

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

ADRIANO DE SOUZA LEAL

POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA ENTRE 1968 E 2002:  
UMA ANÁLISE HISTÓRICA.

CURITIBA

2014

ADRIANO DE SOUZA LEAL

POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA ENTRE 1968 E 2002:  
UMA ANÁLISE HISTÓRICA.

Monografia apresentada como exigência para  
obtenção do grau de Graduação em Ciências  
Econômicas da Universidade Federal do  
Paraná.

Orientador: Fabiano Dalto

CURITIBA

2014

## TERMO DE APROVAÇÃO

ADRIANO DE SOUZA LEAL

POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA ENTRE 1968 E 2002:  
UMA ANÁLISE HISTÓRICA.

Monografia aprovada como requisito para obtenção do grau de graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

---

Orientador: Fabiano Dalto  
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

---

Prof. Gustavo  
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

---

Prof. Pulquério  
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

Curitiba, quatro de Dezembro de 2014.

À minha mãe Licir e meu irmão Alison.

Meu pai Darci (in memoriam).

Meu Orientador Fabiano.

Por toda dedicação, quem sou, e tudo aquilo que alcancei.

## AGRADECIMENTOS

A Deus pela vida, sabedoria e realização.

À todos os professores mestres do aprendizado.

Aos colegas de Curso.

À todos os funcionários de todos os departamentos.

*Se o olho não tivesse sol,  
Como veríamos a luz?  
Sem a força de Deus  
vivendo em nós  
Como o divino nos seduz?*

*Goethe.*

## RESUMO

A monografia analisa a política cambial brasileira, a partir de agosto de 1968, quando foi implantado o sistema de minidesvalorizações cambiais, até o ano de 2002, com o fim do mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso. A equipe econômica do seu governo adotou a âncora cambial como base para o regime monetário entre 1994 e 1998. No segundo governo, com a crise cambial de 1999, estabeleceu-se o regime monetário de metas de inflação. Entre esses dois períodos importantes para a análise das taxas de câmbio no Brasil, foram abordados os planos de estabilização entre 1986 e 1991, onde somente no Plano Bresser não foi congelada a taxa de câmbio. Posteriormente, foram estudados a política cambial, o setor externo e seus resultados no Plano Collor I e II. E por fim foi analisado a situação cambial no biênio 1992 e 1993, sob o governo de Itamar Franco. Nestes anos houve um acúmulo substancial nas reservas internacionais, de certo modo, propiciaram condições favoráveis a implementação do Plano Real em 1994.

**Palavras-chave:** Câmbio, Moeda, Dólar, Balanço de Pagamentos, Balança Comercial, Conta Corrente, Desvalorização, Sobrevalorização, Flexibilidade, Flutuação, Fixo, Inflação, Déficit, Superávit, Choques, Poupanças, Ajustamento

## ABSTRACT

The paper analyzes the Brazilian exchange policy, from August 1968, when it was deployed the mini-devaluation system by the year 2002, with the end of the president's term Fernando Henrique Cardoso. The economic team of his government adopted a fixed exchange rate as a basis for monetary regime between 1994 and 1998. In the second government, with the currency crisis of 1999, it established the monetary regime of inflation targeting. Between these two important periods for the analysis of exchange rates in Brazil, have been addressed stabilization plans between 1986 and 1991, where only the Bresser Plan was not freezing the exchange rate. Subsequently, we studied the exchange rate policy, the external sector and its results Collor Plan I and II. Finally exchange situation was analyzed in the biennium 1992 and 1993, under the government of Itamar Franco. In these years there was a substantial accumulation of international reserves, in a sense, have provided favorable conditions for the implementation of the Real Plan in 1994.

**Keywords:** Exchange, Currency, Dollar, Balance of Payments, Trade Balance, Current Account, Devaluation, Overvaluation, Flexibility, Floating, Fixed, Inflation, Deficit, surplus, Shocks, Savings, Adjustment

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - DESVALORIZAÇÃO, INFLAÇÃO E TAXA DE CÂMBIO REAL.....	18
TABELA 2 - BALANÇO DE PAGAMENTOS .....	21
TABELA 3 – DESVALORIZAÇÃO, INFLAÇÃO E TAXA DE CÂMBIO REAL.....	23
TABELA 4 - CONTA DE CAPITAIS (US\$/MILHÕES) .....	30
TABELA 5 - RESERVAS/IMPORTAÇÕES (US\$ MILHÕES) .....	31
TABELA 6 - BALANÇO DE PAGAMENTOS (US\$ MILHÕES).....	31
TABELA 7 – DESVALORIZAÇÃO, INFLAÇÃO E TAXA DE CÂMBIO REAL.....	33
TABELA 8 - POLÍTICA CAMBIAL 1979/1981.....	35
TABELA 9 – DESVALORIZAÇÃO, INFLAÇÃO E TAXA DE CÂMBIO REAL.....	36
Tabela 10 – DESVALORIZAÇÃO, INFLAÇÃO E TAXA DE CÂMBIO REAL.....	40
TABELA 11 - VARIAÇÃO CAMBIAL X INFLAÇÃO DO ANO DE 1991 .....	61
TABELA 12 - VARIAÇÃO CAMBIAL X INFLAÇÃO DO ANO DE 1992 .....	61
TABELA 13 - VARIAÇÃO PERCENTUAL DO ÍNDICE DE PREÇOS POR ATACADO (IPA-DI) E DO ÍNDICE DE PREÇOS AO CONSUMIDOR AMPLO (IPCA): 1999 .....	77

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	13
<b>2 O SISTEMA CAMBIAL DE MINIDESVALORIZAÇÕES NO BRASIL ENTRE 1968 A 1986</b> .....	15
2.1 A ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 1968 a 1974 .....	17
2.1.1 A política cambial durante o milagre econômico (68-74).....	17
2.2 A ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 1974 e 1978 .....	21
2.2.1 O modelo de ajustamento externo no governo Geisel .....	22
2.2.2 A política cambial no governo Geisel .....	23
2.3 A ECONOMIA E AS MEDIDAS DE AJUSTAMENTO EXTERNO ENTRE 1979 e 1981 .....	26
2.3.1 O setor externo entre 1979 e 1981.....	28
2.3.2 A política cambial entre 1979 e 1981 .....	32
2.3.2.1 A Maxidesvalorização cambial de dezembro de 1979 .....	33
2.3.3 A POLÍTICA CAMBIAL ENTRE 1981 E 1983.....	32
2.3.3.1 A maxidesvalorização cambial de 1983 .....	34
2.4 A POLÍTICA CAMBIAL NO BIÊNIO 1984/1985.....	39
<b>3 OS PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO ENTRE 1986 E 1991</b> .....	41
3.1 O PLANO CRUZADO.....	42
3.1.1 A política cambial no Cruzado.....	43
3.1.1.1 A volta das maxidesvalorizações cambiais .....	44
3.1.2 Os resultados do setor cambial no Plano Cruzado .....	45
3.2 O PLANO BRESSER .....	46
3.2.1 A política cambial do Plano Bresser.....	47
3.2.2 Os resultados do setor externo .....	47
3.2.3 O resultado da política cambial .....	48
3.3 A POLÍTICA DO FEIJÃO COM ARROZ.....	49
3.3.1 A política cambial do feijão com arroz.....	49

3.4 O PLANO VERÃO.....	50
3.4.1 O setor externo no Plano Verão .....	50
3.4.2 A política cambial no Plano Verão.....	51
3.4.3 A criação do dólar turismo(flutuante).....	51
3.5 O PLANO COLLOR I.....	54
3.5.1 O mecanismo de arbitragem ouro x dólar .....	55
3.5.1.2 A política cambial no Plano Collor II.....	56
3.5.2.1 A volta do Banco Central ao Mercado de Câmbio.....	57
3.6 O PLANO COLLOR II.....	58
3.6.1 Antecedentes .....	58
3.6.2 A política cambial no Plano Collor II.....	59
3.6.2.1 A Maxidesvalorização cambial de setembro de 1991 .....	59
3.7 A ECONOMIA SOB O GOVERNO DE ITAMAR FRANCO .....	60
3.7.1 A política cambial de 1992 e 1993 .....	61
<b>4 O PLANO REAL .....</b>	<b>62</b>
4.1 O PLANO REAL ENTRE 1994 E 1998.....	63
4.1.1 A política cambial na 1º fase .....	64
4.1.2 A política cambial na 2º fase .....	64
4.1.3 A política cambial na 3º fase .....	66
4.1.3.1 A política cambial da 1 º etapa.....	67
4.1.3.2 A política cambial da 2 º etapa.....	67
4.1.3.3 A política cambial da 3 º etapa.....	68
4.1.3.4 A política cambial da 4º etapa .....	69
4.2 O PLANO REAL ENTRE 1998 E 2002.....	71
4.2.1 Antecedentes .....	71
4.2.2 A crise cambial de 1999 .....	74
4.2.3 O regime monetário de metas de inflação.....	75

4.2.4 O desempenho cambial do regime monetário de metas de inflação .....	76
4.2.4.1 No ano de 1999 .....	76
4.2.4.2 No ano de 2000 .....	78
4.2.4.3 No ano de 2001 .....	79
4.2.4.4 No ano de 2002 .....	80
<b>5 CONCLUSÃO .....</b>	<b>82</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>85-86</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A taxa de câmbio, notadamente, é um dos preços relativos básicos de toda economia de mercado, e sua importância advém do fato de intermediar todas as relações e transações entre a economia doméstica e a internacional dentro do sistema capitalista. Em termos conceituais é possível definir em modelos analíticos de equilíbrio geral que a taxa de câmbio é adequada quando reflete a competitividade externa do país, bem como a confiança sobre os fatores macroeconômicos fundamentais da economia.

A política cambial no Brasil, foi, basicamente, registrada por uma história de minidesvalorizações. Antes da Segunda Guerra Mundial, tivemos taxas de câmbio fixadas à libra esterlina e/ou dólar. Em primeiro de julho de 1944, mais de 700 delegados de 44 países chegaram ao *Mount Washington Hotel* em *Bretton Woods, New Hampshire*, para tomar parte nas mais amplas negociações econômicas internacionais da história, quando tarde da noite do dia 22 de julho do mesmo ano, após extenuantes discussões, os acordos foram aprovados, provendo o arcabouço institucional para a maior expansão econômica da história onde ficou estabelecido que o dólar teria o seu valor fixado a partir do ouro, e os outros países com moedas mais fracas, entre eles o Brasil, fixariam o valor de suas moedas a partir da moeda americana. Neste período, no Brasil, foram instaurados os controles cambiais e de importações. De 1953 até meados da década de 1960, adotou-se no país o sistema de taxas múltiplas de câmbio, através de concessões de licenças prévias para importações por meio de leilões.

O período que se estendeu entre o Golpe Militar de 31 de março de 1964, com a instituição do regime de exceção, que abrigou três mandatos de presidentes militares: do marechal Humberto de Alencar Castello Branco ( de 15 de abril de 1964 à 15 de março de 1967), de Arthur da Costa e Silva (de 15 de março de 1967 à 31 de agosto de 1969) e Emílio Garrastazu Médici(de 1969 a 1973), os dois últimos generais, até o início da “Nova República” em 1985, com a transição para a democracia através de eleições indiretas, no Colégio Eleitoral, foi marcado pela

continuidade, tanto no terreno político, quanto no modelo de política econômica, dentre elas a política cambial.

Para fins de estudo e apresentação do Trabalho de Fim de Curso, o período analisado da política cambial no Brasil ficou delimitado entre o ano de 1968, quando foi instituído o sistema cambial de minidesvalorizações, pelo processo de ajuste nominal da taxa de câmbio em função da inflação, passando pela análise das taxas de câmbio nos cinco planos de estabilização heterodoxos entre 1986 a 1991, e baseados nos estudos de Francisco Lopes acerca do processo inflacionário brasileiro, e com curtos períodos de congelamento da taxa de câmbio, além de experiências também malogradas, como as maxidesvalorizações de 1979 e 1983 sob o comando do ministro da fazenda Delfim Netto, a prefixação da correção cambial de desvalorização em 1980 ou tentativas de livre flutuação como em 1990, no primeiro Plano Collor, sob a “batuta” da ministra Zélia Cardoso de Mello e com Ibrahim Eris em 1994, no início do Plano Real quando foi estabelecido o regime monetário de metas cambiais que durou até fins do ano de 1998.

Na sequência, com a crise cambial de janeiro de 1999, com Armínio Fraga no ministério da fazenda ,foi realizada uma desvalorização mais intensa da moeda nacional (Real), quando deixou-se que a taxa de câmbio flutuasse livremente, e em março foi instituído o regime monetário de metas de inflação, tornando-se dessa maneira, público o comprometimento da autoridade monetária com a estabilidade de preços em um cenário de liberdade cambial, tendo durado somente até 2001, quando com o movimento ascendente da taxa de juros SELIC não foi o suficiente para cumprimento das metas de inflação estabelecidas para o ano de 2001. O presente trabalho é encerrado no ano de 2002, com o final do segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso que viria a ser substituído por Luiz Inácio Lula da Silva no comando do país a partir de 01 de janeiro de 2003.

## **2 O SISTEMA CAMBIAL DE MINIDESVALORIZAÇÕES NO BRASIL ENTRE 1968 A 1986**

A política cambial do Brasil de agosto de 1968 até o Plano Cruzado de 1986 – sem interrupção do regime neste período - seguiu o critério das minidesvalorizações da taxa de câmbio baseada na doutrina da paridade do poder de compra relativa (PPP), também podendo ser caracterizada como de flutuação suja, embora com alguns graus de liberdade a menos. Por um lado, a taxa de câmbio não era fixa, mas tampouco havia o câmbio livre, pois somente as transações dentro das regulações rígidas estabelecidas pelo Banco Central podiam ser efetuadas (ZINI JR.,1995, p.117).

No sistema de minidesvalorizações, a taxa de câmbio evoluiu segundo o diferencial entre a inflação doméstica e a externa. Este sistema tinha o objetivo de preservar uma dada taxa de paridade real constante, mantendo-se desse modo a competitividade externa da produção doméstica. Para evitar os ataques especulativos e mudanças abruptas no valor da moeda doméstica, as minidesvalorizações eram processadas por pequenas e frequentes mudanças administradas na taxa de câmbio nominal em intervalos curtos e não anunciados publicamente pelo governo (MODENESI, 2005).

