudesse crescer infinitamente em um ambiente de alta inflação. Porém, esta hipótese passou a ser descartada/renegada a partir da década de 80, mais conhecida como a década perdida, onde se observava uma economia de estagflação, ou seja, recessão acompanhada de inflação.

Desde o final da II Grande Guerra Mundial até os últimos anos da década de 80, as normas que regiam o mercado de câmbio eram centradas em duas características básicas: as taxas oficiais de câmbio eram fixadas pelo governo e a moeda possuía um elevado grau de restrição cambial (reduzida conversibilidade).

Antes de 1968 encontra-se uma exceção, em 1953, quando o governo distribuiu as divisas em lotes que eram alocados inicialmente em bens de acordo com sua essencialidade e sendo assim o câmbio era determinado por meio de leilões, de acordo com cada categoria de taxa de câmbio. Neste sistema, que se perpetuou com algumas modificações até 1957, o governo fixava a quantidade de divisas distribuídas, mas não o valor da moeda estrangeira.

Salvo as exceções, as taxas de câmbio eram ajustadas em períodos que chegaram a ser longos ou curtos, dependendo do ambiente econômico em que se encontravam.

A política cambial brasileira, no período estudado, desenvolve-se em 7 fases (no mínimo) onde a primeira vai até 1968 e a última se inicia após o Plano Real a partir de 1994 chegando a seu limite em janeiro de 1999 com o câmbio flexível. No desenrolar deste processo de evolução da política cambial, o câmbio foi controlado através das minidesvalorizações, sob o comando do regime de câmbio fixo, o regime de taxas de câmbio flutuantes e o regime de câmbio fixo com tentativas de uma política de bandas de flutuações.

### **1.2.1 PRIMEIRA FASE**

A política das minidesvalorizações cambiais, que é adotada até o final de 1984, acometida de falta de credibilidade no ano de 1980 quando a prefixação cambial sofre várias tentativas frustrantes na sua adoção devido à maxidesvalorização de 30% sofrido em fevereiro de 1983.

Neste intervalo o ajuste cambial se faz conforme princípio da paridade do poder de compra, objetivando manter os níveis de renda do setor exportador.

Diante da aceleração dos preços (internos e/ou externos), a política das minidesvalorizações se mostra extremamente precária.

A política das minidesvalorizações é iniciada a partir de agosto de 1968 ao se desvalorizar em 13,35% o então Cruzeiro em relação ao Dólar norte-americano.

As minidesvalorizações eram feitas em períodos curtos de tempo com o propósito de preservar a competitividade do setor exportador, evitando, com isso, maxidesvalorizações.

### **1.2.2 SEGUNDA FASE**

Nesta fase compreende o período que vai de 1985 até setembro de 1987 tendo como característica uma política cambial com regime de câmbio fixo temporário em situação de congelamento imposto pelo Plano Cruzeiro.

No período de início de 1985 até setembro de 1987, a variabilidade da taxa de câmbio é menor se comparada ao período anterior, no entanto, ainda se encontra num patamar bem elevado, principalmente devido ao fracasso do Plano de estabilização inflacionária.

A política cambial que se iniciou a partir de 1985 é baseada em minidesvalorizações diárias prefixadas da moeda nacional, tendo como base a variação da inflação nos três últimos meses.

### **1.2.3 TERCEIRA FASE**

Nesta a política cambial brasileira se dá de outubro de 1987 a fevereiro de 1990 e é caracterizada por uma forte apreciação cambial, ou seja, desvalorização da moeda nacional associada à aceleração da inflação.

As tentativas do Plano Cruzado II, de Pacto Social e de Plano Verão para melhorar a situação da economia fracassam, tornando a variabilidade das taxas de câmbio bastante pronunciadas.

Essa terceira fase da política cambial brasileira é associada a implantação do sistema de taxas de câmbio flutuante, ou seja, as operações no mercado cambial brasileiro, no período de final de 1987 a meados de 1990, passariam a ser realizadas em dois segmentos: o de taxas administradas e o de taxas flutuantes.

A taxa flutuante foi implantada a partir de uma resolução Nº 1.552, de 22 de dezembro de 1988 e regulamentada pela Circular Nº 1.402, de 2 de janeiro de 1989.

Uma característica relevante do segmento de flutuação foi a flexibilização das cotações de acordo com as variações do estoque de divisas. Com esta política tira-se um grande peso das costas do governo, ou seja, é retirado do governo a responsabilidade de se utilizar as reservas oficiais para atender a procura por moeda estrangeira, dada a sua oferta. Portanto, demandas crescentes por moeda estrangeira se traduziria em elevação das cotações do segmento flutuante.

Outra característica importante desta fase é a presença de um enorme número de medidas econômicas de combate a inflação, sendo que nenhuma delas se mostrou

eficaz. Mesmo com a manutenção da política cambial das minidesvalorizações diárias, durante o ano de 1988, ainda assim, a correção cambial perdeu para a inflação.

#### **1.2.4 QUARTA FASE**

A Quarta fase vai de março de 1990 a setembro de 1991. O Plano Collor interrompe uma inflação explosiva que na época chegou a 80% no mês de março de 1990. As minidesvalorizações são adotadas como medidas de ajuste cambial e a variância da taxa de câmbio é bastante reduzida.

Neste período, a economia começa a dar sinais de recessão. Na verdade, surgem novas regras na área cambial que fixam metas que monitoram e controlam as reservas cambiais compatíveis com a base monetária, sem vínculos diretos com a inflação interna.

O governo intervém no mercado para garantir o cumprimento de tais metas monetárias, cabendo ao mercado o ajuste entre a demanda e a oferta de divisas dentro de limites desejáveis.

A resolução Nº 1.690, de 18 de março de 1990, passou para o mercado uma responsabilidade que antes era do Banco Central, ou seja, a partir desta resolução, a responsabilidade de determinar a taxa de câmbio (taxas livres), conforme oferta e demanda de divisas no segmento comercial, passou a ser do mercado e não mais do Banco Central.

O fato é que esta política cambial influenciou na forte valorização da moeda nacional, visto que a oferta de divisas estrangeiras era bem superior a sua demanda, fazendo com que o governo passasse a atuar no mercado sob a forma de operações denominadas por "flutuação suja", comprando divisas e forçando a desvalorização da moeda doméstica.

#### **1.2.5 QUINTA FASE**

Na quinta fase que começa em outubro de 1991 e vai até junho de 1994, percebe-se um período caracterizado por ascensão inflacionaria e apreciação cambial, somado a um aumento das reservas internacionais e maiores taxas de juros.

Com a minidesvalorização de 14,1%, em outubro de 1991, a economia brasileira passa a adotar uma política cambial em termos reais, que neste processo estimula o setor exportador.

A atração de capitais estrangeiros é estimulada através da política de juros elevados. Os sinais começaram a ser visíveis na economia brasileira a medida que esta entra em uma fase rigorosamente distinta daquela do período de ajustamento externo para geração de saldos comerciais no que se refere as contas nacionais, à conta de capitais, à política cambial, à inflação e o crescimento econômico.

#### **1.2.6 SEXTA FASE**

Com o Plano Real, que começa em julho de 1994, dá-se início a uma outra fase da política cambial. Um mês antes da implantação do Plano de estabilização, a inflação chegara a 50% em junho deste mesmo ano e ao mesmo tempo as reservas internacionais ultrapassaram a casa dos 40 bilhões de dólares.

Diante deste cenário esta fase é caracterizada pelo câmbio fixo, mas ajustável, com ensaios de uma política de bandas de flutuação.

Entre fevereiro e março de 1995 a economia brasileira dá sinais de turbulência no seu mercado cambial e financeiro, devido a crise mexicana de final de 1994 e início de 1995.

A turbulência sofrida pela economia nacional é uma conseqüência da dependência dos fluxos internacionais de curto prazo, que torna o mercado brasileiro mais sensível aos movimentos financeiros de seus vizinhos Argentina e México.

Em março de 1995 o governo dita uma banda de flutuação cambial de 0,88 – 0,93 que será posteriormente modificada em julho do mesmo ano para 0,91 – 0,99. Esta banda sofre uma nova modificação em janeiro de 1996 onde a taxa de câmbio irá variar entre 0,97 – 1,06. Finalmente, em fevereiro de 1997, o limite superior da taxa de câmbio ficou em 1,14 e o inferior em 1,05.

No entanto, as mudanças sofridas nos parâmetros de flutuação em momento algum fugiram a idéia proposta pela filosofia da política cambial:

*“Segue-se a orientação de que a evolução da taxa de câmbio tem que refletir, entre outras, as condições do mercado doméstico (como inflação, ganhos de produtividade, taxa de juros) e, externamente, o comportamento dos preços, como também do Dólar no mercado internacional”.* (IPEA, 1996, Boletim)

### **1.2.7 SÉTIMA FASE**

É em janeiro de 1999 que economia brasileiro conhece a sétima fase da política cambial. Neste período o mercado cambial começa a operar sob o regime de livre flutuação da taxa de câmbio.

O Banco Central, antes de fevereiro de 1999, conseguia orientar a evolução da taxa de câmbio, isto através de previsíveis desvalorizações indicadas pelos intervalos de intrabanda, especialmente dando liquidez ao mercado nos momentos de maior pressão.

A partir de janeiro, contudo, o surto do aparecimento de fatos negativos, tanto de ordem política como de ordem econômica, passaram a fomentar o nervosismo e a insegurança no mercado fazendo com que o clima negativo sinalizasse mudanças na política cambial vigente até então.

O ano de 1999 começou com agitação no mercado sob a forma de especulações sobre o acordo com o FMI, tendo estas especulações recebido o apoio da declaração formal de moratória (por noventa dias) do governo de Minas Gerais, passando esta última a Circular nos principais meios de comunicação formadores de opiniões dos agentes econômicos.

Pode-se ainda destacar outros acontecimentos que fizeram parte no processo de mudança do regime cambial deste período: especulações sobre mudanças no Bacen e Ministério da Fazenda; quedas históricas no índice IBOVESPA; procura por maior remuneração em leilões de títulos soberanos do Brasil e de outros países emergentes e redução drástica da credibilidade do País.

O fechamento de todos estes acontecimentos culminou na forte pressão vivida pelo mercado no início do ano, que daria como conseqüência o abandono do sistema de bandas, depois de quatro anos de implantação da livre flutuação da taxa de câmbio.

Com o intuito de conter a perda de reservas, em 13 de janeiro de 1999, o Bacen ampliou a banda cambial e aumentou suas intervenções nos mercados pronto e futuro.

Outra medida adotada foi a unificação do câmbio existente nos dois segmentos, o livre, também chamado “comercial”, e o flutuante, conhecido como “turismo”.

Não havendo mais diferenças entre os segmentos na formação da taxa de câmbio, o custo oportunidade para celebração das operações de câmbio passou a ser o mesmo.

A fuga de capitais continuou em ritmo acelerado e o Banco Central decidiu, em 15 de janeiro de 1999, deixar que o Real passasse a flutuar livremente.

Houve uma forte desvalorização do Real R\$1,21/US\$ que alcançou uma média de R\$1,52/US\$ em fevereiro e R\$1,90/US\$ em março.

A depreciação do Real gerou um significativo incremento da competitividade brasileira no setor externo, que segundo o Memorando de Política Econômica junto ao Fundo Monetário Internacional – FMI, deverá gerar uma melhoria acentuada da balança comercial que passará de um déficit de US\$ 6,4 bilhões para um superávit de US\$ 11 bilhões.

O Memorando prevê ainda que o déficit em conta corrente deverá reduzir-se, caindo de 4,5% do PIB para 3%, sendo que apesar disso o saldo do balanço de pagamentos continuará a apresentar déficits nos próximos meses, em razão de elevadas amortizações e do fato de que o fluxo de capitais deverá se recuperar lentamente.

Em resumo, o tradicional regime cambial brasileiro, de taxas fixas e restrição cambial, com minidesvalorizações cambiais, seguindo o enfoque de paridade do poder de compra, após uma rápida incursão no regime de taxas flutuantes com crescente conversibilidade no início dos anos 90, mudou-se para o regime de taxa de câmbio fixa e alta conversibilidade, com o enfoque predominantemente das metas reais em 1999.

A partir de 1994, com a implantação do regime de bandas cambiais alterou-se para o enfoque de âncora cambial, visando a estabilização dos preços e, finalmente, com a crise financeira, o câmbio foi liberado para flutuar sem intervenção do governo.

TABELA 1

BRASIL  
ÍNDICE DE VALORIZAÇÃO DA MOEDA NACIONAL  
1968 - 1996

ANOS	TAXA DE CÂMBIO OFICIAL (VALOR EM 31/12)	TAXA CAMBIAL DE PARIDADE	ÍNDICE DE VALORIZAÇÃO DA MOEDA NACIONAL (%)
1968	0,0033940	0,0044282	30,47
69	0,0040710	0,0051008	25,30
1970	0,0045890	0,0059424	29,49
71	0,0052870	0,0070353	33,07
72	0,0059350	0,0079264	33,55
73	0,0061260	0,0080561	31,51
74	0,0067900	0,0087679	29,13
75	0,0081260	0,0102521	26,16
76	0,0106700	0,0137573	28,93
77	0,0141400	0,0118229	-16,39
78	0,0180600	0,0234799	30,01
79	0,0268700	0,0325426	21,11
1980	0,0527000	0,0595954	13,08
81	0,0930100	0,1163817	25,13
82	0,1794000	0,2210246	23,20
83	0,5762000	0,5784206	0,39
84	1,8453000	1,8272956	-0,98
85	6,2049000	6,1069100	-1,58
86	13,6504000	15,0145700	9,99
87	39,2947000	45,8957800	16,80
88	262,8053000	351,1909740	33,63
89	11,3580000	26,0950000	129,75
1990	170,0600000	263,1168000	54,72
91	1068,8000000	2106,4979000	97,09
92	12387,5000000	22817,7750000	84,20
93	326,1050000	528,7466000	62,14
Jun/94	2750,0000000	3494,4250000	27,07
94	0,8460000	1,0949000	29,42
95	0,9685000	1,2697000	31,10
96	1,0374000	1,3752000	32,56

Fontes: VIANA, Pedro Jorge, A POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA E O PLANO REAL. UFC, p. 29-30, Fortaleza, agosto 1997.

### **1.3 AS MINIDESVALORIZAÇÕES COMO POLÍTICA DE MANUTENÇÃO DA TAXA REAL DE CÂMBIO**

A política das minidesvalorizações, utilizadas no intervalo entre 1968 e 1990, consiste em desvalorizar a taxa de câmbio pelo valor da diferença entre a inflação doméstica e a inflação internacional. A idéia das minidesvalorizações é simplesmente a existência de uma política de administração das pequenas mudanças abruptas no valor da moeda doméstica ou nacional.

De agosto de 1968 a fevereiro de 1990, o Brasil passou a praticar a política das minidesvalorizações cambiais, tomando como orientação a versão relativa da paridade do poder de compra da moeda (PPC). Três componentes caracterizaram o período em que vigorou a política das minidesvalorizações cambiais: os pequenos intervalos entre as desvalorizações cambiais; o pequeno valor percentual em cada uma delas e a suspensão em determinados momentos e retomada em seguida.

Em 1980, com o propósito de vencer a inflação, os reajustes no câmbio passaram a ser prefixados. Entretanto, a economia permanecia sob um amplo sistema de indexação e a inflação conseguiu chegar a patamares muito alto (três dígitos ao ano), juntamente com os reajustes da taxa de câmbio que chegaram a ser diários, sendo que sempre eram fixados pelo governo e não pelo mercado.

Com exceção do congelamento da taxa de câmbio durante os quatro primeiros meses do Plano Verão (1989), as minidesvalorizações durante 1988 e 1989 continuaram aceitando as normas do crédito de correção do câmbio diariamente em relação à variação estimada pelo índice de preços ao consumidor (IPC) no próprio mês. Porém, este critério provocou um imenso atraso à taxa de câmbio real, pois à medida que a inflação tomava proporções maiores, a variação sofrida pelo IPC em determinado mês, ficava bem atrás da inflação efetiva, e os planos econômicos postos em prática, na época, acabaram por não cumprirem com seu papel principal que era a desvalorização do câmbio.

A política das minidesvalorizações tinha como objetivos básicos duas metas, uma delas era evitar os ataques especulativos contra a moeda nacional e a outra era

estabilizar a remuneração real do setor exportador que auxiliaria o aumento das exportações.

A minidesvalorização pode ser vista de dois modos, ou seja, se por um lado esta política foi positiva, pois trouxe maior estabilidade à taxa de câmbio, por outro lado, as freqüentes minidesvalorizações serviram para desviar a atenção da necessidade de uma maior desvalorização real diante dos choques externos que o Brasil sofreu durante a década de 70 e 80.

A última medida de restrição cambial, anterior à abertura do mercado, deu-se em 1989, pois nesse momento o governo se deparou com o agravamento da tendência declinante do fluxo de crédito oficial e privado, chegando este a tornar-se negativo.

Contudo, ainda, existia as pouquíssimas chances, para não dizer nula, de se conseguir reverter este quadro utilizando políticas econômicas e assim optou-se pela moratória não declarada. Estabeleceu-se normas restritivas aos pagamentos ao exterior, isto é, uma centralização cambial, conseguindo com isto reter o esvaziamento de reservas internacionais.

No entanto, segundo Souza (1998, p. 35):

*“Medidas como a moratória sobre a dívida externa e outras restrições à conversibilidade da moeda nacional, apesar de permitirem deter a sangria de divisas para o exterior em situações de crise cambial latente, elas, por outro lado inibem o ingresso e estimulam a saída (inclusive a fuga) de capitais”.*

Com a mudança de governo houve também uma mudança no sistema brasileiro, pois em março de 1990, adotou-se o denominado câmbio flutuante que, somado a outras metas, obteve como resultado uma restrição da demanda em divisas externas. Pelo novo sistema cambial brasileiro os bancos e corretoras oficiais, ou seja, os bancos e corretoras credenciados no sistema, determinavam diariamente o preço do dólar no mercado, efetuando as operações de compra e venda da moeda estrangeira (no caso é considerada a moeda americana).

Com esta mudança, o BACEN em vez de ter a responsabilidade e obrigação de comprar e vender dólares a uma taxa anunciada pela política das minidesvalorizações,

este entraria no mercado somente quando os propósitos pensados em relação as reservas e à base monetária tornavam isto necessário.

O regime de taxa de câmbio adotada neste período, em meados de 1990, pretendia uma alta conversibilidade e flutuação cambial, porém na prática se verificou somente a crescente conversibilidade da moeda nacional.

No que tange a flutuação cambial propriamente dita, com o BACEN interferindo aos poucos nos segmentos oficiais do mercado (flutuante e turismo), o regime foi fluindo progressivamente em direção a flutuação suja, e finalmente, em setembro/outubro de 1991 voltando ao regime de câmbio fixo.

Portanto, o mercado que estava variando o câmbio centrando-se quase que totalmente na perspectiva de inflação para o mês, retoma o sistema de câmbio fixo sofrendo intervenções por parte do BACEN.

No que se refere a conversibilidade da moeda é importante salientar que neste período garantiu-se a plena comercialização entre as moedas nacional e estrangeira, crescendo a conversibilidade interna ao possibilitar sua retenção como ativo de reserva e a conversibilidade externa, permitindo a um público mais amplo a utilização de moeda estrangeira para pagamentos e remessas ao exterior.

Um outro fato que merece atenção e deve ser abordado é a diferença entre as cotações no mercado oficial e paralelo que chegou a ser, de meados dos anos 60 ao final de 1988, por vezes mais de 100%.

A partir de 1989, colocou-se um terceiro segmento no mercado de câmbio brasileiro, de forma que este segmento era o responsável por abrigar as transações em moeda estrangeira para fins de turismo.

O novo segmento era dotado de cotações flexíveis que por sua vez adaptavam-se as mudanças por escassez relativa de divisas. Ele passou a concorrer com o mercado paralelo na compra dos saldos em moeda estrangeira não alocados no segmento "comercial" ou "livre".

Fazendo uma análise da criação deste novo segmento, a transferência para o mercado da responsabilidade pela determinação da taxa de câmbio e pela conciliação entre demanda e oferta de divisas, o mercado de câmbio comercial ficou a partir de então mais sensível às taxas de juros, à instabilidade da política doméstica, sobretudo ao balanço de pagamentos, e às expectativas de desvalorização do câmbio.

Em 1990 o governo implantou, por meio do seqüestro de 80% dos haveres financeiros, os segmentos turismo e paralelo, que começaram a se aproximar do comercial, não tendo a partir deste momento voltado a apresentar um ágio em percentuais elevados.

No começo o Banco Central interferia indiretamente no mercado paralelo por meio da venda de ouro, porém, a partir de 1992, o Banco Central resolveu controlar o distanciamento das cotações que existia entre o paralelo e o comercial, comprando e vendendo moeda estrangeira diretamente no mercado flutuante.

A unificação cambial foi procurada com o objetivo de posteriormente ser utilizada como um indexador confiável, ou seja, como uma âncora para a estabilização.

É de suma importância lembrar que, apesar da quantia transacionada no mercado paralelo não ser de fato relevante, a diferença entre o flutuante e o paralelo é danosa à condução de políticas econômicas, pois o elevado ágio estimula a fraude cambial, além de funcionar como um medidor das expectativas de flutuação da taxa oficial.

Depois de passar por uma breve análise sobre as taxas de câmbio flutuante o governo volta para à política de taxa de câmbio fixo monitorando a evolução do câmbio em linha com a inflação por meio de leilões periódicos.

Neste período a política de taxa de câmbio fixo é somada com o aumento da conversibilidade da moeda nacional, a taxa de juros alta e políticas que fomentam a entrada de recursos externos tornou possível um enxurrado afluxo de recursos externos e, conseqüentemente, um fortalecimento das reservas internacionais do país.

A abertura da economia brasileira ao mercado financeiro internacional, a adoção de uma política de câmbio fixo perseguindo metas reais somado a expectativa

de desvalorização cambial e do risco de inadimplência deveria igualar a taxa de juros doméstica as taxas externas.

Em 1991, com a queda do “risco Brasil”, a diferença entre a taxa de juros doméstica e externa, trabalhou como um indutor do fluxo de capital externo para o Brasil.

Passando por todas as etapas do sistema adotado pelo Brasil para manusear a política cambial, ou seja, depois das minidesvalorizações e da flutuação suja, chega-se à taxa de câmbio limitadamente flexível, que se dará no início do 2º semestre de 1994 pela implantação do Plano Real. A política cambial na década de 90 (mais especificamente a partir de 1994) sofreria profundas alterações. O Banco Central abandonou a meta de assegurar a estabilidade à taxa de câmbio real, deixando para as forças de mercado a função de determinar o nível da taxa de câmbio.

Com grande fluxo de divisas e em busca da estabilidade monetária o governo implantou o Plano Real em meados de 94, tendo por base um regime explícito e flexível de bandas cambiais.

O regime de bandas de flutuação demonstrou uma vontade de induzir certa flexibilidade na taxa de câmbio nominal, com o intuito de responder as mudanças nas condições externas e internas do país, mantendo o mercado informado do valor nominal e da taxa central da banda, de maneira a estabilizar as expectativas.

A forma de dosar a taxa de flutuação com juros elevados, utilizada para fixar bandas cambiais, conduziu, contudo, a uma apreciação do câmbio, deteriorando a balança comercial.