Zini Jr. (1995, p.114) argumentou que a (PPP) fracassou na década de 70, pois não foi um bom sustentáculo para a política cambial neste período, na condição de evitar a deterioração do balanço comercial, o que resultou numa taxa de câmbio desalinhada, quando os analistas econômicos não se ativeram a necessidade pontual de correção com desvalorizações reais diante as circunstâncias específicas dos choques externos e as mudanças nos preços de equilíbrio que o país sofreu na década de 70. *Frenkel* e *Mussa* (1984) nesse sentido, enfatizaram que o equilíbrio de longo prazo nas contas externas é aquele: “que a taxa de câmbio de equilíbrio de longo prazo é consistente com o requisito que, na média (nos períodos presente e futuro), as contas correntes estejam equilibradas”, fato que não ocorreu no Brasil na década de 70 e na “década perdida” dos anos 80.

A política cambial de minidesvalorizações, adotada pelo Brasil deveu-se principalmente a dois tipos de consideração: evitar os ataques especulativos contra o cruzeiro “com olhos” nos movimentos de capital e criar condições mais estáveis a taxa de câmbio real, favorecendo os pagamentos das exportações e importações.

De 1968 a 1983, os intervalos das desvalorizações foram de três a dez dias. De 1984 a fevereiro de 1986, quando foi anunciado o Plano Cruzado, a frequência das desvalorizações aumentou, sendo que no final de 1985, as desvalorizações foram preanunciadas diariamente.

Para Zini Jr. (1995, p.114-116) a PPP não é um bom método para a avaliação da política cambial de um país em fase de mudança de preços de equilíbrio ou choques de oferta, como acontecia no Brasil na década de 70, trazendo consequências imediatas em sua condução, também nos anos 80. Seu uso nessas condições pode resultar em uma taxa cambial fortemente desalinhada, o que implicou como alternativa objetiva utilizar-se como referência, o comportamento da balança comercial e o saldo das contas correntes para avaliar o equilíbrio da taxa de câmbio real. Esta que é uma importante referência no sentido de ser uma medida do poder aquisitivo do país. Esta postura foi adotada para detectar o desalinhamento da taxa de câmbio real da moeda brasileira nesta primeira etapa de avaliação da política cambial entre 1968 e 1986, cujo o objetivo será analisar a taxa de câmbio neste período.

A análise começa por descrever o sistema de minidesvalorizações cambiais baseado na doutrina da paridade do poder de compra relativa (PPP) no qual foi referência para a taxa de câmbio real neste período. Partindo do item (2.1) e (2.1.1), será analisada a política cambial entre 1968 e 1973 com os presidentes Costa e Silva (1967-69) e Médici (1969-73), em seguida a economia e a política cambial entre 1974 e 1978 quando foi governada por Ernesto Geisel, bem como as políticas cambiais entre os anos de 1979 a 1981, passando pelo período de recessão econômica no Brasil entre 1981 a 1983 e revendo a taxa de câmbio e o setor externo no Brasil no biênio de 1984 e 1985, quando houve a recuperação da economia mundial e do Brasil.

## 2.1 A ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 1968 a 1974

O período que se estendeu de 1968 a 1973 na história econômica brasileira recebeu a alcunha de “milagre econômico”, devido a circunstâncias peculiares e até certo ponto contraditórias na teoria macroeconômica, como uma fase de crescimento vigoroso, a uma taxa média de 11% ao ano, acompanhado de queda da inflação (embora moderada) e sensível melhora no balanço de pagamentos. Neste período foram registrados superávits crescentes, fruto das condições econômicas e políticas favoráveis e da habilidade dos governos em aproveitar a seu favor as oportunidades oferecidas num contexto de ampla liquidez no mercado internacional e na percepção da ineficácia da política econômica do governo anterior em promover o crescimento econômico (GIAMBIAGI; VILLELA, 2005, p.81)

No período do “milagre” foi adotada uma política antiinflacionária gradualista, enfatizando o componente de custo em vez da demanda, principalmente na contenção dos salários reais advindos da continuidade da estratégia do PAEG entre 1964 a 1966 do governo anterior (Castello Branco) e no controle direto de preços, que tabelou os preços públicos, inclusive, a taxa de câmbio com a política de “crawling peg” baseada em minidesvalorizações diárias da taxa de cambial, que conjuntamente com a estratégia de crescimento econômico ligada à captação de poupança externa, ao mesmo tempo favoreceu o câmbio e o financiamento da expansão da atividade econômica. Desse modo, Garofalo Filho (2002, p.28) afirmou que foram colocadas em práticas medidas que contribuíram para o desenvolvimento e a sustentação do milagre econômico.

### 2.1.1 A política cambial durante o milagre econômico (68-74)

A regra geral, a partir de 1968, tomando como base a taxa de desvalorização nominal, era desvalorizar a moeda nacional, seguindo a diferença entre a inflação doméstica medida pelo Índice Geral de Preços (IGP) e a inflação internacional – sendo que vários analistas entre eles, *Lemgruber* e *Vieira* (1981) acreditavam que a

inflação internacional era igualada à inflação americana no atacado – até 1983 (ZINI JR., 1995, p.118-120).

A Tabela 1 abaixo mostra a evolução da política cambial brasileira entre 1968 e 1973, para dados sobre a taxa de desvalorização nominal, as taxas de inflação dos Estados Unidos e do Brasil, a taxa de câmbio real entre a moeda local (cruzeiro) e o dólar americano e a taxa de câmbio efetiva real do Brasil (REER), sendo que a série da REER foi calculada para uma cesta de quinze moedas distintas. (TABELA 1)

TABELA 1 – DESVALORIZAÇÃO, INFLAÇÃO E TAXA DE CÂMBIO REAL

	Desval. Nominal (por US\$) (%)	Brasil Inflação -IPA- (%)	EUA Inflação -IPA- (%)	Cz/dólar Taxa de Câmbio Real* (1980-100)	Taxa do Câmbio Efet. Real** (1980-100)
1968	27,5	24,0	2,5	83,6	73,7
1969	20,0	20,1	3,9	88,0	76,1
1970	12,7	22,0	2,6	86,2	73,8
1971	15,1	20,0	3,3	84,4	74,7
1972	12,1	18,6	4,4	82,9	78,6
1973	3,2	16,8	13,1	84,4	83,8

Fonte: Cálculo do autor com dados do *International Financial Statistics*.

\* Taxa de Câmbio Real entre o cruzado e o dólar, usando preços por atacado (1980 = 100). Elevação do índice representa uma desvalorização.

\*\* Taxa do Câmbio Efetivo Real usando uma base móvel de pesos e preços por atacado. Índice definido como unidades de cruzados por unidades de dívidas (1980 = 100).

\*\*\* Taxa acumulada de 1985 (média do ano) a junho de 1986.

ra (convém lembrar que o índice de preços externos aparece no numerador de REER). A elevação dos preços do petróleo causou deterioração nos termos de troca e não uma depreciação (ou apreciação) da moeda. É importante distinguir os dois efeitos.

Um elemento importante nos cálculos dos índices aqui reportados foi o uso das séries de taxa média de câmbio a par de mercado, calculadas pelo FMI e incluídas em seus *tapes* ou publicações mais recentes (FMI, IFS, *Supplement on Exchange Rates*, 9). O uso destas séries permite o cálculo mais apropriado da taxa de câmbio efetiva especialmente para o final da década de 50, quando taxas de câmbio múltiplas coexistiam no Brasil.

O quadro acima indica que a taxa de câmbio real cruzeiro/dólar mostra uma grande estabilidade relativa entre 1968 e 1973 (oscilando entre 82,9 e 88,0). Esses números foram favorecidos por uma combinação de condições favoráveis, como a disponibilidade de liquidez a juros baixos no mercado internacional, bem como a

expansão do comércio mundial e a posição favorável dos termos de troca, diante do aumento do preço das commodities exportáveis que contribuíram para o equilíbrio na média da balança comercial entre 1968 e 1973, compensando os déficits comerciais significativos no biênio 1971-1972.

Porém, entre os anos de 1970 à 1973 houve uma moderada valorização real do câmbio que conforme afirmaram Modenesi *et al.* (2002, p.168) foi o resultado da estratégia de crescimento com poupança externa, ou endividamento em moeda estrangeira, pela qual passou a economia brasileira. A restrição externa estrutural devido ao aumento do preço do petróleo, deveria ser superada pelos influxos de capital estrangeiro, ou seja, com déficits em conta corrente. As entradas de capitais necessárias para financiar esses déficits apreciaram a taxa de câmbio num círculo vicioso, aumentando artificialmente os salários reais, à medida que o preço dos bens de consumo que são comercializáveis internacionalmente baixavam, logo o consumo seguiu na mesma direção, com a poupança interna diminuindo correspondentemente, o que implicou na elevada taxa de substituição de poupança doméstica pela externa. Isto se traduziu-se numa crise do balanço de pagamentos.

Os índices para taxa de câmbio efetivo real definiram um comportamento mais diversificado, por ser ponderada por pesos comerciais para uma cesta de moedas de quinze principais parceiros comerciais do Brasil. Entre 1968 e 1972, a taxa permaneceu dentro de uma faixa estreita (73,7 a 78,6) saltando em 1973 para 83,8 devido ao primeiro choque do petróleo neste ano.

A balança comercial foi equilibrada na média do período do milagre graças ao bom desempenho das exportações, registrando em exceção déficits no biênio 1971/1972, períodos imediatamente posteriores a valorização iniciada em 1970.

Acompanhando o crescimento elevado do PIB no período, as exportações e importações também tiveram crescimento vigoroso, a taxas acumuladas de 275% e 330% respectivamente. O crescimento das exportações foi liderado pelos bens manufaturados, com aumento do volume físico de 109%, enquanto a expansão das importações tiveram um crescimento em volume semelhante (177%) e nos preços de (54%) refletindo o estágio de desenvolvimento industrial brasileiro, quando o país

dependia externamente de bens de capital e insumos (principalmente, o petróleo e seus derivados), num modelo industrial voltado ao setor de bens de consumo duráveis, dentro de um modelo de substituição de importações (GAROFALO FILHO, 2002, p.50).

Contudo, o déficit em conta corrente saltou de US\$ 267 milhões em 1967 para US\$ 2,1 bilhão em 1973 que confirmaram a tendência do desequilíbrio, denotando que o milagre econômico no campo das contas externas só foi possível devido ao acentuado ingresso de recursos na conta capital. Um crescimento econômico através do endividamento externo, que elevou a dívida externa bruta de US\$ 3,4 bilhões para US\$ 14,9 bilhões entre 1968 e 1973. Para Giambiagi e Villela (2005, p.84) esse endividamento serviu para compensar a necessidade de financiamento do déficit em conta corrente, e permitiu em 1973, um nível de reservas cambiais na ordem de US\$ 6,4 bilhões quando em 1967 era somente de US\$ 0,2 bilhão.

Segundo Giambiagi e Villela (2005, p.76) a direção comum pelo qual passou a economia brasileira no período do milagre foi auxiliada também com uma política de endividamento com base numa política de captação de poupança externa que teve início com abertura financeira entre 1964-67. Esta política foi implementada ainda no governo Castello Branco que juntamente foi reforçada indiretamente pelos ajustes contínuos do câmbio, evitando desta maneira as expectativas futuras de grandes desvalorizações.

Portanto, entre 1968 e 1973, ainda antes de emergir a primeira crise do petróleo, existia no Brasil, no curto prazo, uma relativa folga no balanço de pagamentos. De acordo com Garofalo Filho (2002, p.31) “registrava-se uma aceleração com endividamento dentro dos padrões controláveis, fato este que se modificou ao longo do tempo, com o choque externo de 1973”. Neste tempo estourou a dupla vulnerabilidade externa (petróleo e bens de capital), inviabilizando o crescimento nos padrões do milagre, mostrando-se um grande desafio para o próximo governo que viria. Com a recuperação nas contas externas de um lado, porém com o aumento da dependência financeira como fruto da política de endividamento.

## 2.2 A ECONOMIA BRASILEIRA ENTRE 1974 E 1978

O período compreendido entre 1974 e 1978 sob o governo Geisel e a política econômica comandada pelo ministro Mário Henrique Simonsen, foi em grande parte herdado entre os anos de 1968 à 1973, devido ao supercrescimento dos cinco anos da fase do “milagre”. Segundo Garofalo Filho (2002) isto se refletiu num quadro de dependência externa em relação aos bens de capital e petróleo para atender as mudanças estruturais do setor industrial de bens de consumo duráveis, tornando o crescimento da economia mais dependente da capacidade de importar.

Com o impacto da crise do aumento dos preços do petróleo em 1973, os efeitos adversos foram terríveis, principalmente, na queda das relações de troca que conjuntamente com a redução das importações por parte dos países desenvolvidos em função da recessão mundial afetaram significativamente o balanço de pagamentos em 1974 em relação a 1973, como mostra o quadro abaixo: (TABELA 2)

TABELA 2 – BALANÇO DE PAGAMENTOS

	1973	1974	Aumento (%)
Importações de petróleo + derivados	0,7	2,8	300
Importações de matérias-primas	2,6	5,6	115
Importação das duas categorias	3,3	8,4	115
Balanço comercial: saldo	0,0	(4,7)	0
Conta corrente: saldo	1,7	(7,1)	318

FONTE: JOÃO PAULO DOS REIS VELOSO.

Esta situação inviabilizou a continuidade do crescimento no período do milagre. Entre 1974 e 1978 em função do aumento dos preços do petróleo a economia brasileira teve uma perda anual equivalente a 2,7% do PIB. A média da poupança externa captada, equivalente ao déficit em conta corrente até 1973 que era de 10% do investimento nacional, ou seja, de 2% do PIB, passou para 22% em 1974, ou 6,8% do PIB, portanto, mudando substancialmente o comportamento da dívida externa, com sua respectiva aceleração desde então.

### 2.2.1 O modelo de ajustamento externo no governo Geisel

O modelo de ajuste externo adotado no governo Geisel em 1974 foi de ajustamento estrutural. Materializado no II PND, contemplava um plano de investimentos públicos e privados conduzido entre 1974 a 1979. Os investimentos foram dirigidos aos setores, identificados em 1974, como “pontos de estrangulamento” que explicavam a restrição externa da economia brasileira

Segundo Giambiagi e Villela (2005, p.99-100) o II PND foi um ousado plano, no sentido, de ser um modelo de ajuste não recessivo, uma resposta heterodoxa à crise de 1974, que visou remover a restrição externa ao crescimento, através de políticas de substituição de importações e do aumento da capacidade de exportar.

A estratégia do modelo do governo Geisel contrariou a tendência convencional de aplicação de políticas recessivas num momento de crise, como viveu o Brasil e o mundo em 1974. Foi um erro de avaliação de política econômica de acordo com Garofalo Filho (2002), onde foi subestimada a gravidade da crise internacional. O governo optou por um ajuste externo alternativo, que na opinião dos críticos de plantão a opção deveria ter sido a recessão, mesmo as custas da redução do PIB e do emprego. E que ainda o aumento dos combustíveis não repercutisse em outros preços, como nos salários e até mesmo na taxa de câmbio.