No entanto, além disto, a política de juros altos induziu a um aumento da dívida interna, que com a crise financeira asiática e russa, no final de 1997 e 1998, respectivamente, afetou a confiança dos investidores externos, ocasionando a perda de reservas da ordem de US\$ 40 bilhões.

Observando os fatos históricos, percebe-se que as desvalorizações ocorrem após períodos de políticas monetárias expansionistas. Isto acontece devido ao medo de um desgaste político mediante um elevado nível de desemprego, e sendo assim as

autoridades monetárias fomentam uma política de estímulos à reativação da atividade econômica interna. No entanto, pode-se ver como consequência desta atividade uma elevação de preços e salários, o que, por sua vez, irá afetar negativamente o setor exportador, dada uma certa taxa de câmbio nominal. A menor competitividade externa de um país revela-se em um fraco desempenho nas exportações, tendo como consequência imediata uma diminuição nos saldos comerciais e posteriormente saída de capitais, ou seja, queda também nas reservas internacionais, isto para compensar os desequilíbrios. Observa-se, devido as políticas adotadas anteriormente, que a volatilidade das taxas agem como fator desestimulante às exportações.

Em caso de uma reversão na política monetária seria menos arriscado tornar esta política mais restritiva, que de imediato inverter a trajetória dos preços e salários e somados a estes os estímulos do setor exportador. Neste caso, também, é preciso sustentar uma nova paridade cambial, mas possivelmente com menor instabilidade.

## 2º CAPÍTULO: EFEITOS DA POLÍTICA CAMBIAL NO BRASIL

Este capítulo realiza uma análise sobre os efeitos que a política cambial causa em relação aos diversos componentes que influenciam direta ou indiretamente o crescimento econômico.

Fazendo uma rápida retrospectiva das séries de políticas cambiais, nota-se que a taxa de câmbio brasileira em relação a taxa de câmbio de equilíbrio oscilou entre apreciada e depreciada.

Nos anos onde o crescimento econômico se mostrou bastante nítido, juntamente com épocas em que o grande aporte de capital externo era vivido, não era necessário gerar excedentes na balança de bens e serviços, eram praticadas taxa de câmbio com apreciação real de forma a favorecer as importações.

No entanto, com o início da crise, em 1982, quando tornou-se relevante gerar excedentes na balança de bens e serviços para fazer frente ao pagamento de serviços da dívida, a taxa de câmbio apresentou uma depreciação real.

Cabe citar como um exemplo o ano de 1983 quando o governo, se sentiu pressionado pelas conseqüências da crise da dívida, decretou uma maxidesvalorização da moeda, da ordem de 30%, de maneira que ao depreciar o câmbio passaria a gerar um aumento no volume exportado.

Até a implantação do Plano Real a taxa de câmbio mantinha-se depreciada, com exceção do ano de 1989 e 1990 quando percebe-se um equilíbrio entre a taxa de câmbio real e a realizada.

É importante salientar que estes anos caracterizam à restrição ao pagamento de juros (1989) por meio de moratória não decretada, e à implantação do regime cambial flutuante e da realização do confisco monetário (1990). Conforme analisado anteriormente, o regime de câmbio flutuante não se perpetuou na economia brasileira, retornando-se aos poucos ao regime de taxa de câmbio fixo, porém com minidesvalorizações cambiais, visando reverter a tendência de queda nas exportações e aliviar a crise de liquidez na economia.

A idéia de que com a implantação do Plano Real, a partir de julho de 1994, e por conseguinte a apreciação do câmbio adotado, esta, segundo os formuladores de política econômica, iria garantir a âncora cambial necessária para a manutenção da estabilidade econômica.

À contenção da inflação requeria, como um dos requisitos necessários, a livre entrada de importados para fazer frente aos abusos de preços, o que certamente é facilitado pela apreciação do Real.

Por fim, em meados de 1999, é implementado pelo governo uma forte depreciação cambial executada através da maxidesvalorização do Real com o propósito de barrar a fuga de capitais e parar com a diminuição das reservas internacionais.

Diante disto é notória a confirmação de que o governo vem usando a taxa de câmbio como variável manipuladora na condução do saldo necessário na balança de bens e serviços, depreciando o câmbio em relação ao câmbio de equilíbrio, quando seu objetivo era obter um saldo positivo. Por outro lado, aprecia o câmbio quando o seu propósito é obter saldo negativo. Deste modo, determinado a meta quantitativa do saldo da balança de bens e serviços, pode-se determinar a taxa de câmbio necessária para gerá-la.

GRÁFICO 1

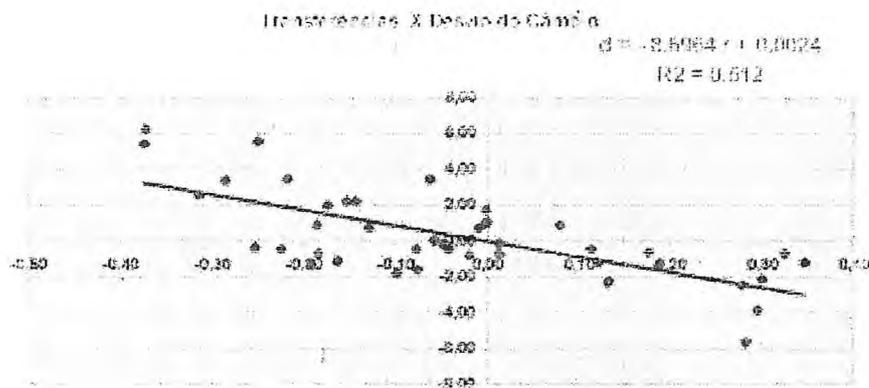


Fonte: BACEN

O gráfico 1 mostra a inter-relação existente entre o desvio do câmbio e as transferências de recursos para o exterior.

Pegando como exemplo os anos 80, após a crise de 1982, a moeda brasileira estava depreciada em relação a taxa de câmbio negativa, acarretando uma transferência para o exterior positiva.

GRAFICO 2



Fonte: BACEN

Tomando como base os ajustes no gráfico 2, pode-se calcular a taxa de câmbio necessária para alcançar metas de superávits na transferência de recursos para o exterior.

Considerando, portanto, a meta do governo, prevista no Memorando de Política Econômica junto ao FMI, de 08 de fevereiro de 1999, de US\$ 11 bilhões para o saldo da balança comercial, correspondente a aproximadamente 2,13% do PIB de fevereiro de 1999, bem como a previsão do saldo das transferências de bens e serviços não fatores de 1,14% do PIB, pode-se calcular a taxa de câmbio necessária para gerar estes superávits.

A taxa de câmbio a preços atuais, isto é, sem incorporar a inflação futura, calculada, para que o governo consiga atingir o saldo acordado, seria da ordem de R\$/US\$1,40. No entanto, se for prevista uma transferência de recursos para o exterior, para fazer frente ao pagamento dos juros, da ordem de 4% do PIB, como na década de 80, a taxa de câmbio calculada seria mais ou menos R\$/US\$ 1,60.

A taxa de câmbio deve sinalizar a competitividade externa de um país e a confiança dos agentes econômicos sobre os fatores macroeconômicos fundamentais. O surgimento da diferença do câmbio calculado com o câmbio em exercício é acarretado pela incerteza dos agentes, que também pode ser verificada pela alta taxa de juros vigente na atual economia brasileira.

É por isso que a taxa de câmbio de equilíbrio, para o cumprimento do saldo da balança comercial previsto no acordo do FMI, está bem abaixo da taxa de câmbio praticada.

Estimando-se a necessidade, para fazer frente ao pagamento do serviço da dívida, do envio de 4% do Produto Interno Bruto para o exterior, a taxa de equilíbrio, de R\$/US\$1,60, continuaria abaixo da taxa praticada pelo mercado.

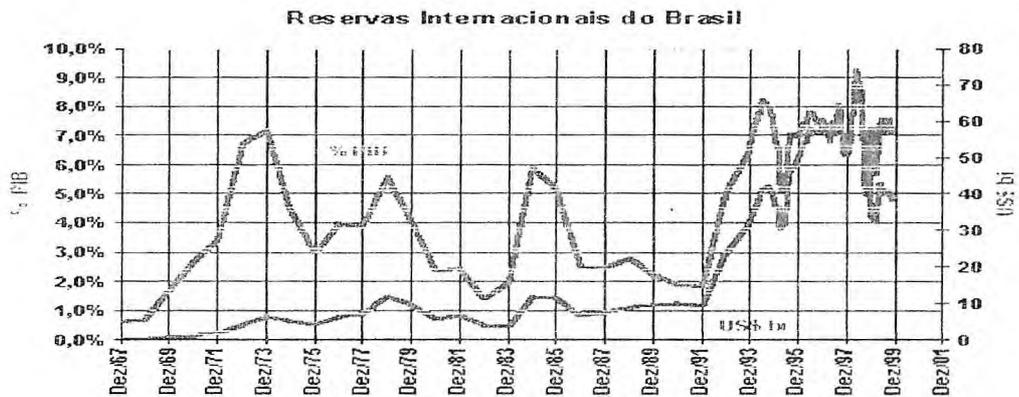
Deste modo, pode-se concluir que com a perspectiva relativamente otimista, vale ressaltar que, assim que o governo conseguir restabelecer a confiança dos agentes econômicos em sua política econômica, a taxa praticada pelo mercado deverá retroceder para o nível de equilíbrio necessário ao saldo da balança de bens e

serviços pretendido, diminuindo com isso o efeito negativo que a desvalorização pode causar sobre a política de estabilização do governo.

A quebra de rigidez cambial, em 1999, provocou a desvalorização do Real, em cerca de 9%, para, logo em seguida, sob a "ordem" do FMI e FED, instituir-se o câmbio flutuante que teve o efeito de demonstrar o tamanho da crise sócio-econômica e política brasileira tida, por muitos analistas, como de contornos mais graves do que aqueles que levaram a crise de 1929.

Analisando a evolução do gráfico 3 pode-se dizer que, no início de 1999, uma queda nas reservas internacionais em termos absolutos teve comportamento diferente em relação ao PIB. Com a desvalorização do Real houve uma redução do valor nominal do PIB em dólares e um aumento na relação reserva/PIB. Logo em seguida nota-se uma queda no valor absoluto das reservas e uma recuperação do PIB.

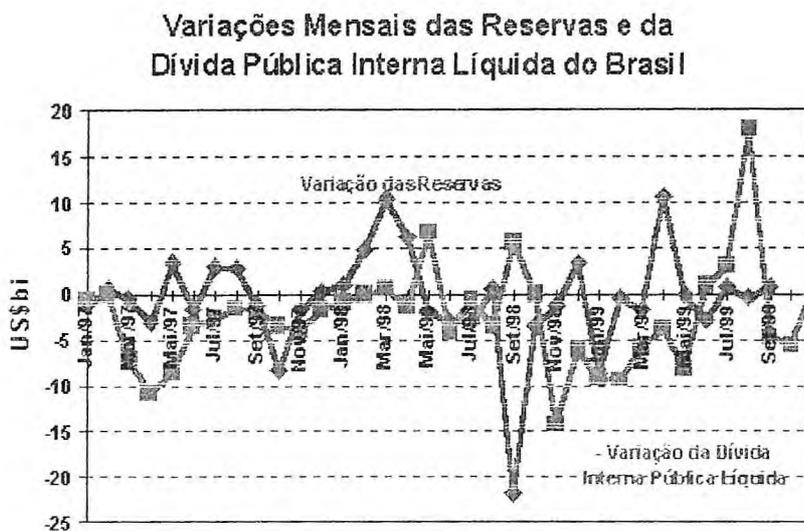
GRÁFICO 3



Fonte: BACEN

## 2.1 EFEITOS SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA

GRÁFICO 4

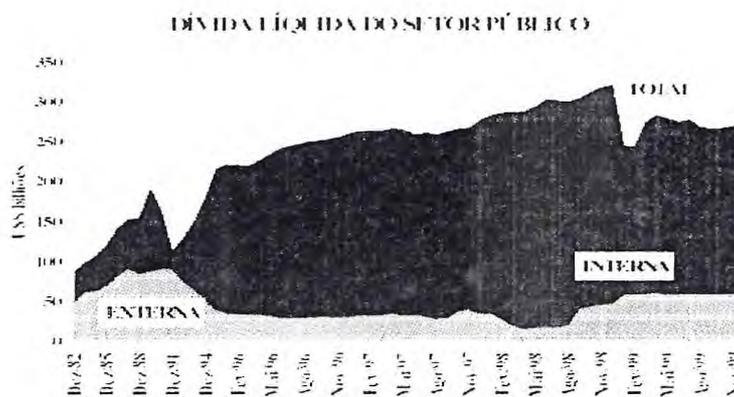


Fonte: BACEN

O gráfico 4 mostra o caminho traçado pelas divisas em relação a dívida pública líquida. Percebe-se que a partir de setembro de 1998, ambas variações sofrem forte flutuação fazendo com que estes indicadores sigam caminhos distintos, ou seja, a medida em que as reservas diminuem, por outro lado, nota-se um exagerado aumento da dívida pública. No entanto, em outubro de 1998, há uma recuperação das reservas se perpetuando até janeiro de 1999, quando então volta a sofrer uma redução, sendo que desta vez esta redução se dá de maneira mais suave mostrando nos meses seguintes uma tendência de estabilização.

O comportamento da variação da dívida pública, ao contrário, percorre um caminho de queda drástica em outubro de 1998, dando sinais de recuperação ao longo do período que vai de novembro de 1998 até agosto de 1999, sofrendo pequenas quedas, porém com recuperação imediata, chegando finalmente a agosto de 1999, quando é acometida por uma feroz diminuição, voltando a crescer posteriormente até se igualar ao grau de variação das reservas.

GRÁFICO 5



Fonte: BACEN

Conforme o gráfico 5, verifica-se que a evolução da dívida interna e externa, vista em seus valores líquidos, deixa transparecer que, a partir de 1992, o processo de substituição da dívida interna em relação a externa aumenta relativamente, tendo a dívida externa líquida praticamente se anulado no final da década de 90.

O gráfico 5 deixa claro, ainda, que com a política implementada pelo governo Collor e continuada por Fernando Henrique, que baseou o plano de estabilização econômica na âncora cambial e no volume de capital disponível no mercado desde que se oferecessem juros atrativos (muito elevados em relação ao praticado no mercado internacional), acarretou no aumento da dívida interna líquida.

O governo assumiu compromissos com uma certa paridade com o Dólar e, com isso, parte da dívida interna passa a ser de uma certa forma externa também. Diante disto, a consequência é o agravamento da dívida quando o fluxo de capitais externos, após a crise russa, somado a perda de confiabilidade do mercado brasileiro, dão um resultado negativo nos fluxos de capitais.

O governo não conseguindo saldar os compromissos assumidos no mercado interno, reverte o processo de substituição da dívida, com um decréscimo na dívida interna acompanhada de um acréscimo na dívida externa.

Dizer que o total da dívida estaria caindo, contudo, é necessário lembrar que este decréscimo se deve a desvalorização cambial e é acompanhada do decréscimo

do PIB. Sendo assim, o processo de endividamento interno foi possível graças primeiramente a substituição da dívida externa pela interna.

A política de geração de saldos na balança de bens e serviços, por meio da desvalorização da moeda nacional e da concessão de subsídios à exportação, colocou o governo em grandes dificuldades, visto que, o mesmo havia assumido dívidas em moeda estrangeira, ou seja, aconteceu uma socialização da dívida. Diante disto, as empresas estatais capitalizaram suas dívidas, enquanto as empresas particulares obtiveram ajuda governamental de forma a diminuir o peso da correção cambial.

O governo, por sua vez, assumiu parte de sua dívida, pois após um período de crescimento que se deu até 1988 a relação dívida interna/PIB vinha decrescendo chegando a 14% do PIB. No entanto, em 1994, com o Plano Real a dívida passa a crescer em ritmo acelerado, passando a representar 56% do Produto Interno Bruto em fevereiro de 1999. A recuperação parcial do Real em relação ao Dólar juntamente com uma pequena recuperação nas reservas oficiais fez com que a dívida sofresse uma diminuição em relação ao PIB.

Uma melhor visão com respeito da relação dívida interna/PIB pode ser dada através do gráfico 6 que segue logo abaixo.

**GRÁFICO 6**



Fonte: BACEN

Neste gráfico percebe-se que a relação Títulos da Dívida Pública e PIB cresce bastante a partir de 1994, ou seja, com a implantação do Plano de estabilização esta relação aumenta e passa a caminhar de forma ascendente até 1999, em tentativa de manutenção da política de estabilização da economia.

No decorrer da história da política econômica verifica-se que sempre que o efeito cambial se aproxima de um, como em 1953 (1,00), em 1963 (0,63) e em 1982 (1,01), a balança de bens e serviços se encontrava em equilíbrio.

A desvalorização do Real foi proporcionada em uma situação de deterioração das condições de custo, prazo e volume do financiamento externo voluntário, disponível para os tomadores públicos e privados da economia brasileira.

Uma acelerada trajetória declinante das reservas internacionais, diante de um cenário de quebra nas condições pregressas de financiamento, agravou os riscos inscritos na desvalorização. Estes crescem à medida que a intensidade e a escolha do momento certo para a depreciação nominal são majorados por uma dinâmica defensiva dos investidores, bancos e empresas (quando estes buscam diminuir o nível de suas posições descobertas em moeda estrangeira), o que reforça a intensidade e o tempo de depressão sobre a taxa de câmbio nominal.

*“ A quantidade de novas emissões de bônus, notes, commercial pappers e export securities sofreu drástica diminuição no período de desvalorização, com estreitamento de prazos, elevação de spreads em virtude do fechamento temporário dos mercados internacionais para os tomadores brasileiros, e queda da demanda por fundos externos em meio à crise cambial”. (Boletim do Banco Central do Brasil, vários números)*

O ajuste de carteira dos investidores nos mercados de ações concretizou-se em uma evolução fortemente negativa do saldo líquido de recursos, e foi combinado, em um primeiro momento, a uma expressiva queda nos índices de preços desses ativos. Os fluxos de investimentos diretos, por outro lado, foram impulsionados pelo crescimento da atividade das operações de fusões e aquisições de empresas brasileiras, mostrando-se como fonte de financiamento externo mais estável.

A forte concentração das exportações de manufaturados no âmbito do MERCOSUL, em recessão induzida pela crise de financiamento externo, é a quebra de preços das *commodities* de exportação (regionalmente diversificadas), apenas

jogaram mais lenha na fogueira dos mercados cambiais. Esse cenário foi agravado, em primeiro lugar, pela contratação das linhas de crédito externo de curto prazo. Essa queda do volume de *trade finance* disponível restringiu e retardou a recuperação das exportações.

A desvalorização cambial afeta os preços do setor industrial por dois canais fundamentais: o primeiro é no contexto de uma economia aberta quando o impacto se materializa em uma pressão sobre os custos industriais. O segundo é a participação dos insumos, partes e peças importadas na composição de suas estruturas de custo que causam impacto tão intenso quanto o primeiro.

Mantendo tudo o mais constante, a desvalorização cambial tende a ampliar a capacidade das firmas líderes de elevarem as margens, sem que isso se traduza em perdas. Os *mark ups* industriais podem inflar-se em função do ajuste às novas condições de concorrência, imposta pelo novo patamar da taxa de câmbio.

Um dos elos entre a desvalorização e as margens desejadas é a rentabilidade relativa das operações de exportação e venda para o mercado doméstico.

Na tabela 2 é mostrado a evolução dos índices de *mark ups* nos diversos setores industriais nos primeiros meses seguintes a depreciação cambial.

TABELA 2

Brasil - 1º Trimestre de 1998/4º Trimestre de 1999  
Índices de *Mark Ups* Industriais Antes e Após a Desvalorização

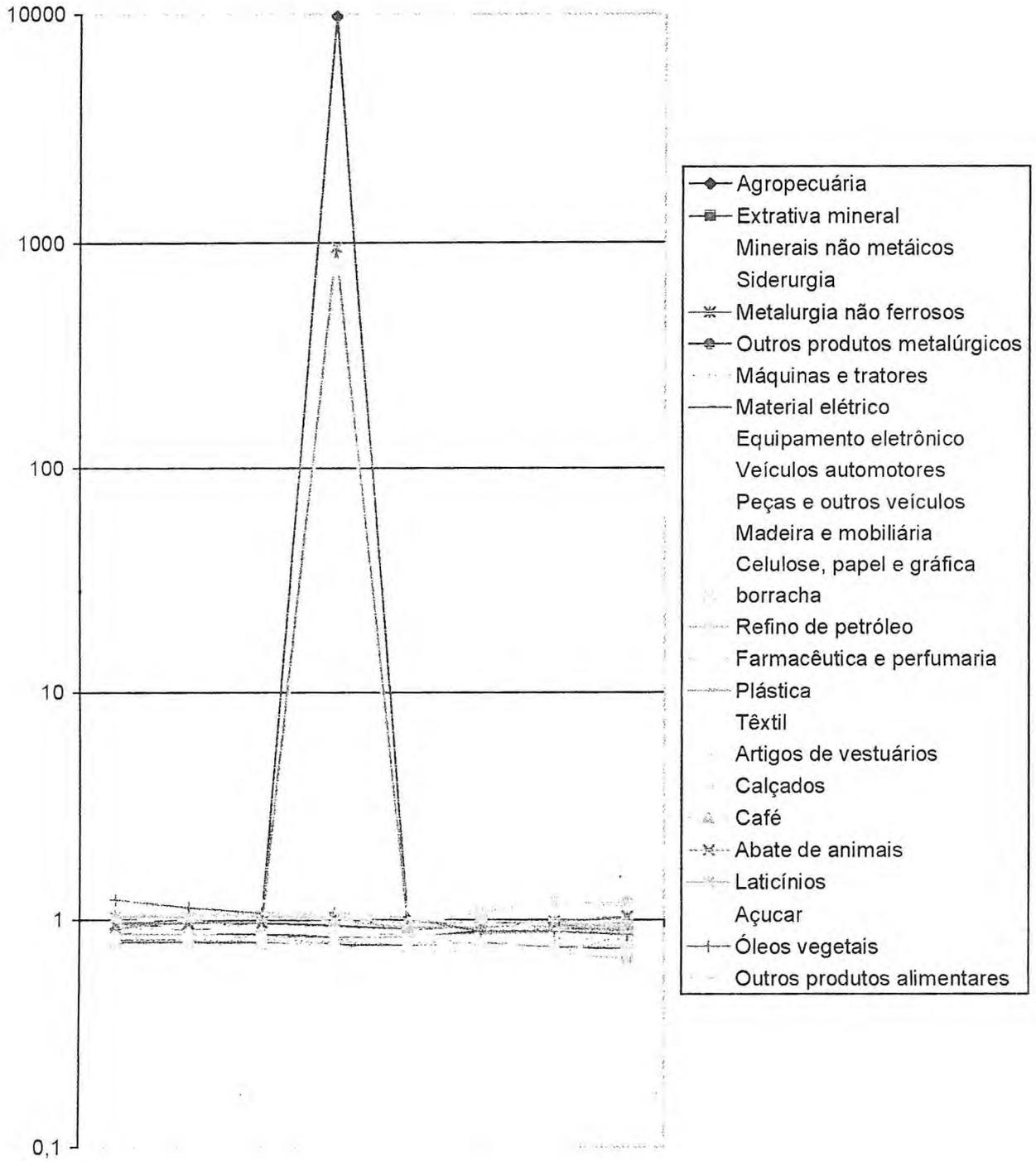
Setores/Período	I-98	II-98	III-98	IV-98	I-99	II-99	III-99	IV-99
Agropecuária	0,991	0,893	0,977	9740,	0,998	0,969	0,971	1,004
Extrativa mineral	0,826	0,808	0,813	0,798	0,878	0,872	0,891	0,892
Minerais não metálicos	0,917	0,937	0,943	0,925	0,896	0,884	0,868	0,877
Siderurgia	0,976	0,977	0,975	0,963	0,923	0,947	0,942	0,939
Metalurgia não ferrosos	0,979	0,972	0,962	0,947	0,905	0,931	0,942	0,965
Outros produtos metalúrgicos	0,867	0,865	0,862	0,840	0,863	0,890	0,901	0,913
Máquinas e tratores	0,802	0,810	0,815	0,797	0,782	0,825	0,823	0,809
Material elétrico	0,797	0,796	0,799	0,781	0,773	0,793	0,759	0,742
Equipamento eletrônico	0,710	0,709	0,706	0,669	0,583	0,616	0,576	0,554
Veículos automotores	0,851	0,834	0,825	813	0,740	0,733	0,734	0,737
Peças e outros veículos	0,889	0,893	0,900	0,886	0,870	0,902	0,888	0,876
Madeira e mobiliária	0,835	0,832	0,837	0,820	0,813	0,827	0,821	0,794
Celulose, papel e gráfica	0,862	0,872	0,889	0,857	0,853	0,906	0,958	0,995
Borracha	0,915	0,923	0,935	0,911	0,899	0,987	0,964	0,950
Refino de petróleo	1,038	1,059	1,050	1,042	0,948	1,076	1,193	1,192
Farmacêutica e perfumaria	1,132	1,175	1,210	1,209	1,117	1,180	1,193	1,135
Plástica	0,864	0,862	0,843	0,819	0,841	0,869	0,880	0,913
Têxtil	0,926	0,926	0,929	0,917	0,885	0,919	0,891	0,863
Artigos de vestuários	0,832	0,828	0,831	0,813	0,782	0,784	0,771	0,765
Calçados	0,788	0,782	0,777	759	0,721	0,733	0,714	0,675
Café	0,918	0,999	1,012	0,995	0,924	0,931	0,940	0,893
Abate de animais	0,956	0,966	0,974	963	0,972	0,976	0,985	1,030
Laticínios	1,025	1,037	1,036	1,013	0,976	0,983	0,962	0,927
Açúcar	0,843	0,844	0,812	0,769	0,720	0,686	0,712	0,847
Óleos vegetais	1,220	1,128	1,068	1,072	1,016	0,889	0,888	0,858
Outros produtos alimentares	0,986	1,014	1,064	1,072	1,011	0,968	0,904	0,875
Total dos setores	0,908	0,911	0,911	0,896	0,872	0,898	0,908	0,904