## 2.2.2 A política cambial no governo Geisel

Analisando a tabela 3 a seguir, observa-se que a taxa de câmbio real entre 1974 à 1978 manteve a grande estabilidade do período anterior, porém oscilando menos. (85,6 e 87,9). (TABELA 3)

TABELA 3 – DESVALORIZAÇÃO, INFLAÇÃO E TAXA DE CÂMBIO REAL

	Desval. Nominal (por US\$) (%)	Brasil Inflação -IPA- (%)	EUA Inflação -IPA- (%)	Cz/dólar Taxa de Câmbio Real* (1980- 100)	Taxa do Câmbio Efet. Real** (1980-100)
1974	10,8	29,5	18,8	86,4	85,9
1975	19,7	27,2	9,2	87,9	83,5
1976	31,2	43,3	4,6	86,6	79,9
1977	32,5	42,5	6,1	85,6	79,7
1978	27,8	37,6	7,8	86,0	83,9

Fonte: Cálculo do autor com dados do *International Financial Statistics*.

\* Taxa de Câmbio Real entre o cruzado e o dólar, usando preços por atacado (1980 = 100).

Elevação do índice representa uma desvalorização.

\*\* Taxa do Câmbio Efetivo Real usando uma base móvel de pesos e preços por atacado.

Índice definido como unidades de cruzados por unidades de dívidas (1980 = 100).

\*\*\* Taxa acumulada de 1985 (média do ano) a junho de 1986.

ra (convém lembrar que o índice de preços externos aparece no numerador de REER). A elevação dos preços do petróleo causou deterioração nos termos de troca e não uma depreciação (ou apreciação) da moeda. É importante distinguir os dois efeitos.

Um elemento importante nos cálculos dos índices aqui reportados foi o uso das séries de taxa média de câmbio a par de mercado, calculadas pelo FMI e incluídas em seus tapes ou publicações mais recentes (FMI, IFS,

*Supplement on Exchange Rates*, 9). O uso destas séries permite o cálculo mais apropriado da taxa de câmbio efetiva especialmente para o final da década de 50, quando taxas de câmbio múltiplas coexistiam no Brasil.

A taxa de câmbio efetivo real (REER) em 1974 elevou-se em sete pontos em relação ao ano anterior, ocasionando uma depreciação cambial neste ano. Segundo Zini Jr. (1995) esta depreciação ocorreu pela política de minidesvalorizações para compensar a inflação internacional, em função da fase de acomodação aos novos preços do petróleo. Deste modo, pressionou-se os custos de produção nos países com dependência externa do insumo, que foram repassados aos preços para o consumidor. Isto fez a inflação alavancar.

Entre 1974 e 1977 o índice perdeu seis pontos percentuais, apresentando ano a ano valorização do câmbio, apesar do choque de oferta entre estes anos. A partir de 1974 houve forte entrada de petrodólares através do mercado financeiro internacional, financiando os déficits em conta corrente de países endividados, como o Brasil.

Mas já em 1975 as condições de crédito se tornaram favoráveis, com ampla liquidez no mercado externo e com recuo das taxas de juros internacionais, com prime rate declinando de 10,8% ao ano em 1974 para 6,8% em 1977, viabilizada pelo baixo nível das taxas reais de juros (negativas entre 1974 e 1977) no euromercado. Em 1978, o índice ganhou 3 pontos, desta vez havendo depreciação cambial, depois de quatro anos consecutivos de valorização (GIAMBIAGI; VILLELA, 2005, p.101)

Portanto, entre 1974 e 1978, o Brasil apresentou significativos déficits na conta corrente, tendo como fator importante, embora não o único, a elevação do preço do petróleo, em outubro de 1973, agravando o processo inflacionário mundial, com queda violenta das relações de troca, recessão mundial, com redução das importações dos países ricos com relação ao Brasil.

Para Garofalo Filho (2002) este forte impacto da queda das relações de troca com a retração das exportações, decorrentes da desaceleração da demanda externa, causou uma perda anual para o Brasil entre 1974 e 1978 de US\$ 2,9 bilhões, que correspondia a cerca de 2,7% do PIB.

Para o Brasil no período entre 1974 e 1978, quando houve queda nas relações de troca, a ação recomendada era uma política cambial onde ocorresse uma desvalorização real da moeda local (cruzeiro), que iria ajudar a elevar o valor das exportações, quando estes são preços elásticos, como ocorreu no Brasil na época, quando o país exportava basicamente commodities que tinham elasticidade de preço maior que a do petróleo (de demanda pouco elástica).

O que se verificou na época, de acordo com Giambiagi e Villela (2005, p.133) que os enormes déficits na conta corrente era um claro indício de uma taxa cambial desalinhada, quando por exemplo, em 1974 e 1975, embora a entrada líquida de capitais tenha sido elevada – US\$ 6 bilhões em média anual – foi insuficiente para financiar os déficits em conta corrente que estes anos acusaram US\$ 7,1 e US\$ 6,7 bilhões, respectivamente.

As decisões da política econômica deste período receberam muitas críticas, principalmente, a partir do segundo semestre de 1975, que priorizou um crescimento elevado, culminando num endividamento externo excessivo, que poderia ter sido evitado com políticas internas restritivas.

Outra crítica, foi com relação aos preços relativos, entre 1974 e 1978. Segundo Garofalo Filho (2002 p.41) (...) “se deveria ter realizado elevação real muito maior dos preços derivados de petróleo e grande desvalorização real da moeda nacional. O que se fez, no período, essencialmente, foi manter constante a taxa de câmbio efetiva real, em relação ao dólar, o que importava em desvalorização real média de 6% no período, em relação às moedas dos nossos sete principais parceiros comerciais. O estímulo de preço às exportações foi dado por incentivos fiscais, numa média de 40% acima do nível de 1973. Ao mesmo tempo, internalizaram-se, completamente, os brutais aumentos externos de preços do petróleo ocorridos, sem

quaisquer subsídios”. Este era o quadro econômico que o próximo governo teria como obstáculo a enfrentar.

### 2.3 A ECONOMIA E AS MEDIDAS DE AJUSTAMENTO EXTERNO ENTRE 1979 e 1981

O período compreendido entre 1979 e 1981 foi sob a presidência do general João Figueiredo com Simonsen na pasta da fazenda até agosto de 1979, quando assumiu em seu lugar no ministério, Delfim Netto que ficaria até 1984. O mercado internacional começava dar sinais de mudanças, com o aumento dos juros básicos americanos ainda em 1978 e no âmbito doméstico a inflação se acelerava. Diante desses fatos, Simonsen até então ministro do planejamento, adotou medidas de caráter restritivas e anunciou uma nova política cambial, com o objetivo de realizar desvalorizações reais da taxa de câmbio. Foram editadas as Resoluções 432 e 230 do Banco Central para compensar o impacto da nova política cambial sobre devedores em dólares. As duas resoluções, permitiram que as empresas e os bancos depositassem no Bacen as obrigações em dólares antes dos seus vencimentos, que na prática, era uma transferência do risco cambial na incerteza de futuras desvalorizações (GIAMBIAGI; VILLELA, 2005, P.108).

Com o segundo choque do petróleo, ainda em 1979, e suas consequências, exigiram do Brasil novas política de ajuste externo, que na visão de Simonsen, deveriam ser de caráter estritamente recessivas, gerando resistência e críticas que culminaram com a renúncia do ministro, sendo substituído por Delfim Netto em agosto de 1979.

Para Delfim Netto, o desequilíbrio externo era fruto do excesso de demanda e a solução seria obtida por uma combinação de ajustes de preços relativos -- a taxa de câmbio em especial para redirecionar a demanda em favor a produção interna e estimular as exportações – e o controle da absorção interna que foram adotadas através de uma política monetária restritiva visando conter o crédito. Em dezembro

de 1979, foi determinada uma maxidesvalorização cambial de 30% de ordem nominal.

Em 1980 foi estabelecida uma prefixação da desvalorização cambial, que de acordo com Garofalo Filho (2002) com objetivo de amenizar as consequências negativas da máxi, que não surtiu efeito sobre as expectativas dos agentes e do mercado, com o receio de novas maxidesvalorizações futuras.

As medidas adotadas em 1980 foram voltadas para a correção da deterioração na balança comercial e o consequente ajuste gradual das contas externas, num modelo de ajuste que pretendeu ser recessivo no biênio 1979/80, mediante a continuidade de políticas de estímulo à exportação com programas de substituição de importações.

Pelo lado do comércio foram instituídas a Resolução nº 596 que determinou que a alíquota do imposto de exportação incidisse sobre o valor FOB. Na prática, para Giambiagi e Villela (2005, p.108-110) a política de ajustes de preços relativos não surtiu efeitos pois a aceleração rápida da inflação corroía os aumentos a cada rodagem da correção dos desalinhamentos. Entre 1979 e 1980 o PIB cresceu em média cerca de 8%, evitando desta maneira o processo recessivo, muito em função do aumento das exportações e do crescimento inercial puxado pelos investimentos públicos e privados do II PND, que estavam sendo finalizados.

De acordo com Garofalo Filho (2002) diante do insucesso estratégico de ajuste inicial nos anos de 1979-80, em 1981, levou o governo a adotar um modelo de ajuste explicitamente recessivo, como forma de reduzir a absorção interna. Procurou-se incentivar ainda mais as exportações, aperfeiçoando os dispositivos legais em vigor, e por outro lado, o das importações, o de alcançar uma maior racionalidade, mediante o controle direto dos gastos públicos, quando, por exemplo, foi fixado um teto de US\$ 3,6 bilhões para as importações através das estatais.

Em janeiro de 1981, foi estabelecida a Resolução nº 674, que instituiu um programa de financiamento à produção para exportação e em abril foi restabelecida a prática do crédito-prêmio do IPI, suspensa desde a maxidesvalorização de 1979.

Assim neste ano evitou-se uma política cambial de desvalorizações, que desestimularia a captação de recursos no exterior, influenciando nas expectativas de novas desvalorizações.

O centro das atenções, portanto, conforme argumentou Giambiagi e Villela (2005) passou a ser a política monetária restritiva, com juros reais elevados, como forma de reduzir a déficit em conta corrente e de ser uma política atrativa de capital estrangeiro para financiar o mesmo déficit e de dar limites quantitativos ao crédito interno como forma de controle da absorção interna.

Esses instrumentos de política econômica foram utilizados segundo as necessidades de obtenção de moeda estrangeira. Assim, em 1981, registrou-se crescimento recorde de influxo de capital estrangeiro sob as formas, principalmente, de empréstimos sob o regime da Lei n. 4131 e da Resolução nº 63 por meio dos tetos impostos às operações de crédito. Tudo isso, com a intenção de honrar os compromissos externos diante da situação do balanço de pagamentos e do endividamento externo (GAROFALO FILHO, 2002 p.83).

Contudo, a política monetária restritiva, gerou forte recessão no período de 1981 à 1983 que aliada aos efeitos estruturais do II PND, reverteu os déficits que caracterizaram a balança comercial durante a década de 70. Mas estes resultados não amenizaram a perda das reservas internacionais pelo aumento das despesas com renda, em função das altas taxas de juros internacional (GIAMBIABI; VILLELA,2005, p.110)

### 2.3.1 O setor externo entre 1979 e 1981

Considerando os componentes da conta corrente do balanço de pagamentos entre 1979 e 1981, do lado da balança comercial, as exportações brasileiras cresceram à impressionante média de 22,7% no período, apesar do conturbado contexto econômico internacional de recessão mundial após choque do petróleo em 1979, sendo que a composição da pauta foi de elevação dos produtos

manufaturados que atingiu cerca de 50% do valor total das exportações em 1981, beneficiada pela política de investimentos nesse setor a partir da primeira crise do petróleo.

Por outro lado, as importações aumentaram em média 17,3% ao ano no período analisado, passando de US\$ 13,7 bilhões em 1978 para US\$ 22,1 bilhões em 1981. Este resultado deveu-se a grande elevação dos gastos com importação com a compra de petróleo quando o preço médio pago por barril passou de US\$ 12,40 em 1978 para US\$ 34,60 em 1981, mas em termos de volume houve declínio nas importações, passando de um milhão de barris/dia em 1979 para 841 mil em 1981, quando aumentávamos a produção interna do produto pelo modelo de desenvolvimento por substituição de importações (GAROFALO FILHO, 2002, p.66).

Segundo Zini Jr. (1995) o segundo choque do petróleo com a recessão nos países industrializados causou uma maior e nova queda nas relações de troca em razão do comportamento desfavorável dos preços de exportação. Os termos de troca caíram continuamente durante todo o período quando o índice caiu 29 pontos percentuais entre 1979 e 1982, atingindo em 1981 valor 36% menor que em 1978.

Com relação à balança de serviços, houve grande elevação dos encargos sobre a dívida externa com pagamento de juros a taxas flutuantes desde 1973, que cresceram cerca de 240% entre 1979 e 1981. As despesas líquidas com juros que representaram 44% do déficit total da conta de serviços, passaram a corresponder cerca de 70%. Assim, parte importante da elevação das despesas com juros deveu-se sobretudo ao aumento da própria dívida externa líquida no período que foi cerca de 70% (GAROFALO FILHO, 2002, p.67-70).

No caso do balanço em transações correntes, houve déficits entre 1979 e 1981, porém, com uma pequena redução em 1981 que foi de US\$ 11,7 bilhões ante ao valor de US\$ 12,8 bilhões e US\$10,7 bilhões em 1979 e 1980, respectivamente, resultado decorrente do comportamento favorável da balança comercial em 1981, com superávit de US\$ 1,2 bilhão em comparação aos déficits de US\$ 2,8 bilhões no biênio anterior (1979 e 1980). Embora o resultado favorável do ano de 1981 em relação ao ano anterior tenha sido de US\$ 4 bilhões, a melhoria nas transações

corrente foi de apenas US\$ 1,1 bilhão, em função do déficit de conta de serviços que cresceu cerca de US\$ 3 bilhões em 1981 em relação a 1980, anulando substancialmente o resultado da balança comercial, devido aos encargos externos pela elevação da taxa de juros internacionais que representou acréscimos progressivos nas despesas líquidas de juros pagas pelo Brasil, que em 1981 atingiu cerca de US\$ 9,2 bilhões, dos cerca de US\$ 13 bilhões de déficits na conta de serviços, resultado do crescimento significativo que a dívida experimentava na época a taxa de juros flutuante em ascensão.