Fonte: IPEA

Como pode ser visto mais claramente no gráfico logo abaixo, percebe-se que os setores que mais variaram foram o agropecuário, o de abate de animais, o de calçados, mantendo todos os outros uma trajetória homogênea, ou seja, manteram-se constantes no decorrer do período analisado que vai do I-98 a IV-99. O setor agropecuário juntamente com o de abate de animais e calçados tiveram um aumento no primeiro momento chegando ao ápice no IV-98.

### GRÁFICO 7

Evolução dos Índices de *Mark Ups* Industriais Antes e Após a Desvalorização ( entre o 1º trim/98 e 4º trim/99)



Fonte: IPEA (Elaboração própria)

A evolução mostrada pelos índices sugere que, numa primeira análise, parte dos impactos de elevação dos custos foram absorvidos mediante a compressão de margens, ou pela pressão altista exercida pelas restrições impostas pelas políticas fiscal/monetária.

Por outro lado, o impacto direto da depreciação cambial sobre os custos industriais, na ausência de reajustes defensivos de margens e de efeitos de *feedback* sobre outros preços não transáveis (decorrentes de mecanismos de indexação), situa-se em patamar relativamente baixo. Estimativas da pressão de custos decorrentes da desvalorização, obtidos a partir do peso das importações nos custos variáveis setoriais, e os impactos indiretos dependentes dos reajustes de preços de fornecedores domésticos sensíveis à variação cambial, indicam que as taxas de inflação ao consumidor seriam elevadas em cerca de 8,2%, em face a variação cambial esperada em 50%.

Nos últimos meses do ano de 1994 a balança comercial acusou déficits como consequência da rápida abertura ocorrida na economia brasileira. As importações maciças de bens de consumo duráveis, principalmente de automóveis, tiveram um impacto negativo no movimento do comércio exterior do país.

Nos primeiros cinco meses de 1995 as exportações físicas (representando o valor do produto efetivamente embarcado) acumularam receita de US\$ 17,329 bilhões, enquanto que as importações (representando o ingresso físico do produto no país) revelaram despesa de US\$ 20,821 bilhões.

No mercado de câmbio, onde são feitas as operações bancárias, os contratos de exportação acumularam receita de US\$ 21,895 bilhões, entre janeiro e maio de 1995. Os contratos de fechamento de câmbio, envolvendo importações, representaram, no mesmo período, US\$ 17,899 bilhões. Portanto, o saldo cambial do movimento do comércio exterior, nos primeiros cinco meses do ano de 1995, foi da ordem de US\$ 3,996 bilhões.

No mês de junho do corrente ano, os contratos de fechamento de câmbio de exportações envolveram US\$ 4,365 bilhões, enquanto os contratos cambiais de

importação somaram US\$ 4,205 bilhões. O saldo positivo acumulado no mês foi de US\$ 160 milhões.

No segmento do mercado financeiro, onde são efetuadas as operações cambiais relativas ao movimento de capitais, houve ingresso acumulado entre janeiro e maio de 1995, de US\$ 13,806 bilhões, contra saídas no valor de US\$ 21,284 bilhões.

O nível das reservas internacionais do país foi praticamente recuperado em fins de maio, depois dos efeitos da crise cambial mexicana que abalaram o sistema financeiro internacional, no final de 1994 e início de 1995.

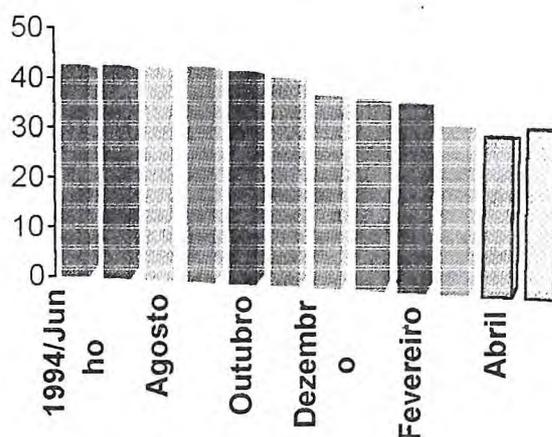
**TABELA 3**  
Reservas Internacionais no Banco Central  
(em US\$ bilhões)

Fim de Período	Caixa	Liquidez Interna
1994/Junho	40,131	42,881
Julho	40,317	43,090
Agosto	40,204	42,981
Setembro	40,873	43,455
Outubro	40,441	42,845
Novembro	39,531	41,937
Dezembro	36,471	38,806
1995/Janeiro	35,929	38,278
Fevereiro	35,750	37,998
Março	31,530	33,742
Abril	29,918	31,887
Maió	31,664	33,731

Fonte: BACEN

**GRÁFICO 8**

**RESERVAS INTERNACIONAIS NO BACEN (CAIXA)**



Fonte: BACEN (Elaboração própria)

O gráfico 8 nos mostra a evolução das reservas entre junho de 1994 à setembro deste mesmo ano. As reservas em caixa se mantiveram praticamente constantes, enquanto que de out/1994 a mai/1995 as mesmas percorreram uma trajetória declinante.

A balança comercial do Brasil, medida em termos anuais, tem sido deficitária desde meados de 1995. Isso reflete sobretudo a abertura comercial do Plano Real, a elevação da taxa de investimento e a reestruturação do setor produtivo.

A partir do segundo semestre de 1998, o desempenho das exportações totais e de manufaturados passou a refletir a queda nos preços das *commodities* internacionais e a desaceleração do comércio mundial, por conta da propagação da crise internacional. A exportação de manufaturados foi particularmente afetada pelo impacto da crise da América Latina (crescimento negativo), região que absorve cerca de 40% das exportações brasileiras de manufaturados.

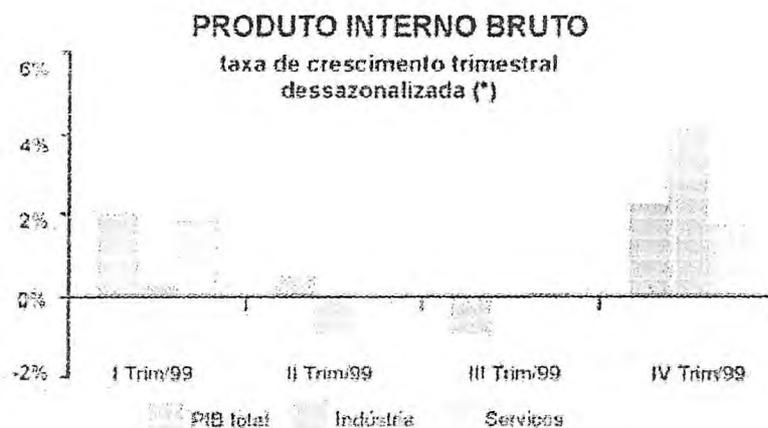
## **2.2 EFEITOS SOBRE O CRESCIMENTO ECONÔMICO**

A confiança do investidor estrangeiro nas perspectivas de médio e longo prazos da economia brasileira manifesta-se claramente na crescente entrada líquida de investimentos estrangeiros diretos. De 1995 a abril de 1999 registrou-se fluxo positivo de US\$ 67,5 bilhões.

A mudança do regime cambial brasileiro em janeiro de 1999, com a adoção do câmbio livre, minimiza o risco de especulação contra a moeda brasileira, o que mitiga a necessidade de reservas para a defesa do Real.

O comportamento da economia, no ano de 1999, foi marcado tanto pela reduzida retração da atividade econômica, ou seja, uma retração menor que a esperada após a desvalorização cambial, quanto pela rápida recuperação da produção física industrial no segundo semestre. A indústria mostrava, já em dezembro de 1999, um significativo crescimento de 8,8%, se comparado com dezembro de 1998.

GRÁFICO 9



Fonte: IEGE  
(\*) Entre ações do trimestre imediatamente anterior

Apesar das crises externas dos últimos anos, o Produto Interno Bruto manteve uma trajetória positiva. No intervalo entre 1994 e 1998 o PIB aumentou 18,4% em termos reais, o que equivale a uma taxa de crescimento médio anual de 2,9%. No entanto, em contraste, nos seis anos que antecederam o Plano Real, o crescimento médio anual do PIB foi de apenas 0,6%.

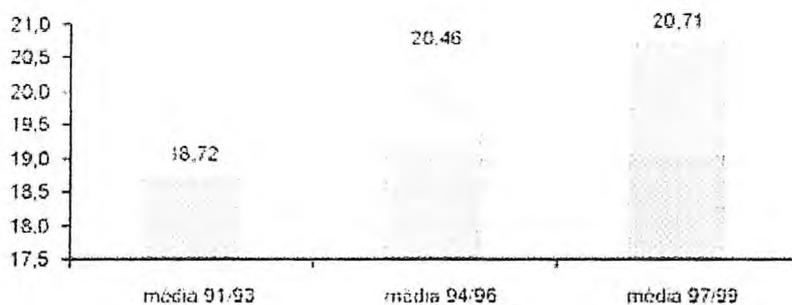
GRÁFICO 10



Fonte: IEGE

Ao fazer um corte nos efeitos sazonais, em 1999 a produção industrial cresceu em 4% no quarto trimestre em relação ao terceiro trimestre. O aumento da exportação de manufaturados muito contribuiu para essa recuperação. No primeiro quadrimestre de 2000, a produção industrial atingiu um crescimento acumulado de 6,6% em relação ao mesmo período do ano passado. Essa trajetória positiva ocorre em todos os ramos da indústria. Ainda no primeiro quadrimestre de 2000 nota-se um aumento na produção de bens de consumo duráveis, de 19,7%, e de bens intermediários, de 7,9%.