No que diz respeito à conta de capitais entre 1979 e 1981, no biênio 79/80, há uma diminuição ingresso líquido de recursos em relação ao ano de 1978 com aumento desta captação em 1981 como mostra a Tabela 4 abaixo.

TABELA 4 - CONTA DE CAPITAIS (US\$/MILHÕES)

	1978	1979	1980	1981
Total	11.891	7.657	9679	12.773
Investimentos (líquido) *	2.047	2.212	1.532	2.326
Empréstimos + Financiamentos**	15.168	11.830	13.157	16.689
Amortizações	-5.324	-6.385	-5.010	-6.242

\* inclusive reinvestimentos

\*\* Inclusive capitais de curto prazo e outros capitais.

FONTE: (BC, Análise do Setor Externo, p. 27.)

O ano de 1979, segundo Garofalo Filho (2002) foi um ano negro para o influxo de capital externo, fruto da crescente desconfiança dos investidores e emprestadores internacionais. A captação de poupança externa caiu para US\$ 7,7 bilhões, ou seja, queda de 35,6% em relação ao ano de 1978, sendo que parcela do déficit em conta corrente teve que ser coberta por perda de reservas internacionais.

Em 1980 houve nova redução das reservas internacionais quando o ingresso de capitais de US\$ 9,7 bilhões foi insuficiente para compensar o déficit em conta corrente de US\$ 12,8 bilhões. Somente em 1981 com o fluxo líquido de US\$ 12,8 bilhões cobriu o déficit em conta corrente daquele ano, devido, principalmente a grande captação que as instituições financeiras nacionais realizaram no mercado externo. Isso foi devido a limitação dos empréstimos bancários internos e pelo

modelo explicitamente recessivo de política monetária contracionista com juros reais elevados, com o objetivo de redução de absorção interna aplicado em 1981, que fez com que as empresas (inclusive as nacionais) recorressem ao mercado internacional de capital, em busca de juros menores como mostra o quadro 6 a seguir.

Desta maneira a política monetária contracionista ganhava o foco como instrumento de restrição ao crédito interno para reduzir o déficit em conta corrente e atuaria também como mecanismo de política cambial ao estimular a captação de poupança externa. (TABELA 5)

TABELA 5 - RESERVAS/IMPORTAÇÕES (US\$ MILHÕES)

Ano	Importações Média Mensal (1)	Saldo das Reservas Em 31/12* (2)	Coefficiente Reservas/ Importações (3=2/1)
1978	1.140	11.895	10,43
1979	1.507	9.689	6,43
1980	1.913	6.913	3,61
1981	1.841	7.507	4,08

\* Conceito de liquidez internacional das autoridades monetárias (FMI).  
FONTE: (BC, Análise do Setor Externo, p. 28.)

Fechando com o balanço de pagamentos, a tabela 6 abaixo indica déficits de US\$ 3,2 bilhões em 1979 e US\$ 3,5 bilhões em 1980, voltando a registrar pequeno superávit em 1981. (TABELA 6)

TABELA 6 - BALANÇO DE PAGAMENTOS (US\$ MILHÕES)

	1978	1979	1980	1981
Transações correntes	-6.990	-0.742	-12.807	-11.734
Capitais	11891	7.657	9.679	12.773
Erros e omissões	-639	-130	-344	-414
Resultado do Balanço de pagamentos	4.262	-3.215	-3.472	625

FONTE: (BC, Análise do Setor Externo, p. 28.)

### 2.3.2 A política cambial entre 1979 e 1981

O ano de 1979 no que diz respeito a taxa de câmbio efetiva real (REER) em relação a 1978, ganhou cerca de dez pontos, acusando nova depreciação. No segundo semestre de 1979, ainda sob o impacto do primeiro choque do petróleo (1973/74), segundo Zini Jr. (1995), a economia mundial passou por uma nova fase de aumento dos preços do insumo, desta vez, em razão das incertezas quanto à sua oferta, que conjuntamente com a elevação da taxa de juros americana, aumentou os encargos sobre a dívida externa, impondo novas condições de ajustamento da economia brasileira.

Os reflexos sentidos nos países menos desenvolvidos e não exportadores de petróleo, entre eles o Brasil, se repetiram aos efeitos do primeiro choque, ou seja, deterioração nas relações de troca, déficit em conta corrente em função de maiores gastos líquidos com a importação do óleo, aumentando os déficits na balança comercial. Concomitantemente a estes fatos adversos, além do impacto sobre o balanço de pagamentos, o aumento do preço do petróleo em 1979, gerou fortes pressões inflacionárias pela elevação dos custos de produção do insumo fóssil. Para combater a inflação e reverter as expectativas sobre ela, os países industrializados em geral, entre eles os Estados Unidos, adotaram como pilar principal, o instrumento de política monetária restritiva através de altas taxas de juros. Esses aumentos ultrapassaram o crescimento da taxa da inflação, transformando-se, assim, em taxas reais de juros excessivamente positivas, quando a prime rate americana elevou-se de 12% à 16% ao ano até o segundo semestre de 1980 (MOFFITT, 1984).

As altas taxas de juros reais americanas se tornaram atrativas em aplicações financeiras daquele país, fazendo com que uma enxurrada de dólares migrassem para os Estados Unidos, contribuindo para o fortalecimento do dólar nos mercados de câmbio mundial. Segundo Moffitt (1984) as moedas nacionais fora do mercado americano desvalorizaram-se, constituindo num forte fator inflacionário, principalmente em 1981 e 1982, inclusive no Brasil, afetando o comércio exterior para o Brasil - cuja a taxa de câmbio é atrelada primordialmente ao dólar americano, tendo que o país, em dezembro de 1979, promover uma forte desvalorização do

cruzeiro em 30% em valor nominal em relação ao dólar, a chamada maxidesvalorização. A intenção foi de promover uma desvalorização real, para assegurar algum grau de competitividade às nossas exportações, quando o índice de taxa de câmbio efetivo real teve um ganho de sete pontos e meio como mostra a tabela 7 abaixo:

TABELA 7 – DESVALORIZAÇÃO, INFLAÇÃO E TAXA DE CÂMBIO REAL

	Desval. Nominal (por US\$) (%)	Brasil Inflação -IPA- (%)	EUA Inflação -IPA- (%)	Cz/dólar Taxa de Câmbio Real* (1980-100)	Taxa do Câmbio Efet. Real** (1980-100)
1979	49,0	55,9	12,5	99,3	92,5
1980	95,6	106,4	14,1	100,0	100,0
1981	76,7	108,2	9,1	92,7	85,4

Fonte: Cálculo do autor com dados do *International Financial Statistics*.

\* Taxa de Câmbio Real entre o cruzado e o dólar, usando preços por atacado (1980 = 100).

Elevação do índice representa uma desvalorização.

\*\* Taxa do Câmbio Efetivo Real usando uma base móvel de pesos e preços por atacado.

Índice definido como unidades de cruzados por unidades de dívidas (1980 = 100).

\*\*\* Taxa acumulada de 1985 (média do ano) a junho de 1986.

ra (convém lembrar que o índice de preços externos aparece no numerador de REER). A elevação dos preços do petróleo causou deterioração nos termos de troca e não uma depreciação (ou apreciação) da moeda. É importante distinguir os dois efeitos. Um elemento importante nos cálculos dos índices aqui reportados foi o uso das séries de taxa média de câmbio a par de mercado, calculadas pelo FMI e incluídas em seus *tapes* ou publicações mais recentes (FMI, IFS, *Supplement on Exchange Rates*, 9). O uso destas séries permite o cálculo mais apropriado da taxa de câmbio efetiva especialmente para o final da década de 50, quando taxas de câmbio múltiplas coexistiam no Brasil.

### 2.3.2.1 A maxidesvalorização cambial de dezembro de 1979

Além da forte desvalorização do cruzeiro em 30% nominal em relação ao dólar americano, o governo brasileiro desistindo da política gradualista das minidesvalorizações, decidiu pela eliminação do crédito prêmio do IPI e do depósito prévio sobre as importações (GAROFALO FILHO, 2002, p.72).

Essas medidas, porém, não tiveram os efeitos esperados sobre a captação de poupança externa. Houve um impacto psicológico negativo criado sobre os tomadores, na expectativa de uma nova maxidesvalorização. O mercado se encontrava confuso, quando os agentes fugiram do real em favor do dólar, provocando a maior maxidesvalorização cambial da história econômica brasileira.

### 2.3.2.2 A prefixação da desvalorização cambial em 1980

Em 1980, com o intuito de amenizar as consequências negativas da “máxi” de 1979 e influenciar os agentes econômicos quanto as expectativas inflacionárias, o governo promoveu as correções monetária e cambial, em 45% e 40%, respectivamente, já que o desequilíbrio externo sequer foi amenizado pela nova política cambial de 1979. Segundo Giambiagi e Villela (2005, p.109) a maxidesvalorização não se materializou em desvalorização real do câmbio, porque foi corroída pelo rápido aumento da inflação. No ano de 1980, também a taxa de inflação superou amplamente a prefixação da desvalorização cambial daquele ano, levando a taxa de câmbio real até piores níveis que antecederam a forte desvalorização de 1979. Portanto, um erro de política econômica, que levou o mercado à expectativa de nova maxidesvalorização, diante o ceticismo desta política, pois a inflação vinha em espiral ascendente.

Assim, no terceiro trimestre de 1980, como destacou Zini Jr.(1995), a política foi novamente revertida, com a aceleração das minidesvalorizações, com vistas a diminuir a sobrevalorização do cruzeiro. Isto possibilito uma pequena desvalorização real frente ao dólar americano. Em 1981 o índice caiu 14,6 pontos percentuais, mas tendo em vista a contínua valorização do dólar, os efeitos positivos da desvalorização real do cruzeiro frente ao dólar foram praticamente anulados novamente como demonstra a tabela 8 abaixo.

TABELA 8 - POLÍTICA CAMBIAL 1979/1981

	1979	1980	1981
1) Desvalorização do Cruzeiro em relação ao dólar	103,70%	54,10%	95,10%
2) Inflação brasileira (IGP-DI)	77,20%	110,20%	95,20%
3) Inflação nos EUA (preços ao consumidor)	11,30%	13,50%	10,40%
4) Variação da taxa de câmbio efetiva – Considerando as moedas dos parceiros Comerciais do Brasil (US\$, f, Y, DM, F, Lt, SwFr, f.	103%	50,10%	73,00%

FONTE: (BC, Análise do Setor Externo (DEPEC/FGV/IBRE/CME), p.30.

Por fim, segundo Giambigi e Villela (2005) a política cambial de 1979 a 1981, cuja a característica principal foi a manutenção sistemática das minidesvalorizações cambiais, com a exceção da maxidesvalorização de 1979 e da prefixação da correção do câmbio em 1980, a sobrevalorização do cruzeiro não foi eliminada. Este fato exigiria nos anos seguintes, novos ajustes na taxa de câmbio, através de uma política cambial mais agressiva que foi evitada entre 1979 e 1981 pelo “medo” dos efeitos inflacionários, considerando o caráter fortemente indexador de nossa economia e por conta da política de crescimento com endividamento através da captação de capital externo que seria desaconselhado uma desvalorização mais acentuada do cruzeiro.

### 2.3.3 A POLÍTICA CAMBIAL ENTRE 1981 E 1983

A taxa de câmbio efetiva real em 1982 perdeu 4 pontos, saindo de 85,4 em 1981, para 81,4, com o índice voltando aos níveis de meados da década de 70. Assim foram necessários novos ajustamentos devido ao ápice da crise da dívida externa que atingiu o Brasil e a América Latina como indica a tabela 9 abaixo (ZINI JR. 1995)

TABELA 9 – DESVALORIZAÇÃO, INFLAÇÃO E TAXA DE CÂMBIO REAL

	Desval. Nominal (por US\$) (%)	Brasil Inflação -IPA- (%)	EUA Inflação -IPA- (%)	Cz/dólar Taxa de Câmbio Real* (1980-100)	Taxa do Câmbio Efet. Real** (1980-100)
1981	76,7	108,2	9,1	92,7	85,4
1982	92,8	92,0	2,0	94,3	81,4
1983	221,4	168,3	1,3	114,8	97,8

Fonte: Cálculo do autor com dados do International Financial Statistics.

\* Taxa de Câmbio Real entre o cruzado e o dólar, usando preços por atacado (1980 = 100).

Elevação do índice representa uma desvalorização.

\*\* Taxa do Câmbio Efetivo Real usando uma base móvel de pesos e preços por atacado. Índice definido como unidades de cruzados por unidades de dívidas (1980 = 100).

\*\*\* Taxa acumulada de 1985 (média do ano) a junho de 1986.

ra (convém lembrar que o índice de preços externos aparece no numerador de REER). A elevação dos preços do petróleo causou deterioração nos termos de troca e não uma depreciação (ou apreciação) da moeda. É importante distinguir os dois efeitos. Um elemento importante nos cálculos dos índices aqui reportados foi o uso das séries de taxa média de câmbio a par de mercado, calculadas pelo FMI e incluídas em seus tapes ou publicações mais recentes (FMI, IFS, Supplement on Exchange Rates, 9). O uso destas séries permite o cálculo mais apropriado da taxa de câmbio efetiva especialmente para o final da década de 50, quando taxas de câmbio múltiplas coexistiam no Brasil.

De acordo com Bresser Pereira e Velloso (1990) a inflação nos Estados Unidos era enfrentada com uma política monetária contracionista, alavancando a elevação dos juros e recessão nos EUA, nos países da OECD e claro no Brasil, que se estendeu de 1981 à 1983. A valorização do dólar agravou a sobrevalorização do cruzeiro, invertendo ainda mais as relações de troca contra o Brasil, afetando nossas exportações de produtos primários.

A taxa internacional de juros nos penalizou, porque a dívida externa já era gigante, quando o serviço da dívida equivalia a 7% do PIB e consumia 91% da renda de exportação, representando 80% das necessidades de financiamento da balança de pagamentos. Isto denotou uma crise sincrônica em todos os países latino americanos que nos fez perder exportações para essa área.

Diante dos riscos atribuídos aos países endividados, como o Brasil, especialmente depois da moratória do México em setembro de 1982, os juros altos praticados domesticamente com o intuito de atrair recursos externos, foram insuficientes como mecanismo de incentivo aos investidores estrangeiros. Desse modo, o país teve que recorrer as reservas cambiais para honrar seus compromissos financeiros, estas chegaram a equivaler a 2,5 meses de importação (GOLDENSTEIN,1986).

Frente a todos estes fatos adversos, segundo Giambiagi e Villela (2005, p.111) o Brasil procurou o Fundo Monetário Internacional (FMI) em fins de 1982, diante das dificuldades que se instalaram pela crise da dívida latino americano. Obteve-se do Fundo e da Comunidade Financeira Internacional uma série de empréstimos de curto prazo - os empréstimos-ponte - num total líquido de US\$ 3 bilhões, destinados a fortalecer nossas reservas, para manter um nível mínimo de liquidez.