**GRÁFICO 11**  
**TAXA DE INVESTIMENTO**  
(% do PIB)



Fonte: ISCF

O gráfico acima deixa a mostra a quantidade de investimentos feitos na economia brasileira em relação ao PIB, sendo que os investimentos começam a crescer a partir de 1994 com a implantação do Plano Real, que por sua vez dá grande importância para a política cambial.

✂ A expressiva desvalorização do Real tende a baratear o produto agrícola brasileiro no exterior, resgatando-lhe a competitividade perdida, em grande parte, pela antiga política cambial.

No entanto, alguns outros fatores devem ser considerados antes da conclusão automática sobre um virtual salto nas exportações agrícolas sob o novo regime cambial.

Já em relação ao mercado interno, diante da redução dos volumes importados de alguns produtos como o arroz e o milho, pela melhora esperada no desempenho da produção na safra 98/99 e pela queda do consumo interno para 1999, o valor dos cambiais do país com importações de grãos deve elevar-se substancialmente.

### **3º CAPÍTULO: PLANO REAL E A RELEVÂNCIA DA TAXA DE CÂMBIO**

Este capítulo realiza um estudo sobre a importância da taxa de câmbio em relação à criação e à manutenção, durante determinado período, do Plano Real. Com isto vários períodos do Plano Real serão enfatizados com a ajuda, muitas vezes de gráficos e/ou tabelas, onde se observará uma evolução de algumas medidas econômicas (adotadas pelo governo) mediante situações econômicas adversas.

Ao ser implantado o Plano Real se serviu de duas âncoras principais: as políticas monetária e cambial. A primeira serviu como instrumento de controle dos meios de pagamento e a segunda foi usada para tratar do controle das relações comerciais entre o Brasil e o resto do mundo.

A política cambial conta com duas importantes variáveis que são: a taxa de câmbio e o saldo do balanço de pagamentos, que se compõe de três elementos: saldo da balança comercial, de serviços e de capital. Salienta-se, ainda, as elevadas taxas de juros impostas pelo governo que fomentam a entrada de capital estrangeiro e mantêm o equilíbrio no volume de moeda em circulação, graças, basicamente, ao saldo deficitário da balança comercial.

#### **3.1 INÍCIO DO PLANO REAL: IMPACTOS SOBRE A INFLAÇÃO**

Em um primeiro momento a entrada de capital gera um excedente de moeda em circulação, que, por conseguinte, aumenta a demanda em virtude do volume de oferta constante. No entanto, para que essa situação não venha desequilibrar a economia, majorando preços e alimentando a inflação, o governo estimula a poupança em detrimento do consumo, mediante aumento das taxas de juros.

A valorização do Real em relação ao Dólar, por sua vez, também estimula as importações e os investimentos em capitais externos. As importações traziam tecnologia, redução de custos e participação de produtos internacionais de qualidade no mercado nacional.

Para os consumidores a competitividade favorece a multiplicidade da escolha, mais qualidade de produtos e mais estabilidade de preços.

Quando o Plano Real completou o seu décimo segundo mês de existência, no dia 1º de julho de 1995, chegou-se ao primeiro aniversário do Real com uma taxa de inflação em torno de 2% ao mês e isso significa um sinal incontestável de que este Plano de estabilização econômica já seria o mais bem-sucedido entre todos até o presente momento implantados no país.

A taxa de inflação que em julho de 1994 estava em torno de 50% ao mês, passou para taxa mensal de aproximadamente 1,7% nos primeiros seis meses de 1995. Há quase um quarto de século o Brasil não experimentava taxas tão baixas de inflação para o período janeiro - junho de um mesmo ano.

Pode-se acompanhar esta evolução através dos dados contidos na tabela seguinte.

TABELA 4  
Índices de Preço (%)

Período	IGP-DI	IGP-M	IPC-FIPE	IPC-r	INPC
<b>94/Jun</b>	46,60	45,21	50,75	-	48,24
<b>Jul</b>	5,47	4,33	6,95	6,08	7,75
<b>Ago</b>	3,34	3,94	1,95	5,46	1,85
<b>Set</b>	1,55	1,75	0,82	1,51	1,40
<b>Out</b>	2,55	1,82	3,17	1,86	2,82
<b>Nov</b>	2,47	2,85	3,02	3,27	2,96
<b>Dez</b>	0,57	0,84	1,25	2,19	1,70
<b>95/Jan</b>	1,36	0,92	0,80	1,67	1,44
<b>Fev</b>	1,15	1,39	1,32	0,99	1,01
<b>Mar</b>	1,81	1,12	1,92	1,41	1,62
<b>Abr</b>	2,30	2,10	2,64	1,92	2,49
<b>Mai</b>	0,40	0,58	1,97	2,57	2,10
<b>Jun</b>	2,62	2,46	2,66	1,82	2,18

Fonte:

IGP-DI: Índice de Preços-Disponibilidade Interna, apurado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) do Rio de Janeiro.

IGP-M: Índice Geral de Preços do Mercado, da FGV.

IPC-FIPE: Índice de Preços ao Consumidor, da Fundação de Pesquisas Econômicas (FIPE), Universidade São Paulo (USP).

IPC-r: Índice de preços ao Consumidor do Real (deixou de ser apurado a algum tempo).

INPC: Índice Nacional de Preços ao Consumidor, da Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Levando-se em consideração a média dos cinco índices publicados por diferentes institutos de pesquisa, a taxa de inflação acumulada havia chegado a 758,59% no primeiro semestre de 1994, ou seja, isso representou uma inflação média mensal de 43,1%, equivalente a uma taxa anual de 7271,84%.

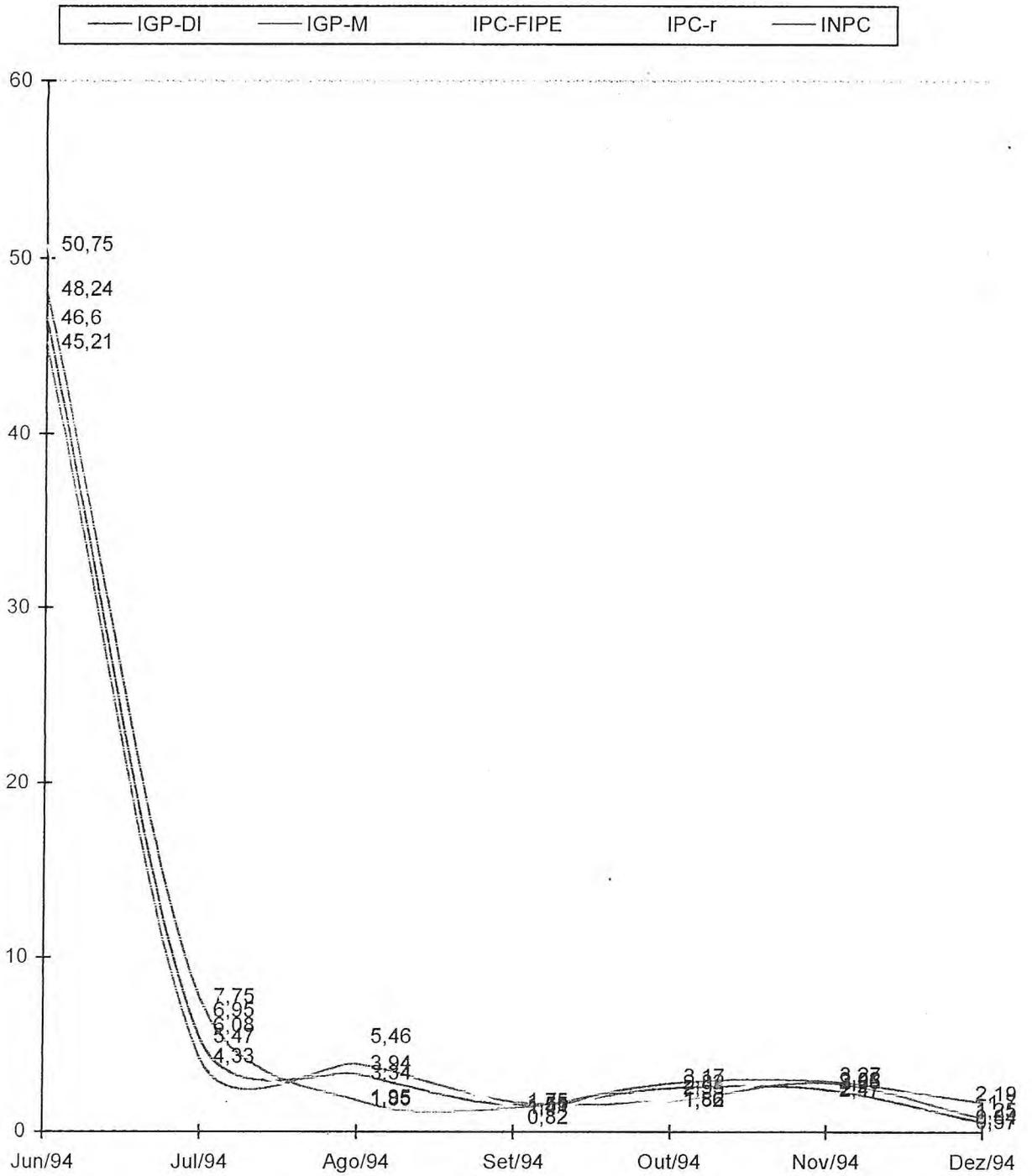
Já no segundo semestre de 1994 a taxa de inflação acumulada foi de 18,72%, ou seja, uma média de 2,9% entre os cinco índices mais conhecidos. É importante, ainda, considerar, ao analisar a evolução das taxas, que os índices de julho e de agosto de 1994 ainda estavam “infectados” pela inflação do Cruzeiro Real, observada em julho e até em maio imediatamente anteriores.

A alta taxa de inflação acumulada em julho e agosto de 1994 foi de 9,66%. No entanto, isto não reflete, de maneira nenhuma, o tamanho da perda de poder aquisitivo do Real naqueles dois primeiros meses do Plano. A partir de setembro de 1994, quando se tem a primeira inflação “não infectada” do efeito elástico, verifica-se que a taxa acumulada do último quadrimestre de 1994 foi de 8,31%, com a taxa mensal tendo situado no nível de 2,02%.

O gráfico logo em seguida nos mostra com maior nitidez o desempenho das taxas de inflação que foram observadas no período de junho de 1994 a dezembro deste mesmo ano.

GRÁFICO 12

Variação dos diversos Índices de Preços (%)



Fonte: FGV; FIPE; IBGE; USP (Elaboração própria)

### 3.2 ALGUMAS OBSERVAÇÕES SOBRE A ATRAÇÃO DE CAPITAIS

Para que os investidores internacionais se sentissem seguros e atraídos pelo mercado financeiro brasileiro, deveriam levar em consideração o diferencial entre as taxas de juros local e internacional, bem como, as expectativas de desvalorização do Real em relação ao Dólar. Daí a necessidade de se manter estável a taxa de juros.

Perante este quadro é possível tolerar a decisão que o Brasil tomou em se endividar para acumular reservas internacionais, que funcionam como fundo de garantia contra a instabilidade monetária e cambial, se bem que essas reservas tinham sido mantidas graças à sobrevalorização do Dólar.