Em 1983, o governo brasileiro estabeleceu desvalorizações cambiais a uma taxa mensal de um ponto percentual, em média, acima da taxa de inflação, que resultou no final do ano, em desvalorizações reais acima de 13%. O intuito foi de compensar a valorização efetiva real do cruzeiro, ocorrida em 1982, que saiu de uma taxa de 85,4 em 1981 para 81,4 em 1982, além de tentar aliviar a defasagem cambial originada pela prefixação desde 1980.

Segundo Garofalo Filho (2002) no entanto, o pífio desempenho das exportações brasileiras, ao final de 1982 e no início de 1983, associado a contínua tendência de valorização do dólar americano, obrigou o governo a adotar medidas mais enérgicas com relação à política cambial.

#### 2.3.3.1 A maxidesvalorização Cambial de 1983

Foi quando, em 21 de fevereiro de 1983, a moeda nacional brasileira foi desvalorizada em 30% em relação ao dólar EUA – uma nova maxidesvalorização.

Dessa vez, resultou em desvalorização real de 16,4 pontos, com consequências negativas sobre a inflação que saltou de 92% ao ano em 1982 para 168,3% em 1983.

Nesse período, a relação dívida/exportações cresceu acentuadamente, pela elevação da taxa de juros já citada, e pela estagnação das exportações. De acordo com Garofalo Filho (2002) com a desvalorização do cruzeiro, em 1983, foi produzido pela primeira vez um superávit comercial acima de seis bilhões de dólares, ultrapassando a meta fixada em outubro de 1982 na programação do setor externo.

Após a maxidesvalorização, o governo decidiu manter o regime de minidesvalorizações, com reajustes mensais indexada no mínimo igual ao índice de inflação. Também reduziu as alíquotas do IOF nos pagamentos de bens e serviços de 25% para 15% e estabeleceu um imposto de importação sobre alguns produtos primários.

Todas essas medidas com o intuito de manter fixas as taxas reais de câmbio antes estabelecidas. Segundo Batista Jr. (1988) fazia parte do acordo com o FMI não só a manutenção da taxa real, pela desvalorização nominal, como a redução de subsídios fiscais e creditícios à exportação. A maxidesvalorização de 1983, permitiu manter uma taxa de câmbio mais favorável e também beneficiou o governo com o uso do imposto de exportação dos produtos beneficiados com o ajuste cambial.

A partir de fevereiro de 1983, o Brasil, diante do nível operacional mínimo disponível em moeda estrangeira, passou a atrasar pagamentos com o exterior, a fim de aliviar a situação de caixa, que foi apenas temporário. Em 14 de março, o país voltou a registrar atrasados crescentes.

De acordo com Garofalo Filho (2002, p.123-127) a persistência de atrasos de coberturas cambiais, provocou distorções no mercado de câmbio, inibindo o fluxo de divisas para o Banco Central do Brasil. O setor privado passou a absorver praticamente toda disponibilidade de divisas no mercado de câmbio, mantendo seus pagamentos com o exterior em dia, enquanto o setor público atrasava suas obrigações, principalmente, através das empresas estatais.

A deterioração do fluxo de caixa do Banco Central, chegou ao final de julho de 1983 forçando o banco centralizar as compras de câmbio, mas de caráter temporário, o que significou um retrocesso em termos de mercado. A solução para o impasse, foi a promulgação da Revolução nº 851, de julho de 1983, que resguardou as empresas brasileiras, públicas e privadas, das eventuais pressões que poderiam estar sujeitas no exterior pelos atrasos de seus compromissos advindos da insuficiência de liquidez do país.

Desse modo o país começaria o ano de 1984 com perspectivas positivas acerca de sua política econômica doméstica e com indícios favoráveis no comércio externo, face a tendência de recuperação da economia internacional.

#### 2.4 A POLÍTICA CAMBIAL NO BIÊNIO 1984/1985

Em 1984, o quadro econômico internacional se alterava, iniciando uma fase de recuperação mundial, com a economia brasileira seguindo esta tendência, embora a inflação continuasse muito elevada – chegando ao índice de 236,2% ao final do ano de 1984. Segundo Bresser Pereira e Velloso (1990, p.257) foi uma recuperação puxada, primordialmente, pelo crescimento das exportações derivada da desvalorização cambial em termos reais do início de 1983, que recompusera a competitividade de nossa indústria no exterior e também da própria recuperação da economia mundial.

No caso das importações, houve uma queda de quase 10%, fruto, principalmente, do ajuste externo no período 1981-83, motivada pela recessão interna. Por outro lado, o coeficiente de importação da indústria que era de 12% em 1979/1980, reduziu-se para 7% em 1984, mostrando que o país estava concluindo o processo de substituição de importações iniciado na década de 30. (GIAMBIAGI; VILLELA, 2005, P.112)

O ajuste externo de 1984, caracterizou-se como parte do ajuste recessivo implementado a partir de 1981. Segundo Garofalo Filho (2002, p.153) com as contas

externas equilibradas devido ao superávit comercial desse ano, e a centralização dos pagamentos e um elevado grau de ociosidade, o país voltava a crescer – com o crescimento real do PIB chegando a 5,4% --, por meio da demanda externa, puxado, significativamente, pela expansão da economia americana.

Portanto, em 1984, a taxa de câmbio efetiva real do Brasil caiu seis pontos, devido à apreciação do dólar neste ano, e manteve mais ou menos neste nível até meados de 1986, como demonstra a tabela 10 abaixo. Ademais, que no ano de 1984, se caminhava para um processo de redução gradativa dos intervalos de desvalorização nominal da taxa, frente a um processo de crescente inflação, concretizando-se rapidamente ao processo de minidesvalorização diária, com o intuito da manutenção da taxa fixa real.

TABELA 10 – DESVALORIZAÇÃO, INFLAÇÃO E TAXA DE CÂMBIO REAL

	Desval. Nominal (por US\$) (%)	Brasil Inflação -IPA- (%)	EUA Inflação -IPA- (%)	Cz/dólar Taxa de Câmbio Real* (1980-100)	Taxa do Câmbio Efet. Real** (1980-100)
1984	220,3	236,2	2,4	111,9	91,1
1985	235,5	228,9	-0,4	113,6	92,2

Fonte: Cálculo do autor com dados do *International Financial Statistics*.

\* Taxa de Câmbio Real entre o cruzado e o dólar, usando preços por atacado (1980 = 100).

Elevação do índice representa uma desvalorização.

\*\* Taxa do Câmbio Efetivo Real usando uma base móvel de pesos e preços por atacado.

Índice definido como unidades de cruzados por unidades de dívidas (1980 = 100).

\*\*\* Taxa acumulada de 1985 (média do ano) a junho de 1986.

ra (convém lembrar que o índice de preços externos aparece no numerador de REER). A elevação dos preços do petróleo causou deterioração nos termos de troca e não uma depreciação (ou apreciação) da moeda. É importante distinguir os dois efeitos. Um elemento importante nos cálculos dos índices aqui reportados foi o uso das séries de taxa média de câmbio a par de mercado, calculadas pelo FMI e incluídas em seus *tapes* ou publicações mais recentes (FMI, IFS, *Supplement on Exchange Rates*, 9). O uso destas séries permite o cálculo mais apropriado da taxa de câmbio efetiva especialmente para o final da década de 50, quando taxas de câmbio múltiplas coexistiam no Brasil.

De acordo com Zini Jr. (1995, p.119) o comportamento da taxa de câmbio efetiva real em 1985 manteve praticamente o mesmo patamar do ano anterior, com a inflação mantendo a tendência de alta - 228,9% ao ano – o mesmo seguiu com a taxa de câmbio real entre o cruzeiro e o dólar. Em função da recuperação das contas externas entre 1983 e 1984, as reservas cambiais alcançaram um índice elevado de US\$ 11,6 bilhões em 1985, reflexo do momento favorável de queda da taxa de juros internacional e do preço do petróleo, com o dólar desvalorizando-se em relação ao lene e as moedas europeias.

Um caso interessante ocorrido no Brasil em 1985, conforme argumentou Garofalo Filho (2002) na relação entre a variação cambial e a inflação. É que a diferença entre variação na taxa de câmbio e os índices de inflação não refletiram na decisão de valorização da moeda, pois as desvalorizações basearam-se nas expectativas inflacionárias, que nem sempre se confirmaram. Na prática, o número final da inflação de um período, só era conhecido, no último dia útil deste período e até, às vezes, dias depois. O certo, é que houve “receio” do Banco Central em promover variações cambiais acima da expectativa dos institutos vez que, se o fizesse, estaria sinalizando um aumento maior que, por certo, acabaria se confirmando.

Sendo assim, acumulavam-se defasagens cambiais que se agravariam a partir de 1986 com a implementação dos planos de estabilização econômico de natureza heterodoxa, até 1991.

### **3 OS PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO ENTRE 1986 E 1991**

No período compreendido entre 1986 à 1991, foram adotados no Brasil cinco planos de estabilização, baseados na proposta do choque heterodoxo de Francisco Lopes, com intuito da eliminação do processo inflacionário inercial, com a qual convivia a economia brasileira, quando a inflação atingira 235% ao final de 1985. Nenhum desses planos logrou êxito no controle da inflação.

Entretanto, este capítulo tem por objetivo analisar a política cambial aplicada nestes cinco planos. Começando pelo Plano Cruzado, que teve congelamento do câmbio em fevereiro de 1986, no início do plano, até a volta das minidesvalorizações em novembro do mesmo ano, passando pelo Plano Bresser de 1987, onde a taxa de câmbio não foi congelada, porém decretada nova desvalorização de 8,5%. Será ainda objeto de estudo, a política cambial no “pacote econômico Feijão com Arroz”, durante 1988, que manteve o padrão de desvalorização acompanhando o ritmo da inflação, o Plano Verão, que realizou um pequeno ajuste, desvalorizando o câmbio, para que nova moeda fosse equivalente ao dólar, na paridade 1:1 quando a partir daí ficando congelada (fixa). E por último, serão analisadas as taxas de câmbio nos planos Collor I e Collor II, nos anos de 1990 e 1991, respectivamente. Como forma de complemento da análise do período em estudo, serão abordados de forma sucinta outros aspectos de política econômica – via fiscal e monetária- bem como uma breve digressão histórica no contexto econômico do período.

### 3.1 O PLANO CRUZADO

O Plano Cruzado foi adotado no segundo ano do governo Sarney, em 28 de fevereiro de 1986, como a primeira tentativa de política de estabilização heterodoxa de combate à inflação. Foi inspirado na proposta do “choque heterodoxo” elaborado por Francisco Lopes, que resultou em explosão de consumo, desabastecimento, ágio – com a criação do mercado paralelo – explosão do dólar no paralelo. Tudo isso, segundo Giambiagi e Villela (2005, p.124) como reflexo do congelamento dos preços, dos salários e da taxa de câmbio, tendo como consequência a crise externa que culminou em nova moratória internacional no início de 1987.

O conteúdo do plano de estabilização, sob o comando do ministro da fazenda Dílson Funaro, continha três grandes grupos de medidas. Primeiro, a desindexação da economia, quando todas as obrigações financeiras continuaram a ser denominadas na moeda velha (cruzeiro), que era desvalorizada diariamente em relação ao cruzado, seguindo uma tablita de conversão. Segundo, a Reforma Monetária, onde ficou estabelecido o cruzado, como novo padrão monetário

nacional, à paridade de CR\$ 1000= CZ\$ 1. Terceiro, os preços de todos os produtos ficaram congelados a partir de 28 de fevereiro de 1986 e a taxa de câmbio sendo fixada no dia anterior ao anúncio do plano, funcionando como uma âncora nominal para a estabilidade de preços (MAKSOU,1987).

O ponto positivo do plano, de acordo com Garofalo Filho (2002, p.175) refletiu-se no aumento real da renda, em consequência do congelamento do salário no pico, quando a maioria dos produtos congelados não estavam no pico ou em decorrência do tabelamento, que tiveram seus preços rebaixados. O aumento da renda real, ocasionou automaticamente no aumento do poder aquisitivo (de compra) da população, que estimulou o consumo, o mesmo acontecendo com o investimento e, por consequência, num forte impacto da demanda agregada e do nível de empregos, elevando mais a demanda. Tudo isso somado com a abertura das importações - mesmo que parcial num contexto de reduzido crédito internacional - deterioraram os números do balanço de pagamentos, exaurindo as reservas internacionais que obtivemos às custas da recessão entre 1981 e 1983, e da expansão das exportações no biênio 84-85.

### 3.1.1 A política cambial no Cruzado

Sob outro espectro, o congelamento do câmbio, aliado a existência de inflação interna – decorrente do sobrepreço no mercado paralelo e da descontrolada expansão da oferta monetária – reduziu-se o poder de competição das exportações brasileiras desequilibrando a relação câmbio/ salários.

Quando os previstos pela oposição ao governo eram de perspectivas de recessão, do desemprego e do arrocho salarial, ocorreu exatamente o contrário nos primeiros anos de 1986, com o Cruzado

A aceleração do consumo gerou a expansão do emprego mas que se deu numa demanda já aquecida, e com o nível de utilização da capacidade de produção superior a 80%, e mais o aumento da renda real dos trabalhadores, ocasionou um

descompasso entre setor produtivo que não conseguiu acompanhar essa “demanda turbinada” e nem aumentar a capacidade de produção. Segundo Garofalo Filho (2002, p.175-179) isso devido, de um lado, pelas incertezas e pela desconfiança quanto a ruptura do modelo determinado pelo Plano Cruzado, pois cresciam as apostas de desvalorização cambial e o fim do congelamento, e por outro lado, com a prática do ágio, o aumento no nível geral de preços, não era captado nos índices da inflação. Como o ágio existia em toda cadeia produtiva, impactava de forma real, porém não oficial, os custos da empresa, que em combinação com a taxa de câmbio congelada e o expressivo aumento da demanda interna, ocorreu drástica redução da capacidade exportadora do país. Além disso, quem dispunha de recursos legais para investimento, não conseguia obter rentabilidade que repusesse a “inflação mascarada” existente, num contexto de juros reais negativos.

Logo se tornou claro, de acordo com Giambiagi e Villela (2005, p.127) “que o governo tinha provocado uma expansão exagerada da oferta de moeda. As taxas de juros se tornaram negativas e ocorreu um processo de valorização expressiva dos ativos financeiros”.