Portanto, mesmo que altos níveis de reservas internacionais da economia brasileira garantissem um colchão de segurança para o Plano de estabilização, seria importante implantar medidas de ajuste fiscal, que forçassem o desempenho cada vez menos significativo da âncora cambial sobre o processo inflacionário.

São medidas imprescindíveis que, em situação de reservas abundantes, evitarão o sinistro e ressarcirão os brasileiros, caso a depreciação do câmbio se tornasse aguda. Reservas internacionais elevadas servem para o governo efetuar uma correção significativa na taxa de câmbio, jamais para substituir uma desvalorização cambial em caso de taxa muito sobrevalorizada.

Segundo o Banco Mundial:

*“A sobrevalorização cambial do Real frente ao Dólar estar em torno de 35%. Mediante redução de carga tributária incidente sobre as exportações, espera-se que haja uma redução média de 6,9% de seus custos, benefício que deverá atingir 39% do total exportado, notadamente de produtos como soja, carnes, suco de laranja e alumínio”.* (**Revista Trevisan e Departamento Técnico da Agência Vivo – jan/99, p. 10**)

O preço da estabilização tem sido excessivamente alto, basta acompanhar as sérias dificuldades por que vêm passando as empresas para saldar seus empréstimos, financiar a produção e modernizar seus parques às custas das altas taxas de juros. A inadimplência aterroriza os bancos e a entrada facilitada de Dólares à caça de remuneração sem igual tem provocado tamanha emissão de títulos públicos que o

Banco Central já tem acumulada uma dívida de 249 milhões de Reais em dezembro de 1996, potencializada pela alta de juros.

Sendo o Plano Real um Plano de estabilização baseado em uma âncora cambial, a variação dos preços dos bens transacionáveis deve rapidamente convergir para uma taxa de inflação externa, enquanto o preço dos não transacionáveis tende a crescer em um ritmo superior por um período razoavelmente longo, daí resultando em uma variação dos índices de preços (sobretudo dos preços do consumidor) superior à do câmbio, gerando uma apreciação real da moeda doméstica.

Com a guerra contra as expectativas vencida e tendo a Âncora cambial conquistado credibilidade, os juros internos tendem a baixar substancialmente, aproximando-se dos juros externos.

No entanto, existiam dois fatos inesperados da experiência brasileira com política cambial enquanto instrumento de estabilização básico do Plano Real. O primeiro consistiu na manutenção do câmbio e da consolidação do programa antiinflacionário. Já o segundo consiste na queda da inflação a níveis inferiores ao ritmo das minidesvalorizações cambiais por um período prolongado.

A evolução da taxa de juros no Brasil contraria, de início, a chamada condição de paridade coberta dos juros. Havendo uma livre mobilidade de capitais, os juros internos deveriam aproximar-se aos juros externos, com a desvalorização cambial implícita nas cotações da moeda estrangeira no mercado futuro. Com uma âncora cambial crível – que torne pouco significativas as expectativas de desvalorizações cambiais – os juros internos não deveriam estar muito longe dos externos.

Pode-se dar, pelos menos, três razões que poderiam justificar este acontecimento, ou seja, três motivos que podem explicar a diferença entre os juros internos e externos praticado pelo Brasil:

- i. o risco-país;
- ii. a tributação sobre operações financeiras;
- iii. outros obstáculos ou custos incidentes sobre os capitais externos .

Uma justificativa para os juros altos, diante da experiência brasileira com a manutenção da estabilidade, mediante a sustentação do Plano Real, consistiria no fato de que o risco cambial foi elevado durante todo esse período, e à necessidade de atrair grandes volumes de capitais externos a despeito desse risco é elevado.

Quando por força de crises externas, através de efeito-contágio, aumentaram drasticamente o risco cambial e o risco-país, verificando-se aumento correspondente das taxas de juros domésticas que, neste caso, é explicável pela elevação do risco.

É relevante lembrar alguns acontecimentos que se realizaram no ano de 1995. Um deles foi a interessante resposta às dificuldades cambiais que se seguiram à crise do México, onde o governo elevou a taxa de juros primária de 47% a. a. para 65% a. a., e produziu uma desvalorização cambial acumulada de 12% nos seis meses de março a agosto (o que corresponde a 1,9% a. m.), empatando com a variação do INPC, que, até então, vinha evoluindo muito por cima do câmbio.

Apesar de um choque cambial, e a despeito de ter havido também um choque tarifário em junho daquele ano, a inflação sofreu um acentuado declínio a partir de agosto, à medida que a política monetária contracionista – e a retração da demanda a ela associada – começou a fazer efeito.

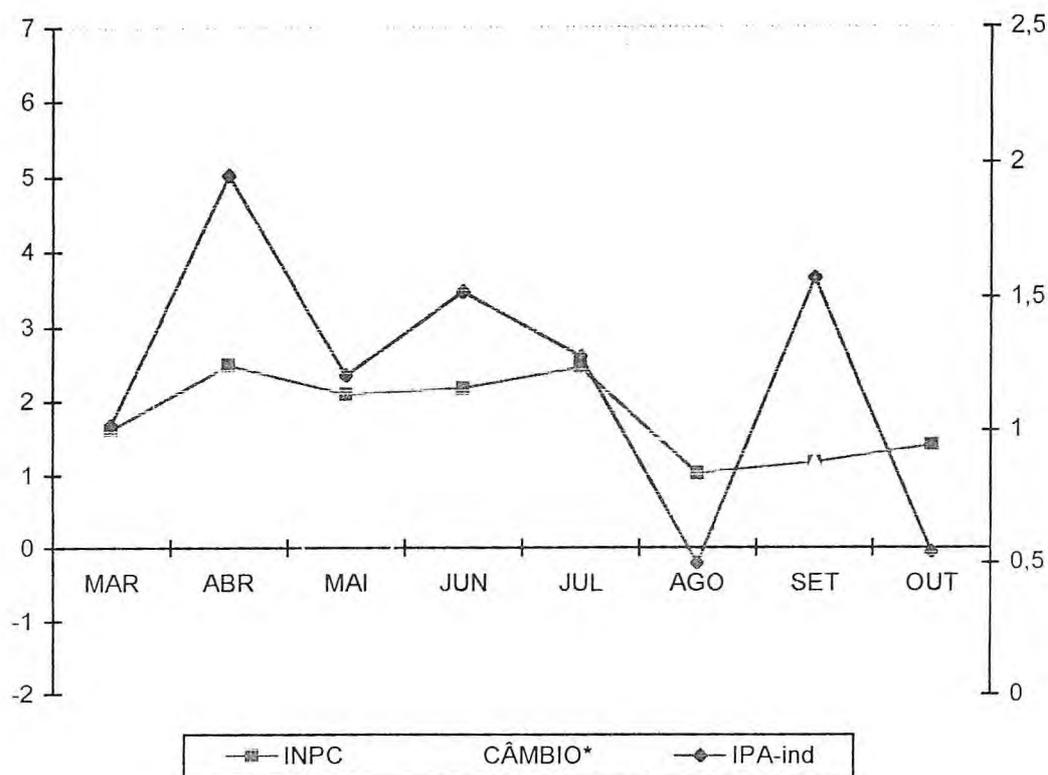
TABELA 5  
Preços e Câmbio – taxas de variação (%)

Mês	INPC	IPA-ind	Câmbio *
Março/95	1,62	1,02	5,7
Abril/95	2,49	1,95	2,14
Maió/95	2,10	1,21	-1,21
Junho/95	2,18	1,52	1,90
Julho/95	2,46	1,28	1,64
Agosto/95	1,02	0,50	1,40
Setembro/95	1,17	1,57	1,17
Outubro/95	1,40	0,54	0,74

\*Variação da taxa média mensal, para a venda.

FONTE: FGV, Conjuntura Econômica, vários números; Banco Central, Boletim Mensal, outubro de 1996.

**GRÁFICO 13**  
**PREÇO E CÂMBIO**



\* Variação da taxa média mensal, para a venda.

Fonte: FGV (elaboração própria)

O primeiro trimestre de 1996 foi observado sob uma média da Taxa de Câmbio que rondava os R\$/US\$ 0,98, chegando em meados de 1997 a R\$/US\$1,05. No último trimestre de 1998 a relação R\$/US\$ era de 1,20 e demonstrava uma determinada segurança se comparada a taxa de 1996. Portanto, percebe-se que no decorrer entre 1995 e final de 1998 a taxa média de variação cambial não se alterou de maneira inesperada, ou seja, houve alguns aumentos, mas estes não foram muito agressivos.

Em 13 de janeiro de 1999 o Brasil começa a presenciar a nova fase do plano de estabilização, ou melhor, passa a desfrutar da fase do Plano Real II. Tudo porque o país centrou todo o sucesso do Plano em cima da âncora cambial, aproveitando a situação de que a moeda nacional estava forte perante o Dólar, o que mantinha uma

euforia de vários setores devido a estabilidade de preços com uma inflação se aproximando de zero.

Nesse cenário artificial que era o ambiente necessário para o crescimento do Plano Real, manter uma âncora cambial em um momento como este, ou seja, de estabilidade da moeda, significava que o país mantinha déficits na balança de pagamentos e principalmente na balança comercial. Para dar sustentação a este cenário, o país criou uma forte dependência dos fluxos de capitais. Uma abertura externa para as importações permitiu a invasão de preços bem competitivos, o que fez assegurar os preços internos e acabou favorecendo a uma inflação baixa. No entanto, o ambiente econômico não foi revisto, ou seja, não foi corrigido, pois para mantê-lo seria necessário sustentar os fluxos de capitais do exterior para cobrir esses déficits de balanços.

Além disso, o Brasil continua tendo um ambiente econômico de déficits em todos os níveis de governo, que precisa ser combatido com seriedade.

*“O mundo vê uma economia pela sua credibilidade, pelo seu cenário de perspectivas favoráveis para investimentos. Se esse cenário se torna negativo por esses desequilíbrios, o fluxo de capital começa a reduzir ou a se anular perante a perspectiva de uma crise”. (Barcellos , Revista Industria de Capixaba, 1999, p. 8)*

Por outro lado, se a crise fiscal não for resolvida o Brasil provavelmente ficará vulnerável porque o mercado externo não dará muita credibilidade às mudanças econômicas a que se propõe.

*“Os impactos dessa credibilidade vão depender muito da capacidade da economia de reagir a essas posições fiscais”. (Penedo, Revista Industria de Capixaba, 1999, p. 03)*

Quando a sustentação do câmbio não se tornou mais possível a partir de 13/01/99, com a redução no fluxo de capital, se intensificaram os ataques especulativos em cima da moeda nacional, exatamente pela crise de credibilidade. O Plano Real deixou de ser centrado na âncora cambial, permitindo que o Dólar ultrapassasse à barreira dos R\$ 2,00, partindo para a âncora monetária, centrada principalmente na alta dos juros.

A recuperação com pressão em alguns preços foi da ordem de 40%. A taxa de juros elevada é uma medida que é até aceita no mercado internacional, desde que

seja transitória. Se perdurar por muito tempo, compromete as empresas, o setor público e também a poupança, pois, ninguém terá mais dinheiro para poupar.

Os juros altos, frente ao que seria de se esperar num experimento de estabilização com âncora cambial e uma política cambial flexível para promover desvalorizações reais continuadas, e seus impactos inflacionários perceptíveis (o contexto tem sido de queda da inflação) são dois lados da mesma moeda.

A grande instabilidade financeira internacional que se seguiu ao agravamento da crise asiática, em finais de outubro de 1997, alterou substancialmente os termos da escolha diante das alternativas de política cambial anteriormente citadas.