O congelamento e o tabelamento característicos do Plano Cruzado não perdoaram a taxa de câmbio, ocorrendo um pequeno ajuste em outubro. A intenção da equipe econômica do governo era sinalizar que o câmbio não estava formalmente congelado, como estivera realmente desde o lançamento do plano (GAROFALO FILHO, 2002).

#### 3.1.1.1 A volta das minidesvalorizações cambiais

Diante de uma demanda superaquecida, começaram a surgir sinais de desabastecimento da economia, tendo que o governo recorrer às importações. Nos primeiros meses do Cruzado, os superávits permaneceram, assim como nos anos de 1984 e 1985. Mas essa situação se alterou no segundo semestre de 1986, com a queda das receitas de exportação, que para Giambiagi e Villela (2005) foi em função da defasagem cambial em termos reais, e também pelo aumento das importações.

Diante deste contexto, em função do aumento da demanda por reajustes salariais, reajustes de preços, aumento na taxa de juros superior a inflação e reajuste no câmbio, em novembro, houve a retomada do sistema de desvalorização da moeda nacional acompanhando a evolução da inflação. Abandonou-se, desse modo, a paridade do cruzado com o dólar que fora fixado no início do plano, com intuito de recuperar o desempenho das exportações, afim de obter superávits comerciais. O propósito foi de evitar a redução crescente das reservas internacionais, que pudessem culminar em nova moratória de pagamentos internacionais, como ocorrera em 1983.

### 3.1.2 Os resultados do setor cambial no Plano Cruzado

Do lado das importações, o superaquecimento da economia com a pressão da demanda interna, segundo Giambiagi e Villela (2005) aliada com a pretensa vontade do governo da manutenção de uma inflação zerada, acabou impulsionando demasiadamente as compras no exterior.

Por outro lado, aquela mesma ascendência da demanda, conjuntamente com a política de câmbio fixo, fez com que as exportações sofressem quedas substanciais, a partir do último trimestre de 1986, tendo como consequência uma redução brutal do saldo da balança comercial. Isto fez com que as reservas internacionais caíssem rapidamente, fatos estes que obrigaram o Brasil a suspender o pagamento dos serviços da dívida externa já no início de 1987, quando logo após seria decretada a 2ª moratória da dívida em menos de 15 anos (BELLUZO; GOMES DE ALMEIDA, 2002).

Portanto, a tentativa de evitar a crescente queda de reservas internacionais com o retorno do sistema cambial de minidesvalorizações fora frustrada no final do ano de 1986. O fim do Plano Cruzado ocorreu em fevereiro de 1987, com a decretação da extinção do congelamento dos preços e com a expressiva piora das contas externas. A perda de reservas, fez o papel do ingresso de dinheiro novo, tanto

quanto os atrasados acumulados em 1987, segundo Bresser Pereira e Velloso (1990) os superávits declinaram rapidamente, e com ele nossas reservas. A desvalorização do cruzado decretaria o final da inflação zero, quando em fevereiro de 1987, foi decretada a moratória dos juros externos, o que diminui ainda mais a entrada de recursos no país. Pouco tempo depois, em abril Dílson Funaro pediria demissão, assumindo em seu lugar Luís Carlos Bresser Pereira que mais tarde lançaria um novo plano de estabilização em junho do mesmo ano.

### 3.2 O PLANO BRESSER

Em 12 de junho de 1987, assumia a pasta da fazenda, Luiz Carlos Bresser Pereira, no lugar do então ministro Dílson Funaro. Logo no início do seu mandato foi anunciado o Plano Bresser, que objetivou promover um choque deflacionário na economia, buscando evitar os erros do Plano Cruzado. De acordo com Giambiagi e Villela (2005, p.129) o programa conteve medidas ortodoxas e heterodoxas, em face do diagnóstico da inflação, como sendo inercial e também de demanda. Além disso foi adotado um reajuste na taxa de câmbio e retomado o processo de desvalorização da moeda nacional, bem como a realização de estudos para um novo acordo da dívida externa.

Ao contrário do que ocorreu no Cruzado, pelo lado ortodoxo, as políticas monetárias e fiscal foram ativamente usadas contra a inflação, com juros reais positivos. A redução do déficit público pretendida pelo governo foi realizada através do aumento de tarifas, eliminação do subsídio do trigo, corte de gastos e investimentos públicos. Contudo, para evitar o desenhamento dos preços públicos e administrados como ocorreu com o cruzado, foram decretados diversos aumentos pouco antes do congelamento, como combustíveis, eletricidade, telefone, etc.

Pelo lado heterodoxo, houve a intervenção da economia, através do congelamento de preços e salários, a ser realizado em três fases: congelamento total por três meses, flexibilização e descongelamento.

### 3.2.1 A política cambial do Plano Bresser

Para evitar a deterioração das contas externas semelhante ao que ocorreu nos primeiros meses do Plano Cruzado, a taxa de câmbio não foi congelada. Foram congelados somente os salários e os preços, mais de modo gradual, já que os problemas que levaram a moratória de 1987 tiveram origem no Plano Cruzado, que prolongou demasiadamente o controle dos salários e preços e, inclusive, a taxa de câmbio.

De acordo com Garofalo Filho (2002), foi reajustada e decretada uma nova minidesvalorização da taxa cambial de 8,5% em relação ao cruzado – que ficou conhecida como a “pequena máxi”. O câmbio foi sendo desvalorizado diariamente, na tentativa de evitar a repetição das distorções do plano anterior, haja vista, que mesmo com a decretação da moratória, as reservas do país continuavam caindo, em função do reduzido saldo do comércio exterior e pelo fato do Brasil continuar pagando juros da dívida aos órgãos oficiais (FMI, Banco Mundial, Clube de Paris) que ficaram fora da moratória. A intenção era também a retomada das negociações externas, através do câmbio desvalorizado, que estimularia as exportações e conseqüentemente geraria superávits na balança comercial, oferecendo dessa maneira, perspectivas razoáveis da capacidade de pagamento do país.

Para Garofalo Filho (2002, p.210) a estratégia era semelhante à adotada no início da década de 80, ou seja, aumentar a rentabilidade da exportação, por meio da política cambial e reduzir a demanda interna via política monetária restritiva com o aumento das taxas de juros reais.

### 3.2.2 Os resultados do setor externo

No Plano Bresser as medidas de contenção da inflação tiveram sucesso somente nos dois primeiros meses, quando a inflação baixou de 26,1% em junho para 6,4% em agosto de 1987, pois o congelamento pretendido pelo governo não foi

respeitado, havendo remarcações preventiva de preços, contribuindo desse modo para aumentar os desequilíbrios entre os preços relativos. Além disso, os acordos salariais firmados com as categorias do funcionalismo contribuíram por minar a redução do déficit público, ao mesmo tempo, contribuiu para a elevação da taxa mensal de inflação, que atingiu em dezembro 14% (GIAMBIAGI; VILLELA, 2005).

Os melhores resultados ficaram por conta do balanço de pagamento, com a relativa flexibilização do câmbio. Os saldos comerciais voltaram a expandir, em junho, o superávit já estava em torno de US\$ 1,4 bilhão criando condições mínimas para a retomada das renegociações da dívida e a suspensão da moratória brasileira.

No mês de setembro de 1987, o ministro da fazenda Luís Carlos Bresser Pereira, tentou o entendimento com os credores internacionais com a ideia inovadora da securitização da dívida externa, que nem chegou a ser examinada. Segundo Batista Jr.(1988) envolveria a troca da dívida antiga por bônus com prazos longos de vencimento e a taxa de juros de acordo com a capacidade fiscal de pagamento do país.

### 3.2.3 O resultado da política cambial

A desvalorização cambial do ano de 1987 acompanhou a variação dos índices de inflação, muito em função “da pequena máxi” de 8,5%. A variação nominal do câmbio neste ano foi de 381,93%, comportando-se um pouco acima do IPC que registrou uma variação anual de 367,12%. Entretanto, ficou abaixo do INPC de 394,60% e do IGP-DI de 415,83%.

Desta forma, pelo índice de inflação INPC, segundo Garofalo Filho (2002) a desvalorização cambial do ano de 1987 não repôs a defasagem acumulada e reclamada desde o Plano Cruzado, pois o congelamento pretendido pelo governo não foi respeitado, havendo remarcações preventivas de preços, que contribuíram para aumentar os desequilíbrios entre os preços relativos, quando a inflação mensal atingiu 14% em dezembro de 1987. Diante a insatisfação popular com os resultados

do plano de 1987, o ministro Bresser Pereira pediu demissão, ocupando o seu posto Maílson da Nóbrega, em janeiro de 1988.

### 3.3 A POLÍTICA DO FEIJÃO COM ARROZ

Faltando dois anos para o fim do mandato do presidente José Sarney, assumia a pasta do ministério da fazenda, Maílson da Nóbrega. Frente aos inúmeros desafios que se impuseram no ano de 1988, quando a inflação medida pelo IPC registrou 934% neste ano, Maílson assumiu a missão de conduzir a política econômica até o próximo governo sem os traumas que uma hiperinflação poderia ocasionar. De acordo com Garofalo Filho (2002, p.296) “ganhar algum tempo no processo, refreando as taxas de inflação antes do temido abandono da moeda nacional com a possível dolarização da economia”.

Foi neste contexto, que equipe econômica do governo junto com Maílson, adotaram no início de janeiro de 1988, repudiando as ideias heterodoxas de combate à inflação, um pacote de medidas sob a alcunha de “Política de Feijão com Arroz.

Nos primeiros três meses de 1988 a taxa de inflação ficou próxima daquela projetada pelo governo, mas o aumento dos preços públicos fez com que o nível de preços se acelerassem no segundo semestre, quando em julho atingiu 24%, avaliado pelo IPC realimentando discussões acerca do caráter inercial do processo inflacionário brasileiro.

#### 3.3.1 A política cambial do feijão com arroz

A política cambial no estilo “arroz com feijão”, durante 1988, não teve grandes mudanças em relação ao ano anterior, mantendo o padrão de desvalorização acompanhando o ritmo da inflação. A desvalorização do câmbio, que foi de 951,33% esteve abaixo do índice IPC de 993,28% e do IGP-DI de 1037,56%, sem levar em

conta os índices de atacado que, na maioria das vezes, incorporam preços pelos fabricantes e não aqueles praticados no mercado, sendo estes que realmente impactam o comportamento do nível de preços. (GAROFALO FILHO, 2002, p.253)

O que se observou no ano de 1988, foi um câmbio razoavelmente ajustado, não agravando a defasagem acumulada desde o Plano Cruzado. Mas a partir do segundo semestre a inflação volta a acelerar, sinalizando que um novo plano de estabilização estava por vir.

### 3.4 O PLANO VERÃO

O insucesso do pacote ortodoxo gradualista no controle do processo inflacionário da “Política Feijão com Arroz levou a uma radicalização das propostas de desindexação, que resultaram no anúncio em 14 de janeiro de 1989, de mais um plano de estabilização, o Plano Verão. (GIAMBIAGI; VILLELA, p.131)

Segundo Garofalo Filho (2002, p.276, 296) o novo plano não foi concebido para adotar medidas de solução definitivas de contenção inflacionária, contudo, foram adotados três instrumentos impactantes na área cambial, como a centralização de pagamentos externos, a suspensão dos pagamentos de juros da dívida, além da criação do mercado de câmbio de taxas flutuante, o dólar turismo.

#### 3.4.1 O setor externo no Plano Verão

No setor cambial, a balança comercial fechou o ano de 1989 com um superávit de US\$ 16 bilhões, contudo, apesar disso, o aumento ocorrido na repatriação de investimentos estrangeiros e na remessa de lucros e dividendos obrigou o país a suspender parte dos pagamentos de juros da dívida externa, a partir de 10 de junho de 1989. A grande concentração destes haveres era do setor público, tecnicamente conhecida como “estatização da dívida”, com o intuito de manter um nível satisfatório

de reservas internacionais, num processo chamado de centralização cambial. Não chegou a caracterizar tecnicamente uma moratória, mas abalou em certa medida as relações entre o Brasil e seus credores externos. Uma medida unilateral tomada, no sentido em que os valores pagos pelo país, em cruzados novos, não eram remetidos imediatamente ao exterior, mas colocados em um fila e repassados dentro dos limites fixados em meda estrangeira para o Banco Central do Brasil. Era uma necessidade emergencial de manter níveis adequados de reservas a fim de impedir o seu esgotamento completo, para o pagamento de seus compromissos com o exterior (BELLUZO; GOMES DE ALMEIDA, 2002).

#### 3.4.2 A política cambial no Plano Verão

Com a mudança na unidade monetária, que passou a se chamar de cruzado novo em lugar da antiga moeda, o cruzado, fez-se um pequeno ajuste, desvalorizando o câmbio, para que nova moeda fosse equivalente ao dólar, na paridade 1:1 quando a partir daí ficando congelada.

#### 3.4.3 A criação do dólar turismo(flutuante)

Dadas as restrições impostas às viagens e turismo na conta capital no limite de US\$ 1000 por passageiro pelo Banco Central, rigor justificado pelo governo devido à necessidades de preservação das reduzidas cambiais e da priorização do uso das divisas na aquisição de bens essenciais, em dezembro de 1988, o Banco Central encaminhou ao Conselho Monetário Nacional (CMN), a proposta de criação de um segmento de mercado de câmbio, no qual as pessoas pudessem negociar moedas estrangeiras por preços e condições livremente acordadas com instituições financeiras acordadas para esse fim. O CMN aprovou a proposta, criando assim, o Segmento de Câmbio de Taxas Flutuantes, sob a alcunha de dólar turismo. O objetivo desse novo segmento era institucionalizar as operações antes realizadas no

mercado negro dando caráter legal a este tipo de transação financeira. (GAROFALO FILHO, 2002, P.259-262)

Esse novo segmento de mercado possuiria as seguintes características:

- O preço da moeda estrangeira, flutuaria conforme a oferta e demanda pelas moedas, sem intervenção do Banco Central, com todas as operações realizadas por instituições credenciadas e registradas.
- A regulamentação aumentou o limite quantitativo para US\$ 4000 para turismo.
- A regulamentação permitiu que os agentes que tivessem comprado moeda estrangeira no mercado paralelo vendessem essa moeda a instituições credenciadas sem que se identificassem.
- Desse modo, segundo Garofalo Filho (2002, p.263) “criou-se um mecanismo de comunicação entre o dólar turismo e o paralelo, atendendo parcialmente à condição de arbitragem entre esses mercados”.

O mercado paralelo de câmbio no Brasil crescia, popularizando-se, com certa condescendência das autoridades; Por outro lado, o mercado negro ou “*black*”, como também ficou conhecido, surgiu como alternativa a uma forma de ganho através do ágio sobre os preços da moeda estrangeira em relação às taxas oficiais, já que no paralelo não havia limitação de aquisição legal à US\$ 1000 por passageiro.