O equilíbrio do balanço de pagamentos a curto prazo passou a depender quase que exclusivamente do estado de confiança dos investidores internacionais e da capacidade do Banco Central de manter um influxo líquido de capitais suficiente para financiar o déficit em conta corrente, através de um amplo leque de medidas, que vão do manejo dos juros a intervenções nos mercados futuros e na bolsa de valores.

No entanto, o estado de confiança dos investidores externos, por sua vez, passou a variar mais em função das turbulências no conjunto dos mercados emergentes do que das variações nas variáveis reais do país (por exemplo, comportamento das importações e exportações).

Em um contexto de nervosismo exacerbado dos mercados, os efeitos dos benefícios de uma desvalorização discreta da taxa de câmbio sobre as exportações tenderia a ter efeitos insignificantes sobre o balanço de pagamentos global, quando comparados aos potenciais danos que causaria aos fluxos de capitais.

De maneira geral, ninguém parece discordar da afirmação que diz: a política cambial é o pilar básico do Plano Real. É interessante, entretanto, que a política cambial tenha sido percebida sempre como o alicerce principal do Plano Real e ao mesmo tempo tenha mudado tanto em tão pouco tempo.

Nos três primeiros meses do Plano Real, o Bacen se absteve de intervir no mercado de câmbio, ao mesmo tempo em que procurava cumprir metas monetárias

rígidas. Desta maneira, tentava-se uma política de âncora monetária com câmbio flutuante.

Depois disto, o governo, sendo acometido por uma acentuada queda nominal, este passa a intervir no mercado de câmbio, fixando, na prática, a cotação do Dólar em R\$ 0,84 por cinco meses.

Depois de tantas mudanças nos sistema cambial brasileiro muito se discutiu e ainda se comenta sobre a questão da valorização real da taxa de câmbio provocada pelo Plano Real e seu impacto sobre as contas externas brasileiras.

Analisando esta questão sob o retorno ao início da implantação do Plano, pode-se dizer que os analistas de mercado que defendiam uma mini ou maxidesvalorização nos primeiros anos do Real, como forma de resolver logo esse impasse do Plano, foram pegues de surpresa ao subestimarem a disposição dos investidores externos para financiar o país, bem como a diversidade e eficácia dos instrumentos à disposição do governo para enfrentar uma ameaça de crise cambial e a própria capacidade de reação e reestruturação das empresas.

Se os custos subestimaram a capacidade de resistência da economia a uma taxa de câmbio sobrevalorizada, o governo pecou pelo erro oposto, ao sobreestimar a capacidade da economia de compensar a apreciação real do câmbio através do aumento de eficiência.

## Conclusão

Diante do que foi estudado neste trabalho, conclui-se, de acordo com o primeiro capítulo, que os conceitos de taxa de câmbio são de fundamental importância para se entender o processo de relação de troca entre as diversas unidades monetárias, ou seja, com o entendimento sobre a taxa de câmbio vislumbra-se a relevância desta diante da necessidade de se relacionar/comprar os preços relativos entre as mais distintas moedas.

Com o conceito de taxa de câmbio em mente fica mais claro afirmar a idéia de que, com o passar dos anos os planos de estabilização que nortearam a economia brasileira foram calcados nas bases da política cambial, sendo que, para que os regimes cambiais funcionassem de maneira a darem bons resultados era preciso que as taxas de câmbio (real, nominal e efetiva) tivessem sendo usadas de forma adequada.

É interessante ressaltar que para se por em prática os planos econômicos de combate a inflação, o BACEN exerceu forte participação no que se refere a variação da taxa de câmbio, isto através de compra e venda de divisas e, quando necessário, mudando todo o processo de condução da política cambial em exercício.

Verifica-se, ainda, que um dos regimes cambiais mais importantes entre o período estudado foi o das minidesvalorizações, pois estas foram utilizadas desde 1968 até a década de 90. A minidesvalorização foi um instrumento que tentou atualizar a taxa de câmbio usando para isso o valor da diferença entre a inflação doméstica e a inflação internacional, ou seja, as minidesvalorizações administram os possíveis impactos sofridos pela taxa de câmbio mediante pequenas mudanças inesperadas que aconteciam com a moeda nacional.

Um dos objetivos esperados pelas minidesvalorizações era proteger a moeda nacional contra os ataques especulativos e conseqüentemente a regulação estabilizadora sobre a remuneração real do setor exportador, gerando, com isso, um conseqüente aumento das exportações domésticas.

É dentro deste contexto, ou melhor, dentro de uma história que engloba desde 1968 a década de 90 que verificamos a eficiência da política cambial em relação ao crescimento econômico, isto é, a queda nas reservas internacionais. Com exceção de 1999, pois neste ano as reservas tiveram comportamento diferente em relação ao PIB, isto em termos absolutos.

Com respeito a dívida, tem-se que se destacar o grande endividamento brasileiro devido, principalmente, a queda nos níveis de reserva nacional a partir de 1998. Neste momento presencia-se uma trajetória declinante seguida de suaves recuperações da dívida pública, isto em um intervalo que vai de 1998 ao final de 1999.

Com a política que dá sustentação ao plano real, observa-se que há um processo de substituição, a partir de 1992, da dívida externa pela interna, daí a dívida externa ter quase que se anulado no final da década de 90.

É num cenário propício, ou melhor, um ambiente econômico com juros elevados em relação as taxas praticadas pelo mercado internacional, que o mercado brasileiro tornou-se atrativo diante de um plano de estabilização econômico baseado, de início, na âncora cambial e em um contexto econômico que oferecia um alto volume de capital disponível acarretando um aumento da dívida interna líquida.

Para dar suporte ao plano econômico o governo assumiu compromissos que, de certa forma, fizeram com que a dívida interna se tornasse uma dívida externa também. Portanto, com a paridade dólar/real tornou-se inevitável o processo de agravamento da dívida, em um momento que a economia russa (que passava por uma crise econômica) deu um alerta para os investidores, fazendo com que a perda de confiabilidade no mercado brasileiro se desse como uma verdade.

Depois de toda inconstância do mercado o governo, não conseguindo cumprir com seus acordos assumidos anteriormente no mercado nacional, resolveu reverter o processo de substituição da dívida, ou seja, diminuir a dívida interna a medida que aumentava a dívida externa. A diminuição da dívida interna se deve a desvalorização cambial que foi acompanhada por uma diminuição no Produto Interno Bruto.

O início do ano de 1999 começou com alguns fatores que iriam influenciar, de forma relevante, na política cambial brasileira. Tais fatores seriam: as especulações

sobre a negociação com o FMI, isto por conta da expressiva queda nas reservas cambiais nos meses precedentes; declaração formal de moratória, por noventa dias, do governo de Minas Gerais, o que passou a estampar os principais meios de comunicação e principalmente o jornalismo econômico; especulações a respeito de mudanças no Bacen e no Ministério da Fazenda; quedas históricas no índice IBOVESPA; queda nos preços dos títulos soberanos do Brasil e outros países emergentes e finalmente a redução drástica da credibilidade do país.

É sob a pressão causada por todos estes fatos, que juntos constroem um cenário com perspectivas negativas, que em janeiro de 1999 o mercado cambial brasileiro se viu na obrigação de mudar para o regime de livre flutuação da taxa de câmbio. Portanto, como desfecho da forte pressão vivida no mercado, no início de 1999, o sistema de bandas, depois de quase quatro anos em operação, foi oficialmente abandonado pelo Banco Central do Brasil, em 18 de janeiro de 1999, ficando em seu lugar o sistema de livre flutuação da taxa de câmbio.

## BIBLIOGRAFIA

- ANÁLISE DO MERCADO DE CÂMBIO, Brasília, . **Relatório Trimestral**. Vários números, 1999. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/>>. Acesso em: 07 de maio de 2001.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 1999.
- BARBOSA, M. R. **Evolução da Taxa de Câmbio Efetiva Real no Período de 1988-1997**. Trabalho de Iniciação Científica, ESALQ/USP. Piracicaba, julho de 1998 (mimeo)
- BARCELLOS, Odilomar. **Revista Indústria de Capixaba**. UFES, 1999.
- BRESSER, Luiz Carlos. A Sobrevalorização Cambial Praticada entre 1994 e 1999 “foi um erro grave”. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 16 de abril de 2001. Disponível em: <<http://www.economiabr.net/>>. Acesso em: 03 de janeiro de 2001.
- CASTRO, Antônio Barros de. **“O Sempre Adiado Crescimento”**. Folha de São Paulo, São Paulo, 20 mar. 1999. Economia.
- CASTRO, Paulo de Rabello de. **“Aceita dançar um tango?”**. Folha de São Paulo, São Paulo, 21 mar. 2001. Jel: E e F.
- CASTRO, Paulo Rabello de. **“Duas moedas, duas crises”**. Folha de São Paulo, São Paulo, 02 mai. 2001. Jel: F e G.
- CINQUETTI, Carlos A.. **“Equívocos de uma estratégia acertada”**. Gazeta Mercantil, São Paulo, 18 jan. 2001. Economia.
- CYSNE, R. P.; SIMONSEN, M. H. **Macroeconomia**. Rio de Janeiro: Ao Livro Técnico, 1989.

DICIONÁRIO DE ECONOMIA. **Taxa de Câmbio**. 1999, Disponível em: <[http://www.economiabr.net/dicionario/economes\\_e.html](http://www.economiabr.net/dicionario/economes_e.html)>. Acesso em: 0 de janeiro de 2000.

FROYEN, Ricard T. **Macroeconomia**. São Paulo: Editora Saraiva, 1999.

GOMIERO, Fernando. **A Independência Operacional do Banco Central do Brasileiro**. Disponível em: <fernandogomiero@uol.com.br>. Acesso em: 15 de novembro de 2001.

HIRST, P.; THOMPSON G. **Globalização em Questão: A Economia Internacional e as Possibilidades de Governabilidade**. Petrópolis, Rio de Janeiro: Vozes, 1998

HALL, Robert E.; TAYLOR, John B. **Macroeconomia: teoria, desempenho e política**. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

HOLLAND, M. "Taxa de Câmbio, Elasticidade-Renda e Saldo Comercial na Economia Brasileira". Texto para discussão IE/Unicamp, nº 59, março de 1997. Publicado posteriormente em Revista Brasileira de Economia, abril-junho de 1998.

HOLLAND, M. **Taxa de câmbio real e paridade de poder de compra no Brasil**. XXVI Encontro Nacional de Economia. Anais Volume 2. p. 963. Vitória – ES, 1998.

IPEA. **Boletim Conjuntural**. P.15, 1997.

JEFFREY, Sachs. "**Aonde foi o dólar forte?**". Folha de São Paulo, São Paulo, 27 fev. 2001. Jel: G.

LEITE, José Alfredo A. **Macroeconomia: teoria, modelos e instrumentos de política econômica**. São Paulo: Atlas, 1994.

PENEDO, Roberto. **Revista Indústria de Capixaba**. UFES, 1999.

Revista Trevisan e Departamento Técnico da Agência Vivo, 1998.

SANDRONI, P. **Novo Dicionário de Economia**. 6ª Ed.. São Paulo: Editora Best Seller, 1994.

VASCONCELOS, M. Roberto; MARGARIDO, Sérgio Pavan. **ALGUMAS CONSIDERAÇÕES SOBRE A ESCOLHA DE REGIMES CAMBIAIS NA AMÉRICA LATINA**. Universidade Estadual de Maringá, Maringá, 2001 (mimeo).

SIMONSEN, Mário Henrique. **Dinâmica Macroeconômica**. São Paulo: Editora McGraw-Hill do Brasil, 1983.

VAZQUEZ, José Lopes. **Comércio Exterior Brasileiro**. São Paulo: Atlas, 1995.

VIANA, Pedro Jorge Ramos. **A Política Cambial Brasileira e o Plano Real**. Fortaleza, CAEN, Julho de 1997 (mimeo).

ZINI Jr., A. A.. **Câmbio e Política Cambial no Brasil**. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 1995.