As transações realizadas dentro do mercado paralelo geraram situações extremamente indesejáveis à economia brasileira. Primeiro, os turistas estrangeiros não vendiam seus dólares excedentes ao sistema oficial, procuravam o mercado paralelo, que pagavam mais por sua moeda em moeda local. Como consequência, na conta de viagem no balanço de capitais quase não havia computado o movimento de entrada em moeda estrangeira, quase só saídas, contribuindo para um desequilíbrio final no balanço de pagamentos. Segundo, com o ágio que chegou a quase 200% em favor do “*black*”, as pessoas compravam moeda estrangeira no mercado oficial, mais barata, e revendiam no paralelo, através de arbitragem entre as taxas de câmbio.

Diante de tudo isso, o Departamento de Câmbio do Banco Central, propôs e que acabou sendo implementada na primeira semana de 1989, a criação de um segmento de mercado de câmbio legal no qual compradores e devedores poderiam cambiar livremente suas moedas, com compras limitadas agora de US\$ 4000 por pessoa, sem interferência do Banco Central na formação das taxas. (GAROFALO FILHO, 2002, p.260-266)

Conforme Garofalo Filho (2002), haveria de início algumas restrições, num período de apostas contra a moeda nacional, para testar gradualmente o comportamento do mercado. A taxa de câmbio oficial deveria se igualar às taxas do paralelo, com o Banco do Brasil ficando impedido de operar neste mercado. Teria que haver, também a identificação do residente no Brasil quando este comprasse moeda estrangeira, porém, foi dispensada a identificação do vendedor.

Cabe ressaltar que as operações cambiais deste novo modelo, em hipótese alguma dentro do regulamento pré-estabelecido legalizava recursos de origem fraudulenta, para isto, exigia a identificação dos agentes na entrega da moeda estrangeira, justificando a necessidade da divisa e a finalidade da operação, isto é, a natureza e a origem da operação cambial (GAROFALO FILHO, 2002).

Neste sentido, a não identificação do vendedor, foi o aspecto mais importante e inovador do dólar turismo, pois resolvia o primeiro problema de arbitragem entre o flutuante/turismo e o paralelo/negro. E se o dólar turismo estivesse mais caro que o “*black*”. Os operadores, certamente, comprariam no paralelo, mais barato, e venderiam no flutuante, mais caro, até que as taxas se igualassem, lucrando com essa operação.

Essa foi a grande dificuldade do modelo de câmbio de taxas flutuantes; legalizar uma transferência de recursos ilegais dentro do mercado flutuante. Cogitou-se a liberalização total do câmbio, que não foi adotado, devido as circunstâncias no final dos anos 80, com reservas baixas, moeda fraca, incertezas de natureza política. Deu-se assim, de acordo com Garofalo Filho (2002) com a introdução do dólar turismo, o “ponta pé inicial” do processo de liberalização cambial no Brasil, que se flexibilizaria totalmente no início governo do presidente Fernando Collor de Mello.

### 3.5 O PLANO COLLOR I

À medida que se aproximava a posse do presidente eleito em fins de 1989 – Fernando Collor de Mello -, marcada para 15 de março de 1990, cresciam os boatos com relação ao plano econômico que viria a ser aplicado. Segundo Belluzo e Gomes de Almeida (2002) não havia dúvida que seriam tomadas medidas radicais, pois a equipe econômica teria que estar nos seus postos logo no primeiro dia de governo. Era generalizado o reconhecimento de que planos anteriores do tipo heterodoxos não seriam capazes de controlar o processo inflacionário.

O mercado financeiro doméstico respondia à incerteza aguda daqueles momentos, nas especulações nos mercados de ativos, com uma intensa movimentação de recursos diante uma pronunciada instabilidade de cotações no mercado de ações, ouro, dólar paralelo e mercadorias. Para Garofalo Filho (2002) isso se refletiu, na grande expectativa de que o novo governo começaria seu mandato com uma maxidesvalorização de 30% da moeda nacional, manifestada quando muitos detentores de ativos tomaram atitudes defensivas e especulativas, refugiando-se no ouro e em dólares no paralelo – eram apostas traduzidas na compra, de ouro e dólar, ou seja, na desvalorização da moeda, com alguns bancos montando grandes posições compradas - além da postergação de fechamento de câmbio de exportação.

Então, no dia 15 de março de 1990, junto com um decreto de feriado bancário, foi lançado o Plano Brasil Novo, o qual foi conduzido pela economista Zélia Cardoso de Mello que ficou conhecido como o Plano Collor I. Entre outras medidas, o programa trocou o nome da moeda de cruzado novo para cruzeiro, congelou preços e salários e a liquidez dos agentes financeiros, com o confisco das cadernetas de poupança, do overnight e de contas correntes que superassem 50 mil cruzados novos, pois o excesso de liquidez na economia era considerado como uma das causas da inflação. Na sequência de seu governo, Collor avançou na implantação das políticas neoliberais com a redução das tarifas de importação a partir de julho de 1990. Também não procedeu a maxidesvalorização que todos esperavam e em que todos haviam apostado. O que aconteceu e como foi previsto, a radicalidade

também partiu em direção à política cambial, com a adoção da taxa de câmbio flutuante em substituição do sistema de minidesvalorizações diárias. Como resultado, os empresários e os especuladores não foram atendidos em seus desejos (MARQUES; FERREIRA, 2010).

### 3.5.1 O mecanismo de arbitragem ouro x dólar

O confisco não perdoou nenhum tipo de aplicação em moeda nacional provocando a desconfiança em relação as aplicações financeiras tradicionais, que segundo Garofalo Filho (2002) a ponto de surgirem análises indicando que a economia poderia dolarizar-se. Amplos setores da sociedade passaram a comprar dólares como forma de proteção contra um novo eventual confisco. Previsões e fatos que não se sucederam.

O governo agiu com “mão de ferro” para quem refugiou-se em ouro e dólares. Para o ouro, foi criado um mecanismo de arbitragem para sua compra e venda no mercado. Quem quisesse comprar ou vender o metal precioso no mercado internacional, trocando por dólares, era só recorrer ao Banco Central, via instituição financeira credenciada.

Através do mecanismo de arbitragem ouro x dólar, o Banco Central lucrou com essa operação, na medida em que só ele tinha acesso aos negócios com o dólar comercial e cuja a cotação era sempre inferior ao dólar turismo no mercado intercambiário. Dessa maneira aumentava-se significativamente suas reservas cambiais, sem novas emissões de moeda, e conseqüentemente detendo o aumento da base monetária. Uma estratégia que também contribuiu para manter a economia estável, além de pressionar para baixo a cotação do ouro no mercado doméstico, por meio da venda do metal estocado como mecanismo de proteção, levando o recuo também do dólar paralelo, consequência imediata da perda da rentabilidade, com os investidores fugindo para outras aplicações. Assim, de acordo com Garofalo Filho (2002, p.300-305) o Banco Central, criava também, um mecanismo de controle sobre a especulação.

### 3.5.2 A política cambial no Plano Collor I

Na área cambial o pacote econômico teve como medidas imediatas e principais:

- Ficaria extinta a prefixação da taxa de câmbio. Sairíamos assim, do “modelo de taxas fixas flexíveis”, o de minidesvalorizações diárias da taxa, também chamado de *crawling peg*.
- A taxa de câmbio seria de livre de flutuação, em substituição a indexação automática e diária do câmbio à inflação, fixadas pelo livre jogo do mercado, conforme as pressões de oferta e demanda por moeda estrangeira.
- O Banco Central não mais se obrigaria a comprar ou vender moeda estrangeira, ainda que mantendo o direito de comprar e vender quando necessário.
- Não existiriam mais limites de posições compradas ou vendidas para repasse e cobertura dos bancos autorizados a operar em câmbio junto ao Banco Central. Ou seja, o Bacen deixaria de ser “o senhor da taxa cambial”. Deixaria de exercer o poder de monopólio sobre a compra e venda de moeda estrangeira.

Dessa maneira, o governo, deixou o mercado livre para formar preços e no caso de uma eventual intervenção, não causaria impacto sobre a base monetária. Isso não exigiria novas emissões de cruzeiros e garantindo, assim, a preservação de suas reservas internacionais, a estabilidade sobre os ativos de risco, de forma a manter a inflação sobre controle. Além disso, o governo não pretendia gerar um superávit enorme na balança comercial, como no passado, para pagar os juros da dívida externa.

Estas medidas como parte de uma primeira tentativa de implantação de câmbio livre no Brasil, falharam, por se constituírem mais numa carta de intenções do que a política cambial propriamente dita. Pouco mais de um mês dos instrumentos anunciados, o Banco Central e o governo perceberam a ineficácia das medidas até então adotadas, com o cruzeiro excessivamente sobrevalorizado e no recomeço nas apostas na desvalorização da moeda, com os bancos montando grandes posições compradas.

### 3.5.2.1 A volta do Banco Central ao Mercado de Câmbio

Diante os fatos citados acima, o Banco Central voltou a intervir para reduzir a volatilidade no mercado de câmbio, a fim de estancar o movimento especulativo de quem estavam apostando contra a política do Banco Central, ou seja, de quem estava comprando dólares na expectativa de uma desvalorização (BELLUZO; GOMES DE ALMEIDA, 2002).

Mesmo à custa da antipatia do mercado, Ibrahim Eris, então presidente do Banco Central, através de um astuto artifício, definiu e interferiu nas posições compradas e vendidas dos bancos, onde estes permaneceriam livres, porém, tudo que excedesse a US\$ 2 milhões seria objeto de depósito no Banco Central. Desse modo, segundo Garofalo Filho (2002, p.307, 315) “se os bancos acumulassem dólares esperando sua valorização, seriam obrigados a repassar ao Banco Central, que assim adquiriria de um volume razoável de moeda estrangeira para vender ao próprio mercado que apostava contra a política cambial do governo”. Através deste mecanismo, manteve-se o cruzeiro sobrevalorizado até fevereiro de 1991.

A mudança na política operacional implementada após 15 de março de 1990, adotando taxas flutuantes em lugar de taxas prefixadas pelo Banco Central, não implicou necessariamente em mudança na taxa de câmbio. A ideia inicial da equipe econômica era adotar a livre flutuação, apoiada em restritas metas de expansão monetária. Semanas depois, o governo desistiu da ideia, dado o despreparo do mercado e a inusitada situação de iliquidez causada pelo confisco (depósito compulsório). Um novo choque na política cambial só viria a ocorrer em setembro do ano seguinte, já sob nova equipe econômica.

## 3.6 O PLANO COLLOR II

### 3.6.1 Antecedentes

O Plano Collor alterou profundamente a política cambial brasileira com a adoção do sistema de câmbio flutuante. O novo regime não representou a liberalização total do câmbio, na medida em que apenas as instituições autorizadas a operar a moeda estrangeira podiam participar do mercado. O Banco Central também poderia atuar negociando moeda com outros países, num sistema implantado no ano de 1990 de flutuação suja (MARQUES; FERREIRA, 2010).

Neste ano, em 1990, com a introdução da taxa flutuante, num quadro de fortíssimo aperto de liquidez, a taxa de câmbio acabou se valorizando. Num primeiro instante, essa valorização não dificultou as atividades exportadoras, mas a partir de setembro, no entanto, quando o saldo da balança comercial começou a registrar rápida deterioração, o Banco Central interveio fortemente no mercado. Permitiu-se uma desvalorização do cruzeiro para não criar dificuldades de longo prazo ao setor exportador. Desse modo, como afirmou Belluzo e Gomes de Almeida (2002), o cruzeiro sofreria uma desvalorização real no ano de 1990 superior a 30% que concomitantemente a mudança da política de comércio exterior, passaram a ser os únicos instrumentos de proteção à produção doméstica, à medida que foram extintos os controles quantitativos.

Outra medida importante na administração do governo Collor em 1990, foi a tentativa de um novo acordo para a retomada do pagamento da dívida externa. Afinal, para que o Brasil, dentro de uma estratégia de integração, se inserisse na economia mundial, o acordo da divisa foi uma condição para a renegociação. Ademais, a novidade introduzida na negociação, foi o condicionamento da dívida externa à geração de saldo positivo nas contas públicas por meio de superávit fiscal - dentro do conceito de sua capacidade de pagamento - como forma de angariar cruzeiros para trocar por dólares do setor privado. Desse modo, evitou-se a expansão da base monetária e conseqüentemente as pressões inflacionárias subjacentes.

### 3.6.2 A política cambial no Plano Collor II

No início de 1991, o quadro macroeconômico não poderia ser pior. A credibilidade da equipe econômica baixara muito e multiplicavam-se as críticas à condução da política econômica. Todos os resultados suplantavam os da recessão de 1981 a 1983. Assim, em 31 de janeiro de 1991, com a edição do Plano Collor II, o Banco Central desvalorizou o cruzeiro uns dez pontos percentuais acima da inflação que chegara perto de 20%, portanto, a moeda sendo desvalorizada em 30% nominal. Houve congelamento dos preços e da taxa de câmbio durante o mês de fevereiro, gerando nova sobrevalorização da moeda nacional. Neste período, portanto, foi adotada uma taxa fixa em relação ao dólar, porém, voltando um mês depois, em março, novamente às taxas flutuantes, sem ainda corrigir a defasagem cambial acumulada dos anos anteriores.

Em maio, com Marcílio Marques Moreira, como ministro da fazenda, o modelo de taxas flutuantes foi mantido, mas operacionalizado por meio de um sistema de leilões de compra e venda de câmbio. Na fase inicial, as ofertas de compra e venda eram colhidas por telefone, tabuladas em computador, organizadas em ordem crescente ou decrescente de valor, conforme o interesse do Bacen e, estabelecido o corte, ponto até qual o Banco Central venderia ou compraria dólares, os resultados eram novamente repassados por telefone.

Segundo Garofalo Filho (2002, p.408) “se as minidesvalorizações diárias, acompanhando a taxa de inflação mereciam o apelido de *crawling peg*, o modelo de condução da desvalorização cambial por meio de leilões seria uma forma alternativa de “*crawling peg*”, acrescentando: tipo “tropicalista”.

#### 3.6.2.1 A maxidesvalorização cambial de setembro de 1991

Desde o início do ano de 1991, a equipe econômica havia percebido a necessidade de um ajuste cambial, devido a defasagem acumulada no período do

governo Sarney, desde o Plano Cruzado, não corrigida e até agravada no início do governo Collor, que fora beneficiado pela redução drástica de liquidez, obrigando os exportadores a fechar câmbio, e vender dólares. Foi necessário que em 30 de setembro de 1991 o Banco Central promovesse uma maxidesvalorização do cruzeiro acima de 20% em um único dia, devido à queda contínua do nível de reservas internacionais e a consequente necessidade de revitalizar as exportações, mantendo o modelo de desvalorizações por leilões. Nos meses seguintes, o Banco Central foi, finalmente, autorizado a operar no mercado flutuante.

### 3.7 A ECONOMIA SOB O GOVERNO DE ITAMAR FRANCO

O ano de 1992 será lembrado como o ano do impeachment, ou a, renúncia seguida de impeachment. Para escapar da perda dos direitos políticos, Fernando Collor de Mello, o “caçador dos marajás” e “defensor dos descamisados”, renunciava em 29 de dezembro de 1992 (MARQUES; FERREIRA, 2010).

O governo Collor, porém, deixou um importante legado, principalmente na área externa para o próximo governo, com a implantação de políticas neoliberais voltadas, principalmente, para a reforma do comércio exterior. Sob o comando da equipe econômica ainda no governo Collor, obteve-se resultados fundamentais para inserção do Brasil no comércio internacional, seja pela importante desregulamentação das captações externas, pelos estímulos aos investimentos diretos no Brasil, inclusive em bolsas de valores, seja por manter e aprofundar a política de abertura de importações, tudo isso, em face do processo de privatização de empresas estatais.

Em meio à crise e aos desarranjos provocados pelos Planos Collor I e II, a ministra Zélia Cardoso de Mello deixou o cargo em maio de 1991, sendo substituída por Marcílio Marques Moreira que permaneceria até outubro de 1992, quando a Câmara Federal aprovou o impeachment do presidente Collor, assumindo o então vice presidente Itamar Franco. No início do seu governo, nenhuma mudança

importante foi feita, seja na continuidade de negociação da dívida externa para sua reestruturação, seja na política cambial.

### 3.7.1 A política cambial de 1992 e 1993

Apesar de dois presidentes da república, três ministros da fazenda, dois presidentes do Banco Central, houve a intensão de não mexer no câmbio no ano de 1992. A desvalorização nominal do câmbio andou muito próxima da inflação, favorecida pela maxidesvalorização do ano anterior em um momento de dramática perda de reservas. A abertura cambial promovida, principalmente, aquela introduzida por Marcílio Marques Moreira, com a adoção da desvalorização por meio de um sistema de leilões de compra e venda de câmbio, combinada com uma política monetária restritiva de juros altos, garantiram o balanço de pagamentos e as reservas internacionais, como mostra a tabela abaixo comparando anos de 1991 e 1992. (TABELA 11), (TABELA 12)

TABELA 11 - VARIAÇÃO CAMBIAL X INFLAÇÃO DO ANO DE 1991

Variação Cambial	INPC	IGP-DI	IPC
519,23%	475,11%	480,17%	458,61%

FONTE: (IBGE, FGV e FIPE; elaboração: Tendências).

TABELA 12 - VARIAÇÃO CAMBIAL X INFLAÇÃO DO ANO DE 1992

Variação Cambial	INPC	IGP-DI	IPC
1.047,62%	1.149,05%	1.157,84%	1.129,45%

FONTE: (IBGE, FGV e FIPE; elaboração: Tendências).

Segundo Garofalo Filho (2002, p.342-343) a maxidesvalorização cambial de 1991, causou variação cambial superior a todos os índices de inflação daquele ano, repondo desse modo, a defasagem cambial decorrente dos planos anteriores de

estabilização heterodoxa. No entanto, para 1992, a variação cambial esteve muito próxima da inflação, favorecida também, pela mesma maxidesvalorização de setembro de 1991.

O ano de 1991, foi de recuperação cambial, principalmente a partir de setembro, com a intensa desvalorização. Também foi um ano de preparação de medidas de facilitação do acesso e de atração a captação de recursos externos, mediante as altas taxas de juros praticadas. As reservas internacionais neste ano mantiveram certa estabilidade, houve um processo de manutenção de divisas, fechando o ano com um caixa de aproximadamente US\$ 8,5 bilhões.

Os grandes reflexos sobre o nível de reservas ultrapassaram as perspectivas no ano seguinte, em 1992, fechando o ano com o maior nível de reservas internacionais na história econômica brasileira. Tudo isso devido aos resultados obtidos com a abertura financeira para os investimentos estrangeiros e a captação de poupança externa, combinada com o processo de renegociação da dívida externa com nossos credores. Dessa maneira, o país seria recolocado de forma plena nos mercados internacionais, o que propiciou um grande afluxo de capitais ao Brasil, mesmo em tempos de conturbações políticas.

#### **4 O PLANO REAL**

O presente capítulo tem como objetivo analisar o Plano Real, que consistiu em uma estratégia de estabilização de preços que se fundamentou na adoção de uma nova unidade monetária como moeda (o real), na implementação de uma âncora cambial através do regime monetário de metas cambiais e posteriormente, na adoção do regime de metas de inflação.

A análise do plano será dividida em duas partes. A primeira, que compreenderá o período entre 1994 com o início do plano, até o final do ano de 1998. Esta sendo constituída, da primeira fase, a de ajuste fiscal, da segunda fase com a reforma monetária e da terceira fase, que será subdividida em quatro etapas que foram

classificadas de acordo com as variantes do regime monetário de metas cambiais, pois nesta fase foi adotada a âncora cambial, que, ao longo do tempo foi sendo progressivamente flexibilizada.

Na segunda parte do Plano Real, o objetivo será analisar o período que a compreende (1999 à 2002). Serão abordados os antecedentes que vieram a causar a crise cambial de 1999, em seguida será feita a análise do ano de 1999 e um breve comentário do regime monetário de metas de inflação do qual se fundamentou período de estudo em questão. E por fim, serão avaliados, ano a ano, o desempenho do sistema de metas de inflação que se estendeu entre 1999 e 2002.

#### 4.1 O PLANO REAL ENTRE 1994 e 1998

No ano de 1993, a equipe econômica comandada pelo então ministro da fazenda Fernando Henrique Cardoso, começou a trabalhar o que viria a ser um novo plano de estabilização, o Plano Real, que se estenderia até o final do ano de 2002. A estratégia de estabilização de preços se fundamentou na adoção de um novo padrão monetário e na implantação de uma âncora cambial, que para FRANCO (1999) deveria se consubstanciar na definição de um novo modelo de desenvolvimento.

A condução da política econômica entre elas, o câmbio, seguiu numa sucessão de três fases. As duas primeiras, a de ajuste fiscal, de maio de 1993 a fevereiro de 1994, que visou à promoção do ajuste das contas públicas e a reforma monetária, com o objetivo da eliminação da inércia inflacionária por meio de uma moeda indexada, tornando-se em 1º de março de 1994, a Unidade Real de Valor (URV), podem ser considerados como pré-requisito da terceira fase, que foi fundamentada na implantação do regime monetário de metas cambiais, que na sua essência residiu numa ancoragem da taxa de câmbio que foi sendo progressivamente flexibilizada ao longo dos anos ( MODENESI, 2005, p.297).

#### 4.1.1 A política cambial na 1ª fase

A política cambial brasileira na primeira fase do Plano Real - a de ajuste fiscal nas contas públicas – foi concebida como condição fundamental para o sucesso do programa de estabilização. Segundo Garofalo Filho (2002) seguiu a mesma orientação daquela implementada em outubro de 1992, quando Itamar Franco assumiu o governo. Houve a continuidade da política de liberalização comercial, e frente a avalanche de dólares, reflexo da captação de poupança externa crescente de eurobonds, fruto do momento favorável de liquidez internacional, favoreceu o Banco Central para sua disponibilidade de divisas, mas obrigando o Bacen a encaixar US\$ 17,9 bilhões de janeiro a dezembro. Como consequência despejou-se uma enxurrada de cruzeiros na base monetária com um nível recorde de reservas cambiais, que chegou a registrar US\$ 32 bilhões em 1993. Tudo isso, não somente explicado pela alta taxa de juros, mas também pela relativa estabilidade da taxa de câmbio amortecida pela desvalorização da moeda brasileira.

Até agosto de 1993, foi mantido o regime de minidesvalorizações, por meio de leilões diários, pelos quais a autoridade monetária do país administrava a desvalorização da moeda nacional com base em um indexador, de modo a acompanhar a inflação.

#### 4.1.2 A política cambial na 2ª fase

A segunda fase do Plano Real, estendeu-se de março a julho de 1994, cujo o objetivo central foi a eliminação da inércia inflacionária através de uma reforma monetária, num contexto econômico de um complexo sistema de indexação de preços e rendimentos.

Segundo Modenesi (2002, p.304-306) o processo inflacionário brasileiro tornou-se um fenômeno autônomo, que não era causado pelo excesso de demanda ou por

choques de oferta, e, sim, pelo sistema de indexação, onde a principal causa da inflação era a própria inflação que tendia a se auto sustentar.

O sistema de indexação brasileiro era marcado por uma elevada assincronia no reajuste dos preços e rendimentos o que gerava uma grande dispersão dos preços relativos. Uma interrupção brusca do processo inflacionário poderia determinar a ocorrência de efeitos distributivos de grande intensidade. Foi necessário um realinhamento dos preços mais importantes da economia por meio de um indexador - que serviu de referência para o reajuste de todos os preços em uma mesma data - para que a interrupção do processo inflacionário fosse neutra do ponto de vista distributivo.

Desse modo, foi criada a Unidade Real de Valor (URV) - um tipo de moeda especial, temporária - em 1º de março de 1994, com o objetivo fundamental de alinhar os preços relativos, além de funcionar como um instrumento de coordenação das expectativas inflacionárias. A ideia é que a URV criasse uma espécie de dolarização plena - que alguns chamavam de dolarização disfarçada - reproduzindo a experiência alemã de 1923, marcada pela criação do *Rentenmark*, uma moeda plenamente indexada ao dólar americano. Na verdade a URV serviu como um superindexador de todos os preços da economia, inclusive a taxa cambial.

No que diz respeito aos mercados de câmbio, a Medida Provisória nº 434, de fevereiro de 94, em seu artigo 5º, estabeleceu:

“O valor da URV, em cruzeiros reais, será utilizado como parâmetro básico para a negociação em moeda estrangeira”. Por isso a moeda americana passou a ter uma paridade fixa com a URV e só depois com a moeda brasileira. Preços em lojas eram cotados em URV, mas as mercadorias eram pagas em cruzeiros reais, segundo a taxa de conversão do dia, ou seja, segundo a taxa de câmbio do dia. Como apontou Garofalo Filho (2002, p.410) “um breve retorno às minidesvalorizações diárias, ainda no propósito de manutenção de taxas fixas, não com prefixação de taxas, mas com uso do indexador URV. Um sistema único, em que a URV era ao mesmo tempo um indexador, a moeda em que eram fixados preços e salários, e também o dólar, na taxa de venda”.

No período da URV não houve apreciação significativa da moeda brasileira, pois os índices não apresentavam grandes divergências, pelo menos até a instituição do real. Por isso, na data da introdução do real a paridade foi fixada na equivalência de 1US\$ = 1R\$, que na prática, denotava que o real na sua instauração apresentava uma defasagem ínfima, que só foi aumentada ao longo dos meses por alguma inflação residual na nova moeda, em função de crises internacionais, que fizeram o Brasil perder poder nas relações de troca internacional.

Segundo Modenesi (2005, p.308) a política cambial da segunda fase foi a mesma da fase anterior, onde foi introduzido, ainda que informal, de um piso para a banda cambial com valor próximo de R\$ 0,85, havendo somente uma pequena modificação, pois até primeiro de julho de 1994 o teto da banda havia acompanhado a inflação, pois era fixado em URV, a partir da introdução do real como moeda, o teto deixou de evoluir em função do nível

Completando a reforma monetária, em primeiro de julho de 1994, a URV deixava de ser somente uma unidade de conta, tornando-se uma moeda plena, sob a denominação de real, que viria a ser o novo padrão monetário brasileiro.

#### 4.1.3 A política cambial na 3ª fase

A política cambial durante a terceira fase do plano de estabilização de 1994 pode ser dividida em quatro etapas, que segundo Modenesi (2005) foram classificadas de acordo com as variantes do regime monetário de metas cambiais adotadas em relação aos seus graus de ancoragem, que, ao longo do tempo, foram sendo progressivamente flexibilizados.

#### 4.1.3.1 A política cambial na 1ª etapa

Na primeira etapa, o regime adotado foi de flutuação cambial, com duração de três meses, estendendo-se de julho a setembro de 1994. Nesse período o Banco Central não interveio no mercado de câmbio, deixando a taxa flutuar livremente, o que acabou valorizando excessivamente o real, como consequência do forte influxo de divisa estrangeira num momento favorável de excesso de liquidez no mercado financeiro internacional (MODENESI, 2005).

Dado o contexto crônico do processo inflacionário a ser enfrentado, optou-se por estabelecer um grau de ancoragem que pecasse mais por excesso do que por falta, que para alguns críticos, a autoridade monetária acabou exagerando na dose, permitindo uma sobrevalorização excessiva da moeda nacional.

#### 4.1.3.2 A política cambial na 2ª etapa

Na segunda etapa da política cambial, o Banco Central permaneceu com seu excesso de cautela, mantendo a taxa de câmbio em um nível muito desalinhado com relação à taxa cambial que pudesse equilibrar o balanço de pagamentos. Foi praticado o sistema de câmbio fixo, estendendo-se entre outubro de 1994 e fevereiro de 1995. Nesse período a taxa de câmbio nominal manteve-se praticamente estável no valor R\$ 0,84/US\$.

A autoridade monetária pretendeu interromper o processo de valorização da primeira etapa, realizando leilões de compra de dólares, voltando a operar no mercado, estabelecendo um sistema de bandas não explícitas - uma nova introdução do *dirty floating*. Segundo Franco (1999) mesmo com as mudanças adotadas, a moeda nacional continuou sobrevalorizada, pois o ambiente financeiro permanecia numa situação de liquidez muito favorável a mobilidade de capitais. O país continuava a acumular reservas internacionais, além disso, a dívida externa havia sido renegociada pelo Plano Brady, o que facilitou o acesso do Brasil aos

mercados internacionais de capitais, possibilitando o Banco Central a sustentar a sobrevalorização cambial.

No entanto, com a eclosão da crise mexicana, em dezembro de 1994, segundo Modenesi (1999, p.314, 320) o quadro otimista de liquidez nos mercados financeiros mundiais se alterou bruscamente. O país perdeu um volume considerável de reservas cambiais, o que acabou forçando o Banco Central a adotar uma variante mais flexível do regime monetário de metas cambiais, reduzindo progressivamente o grau de ancoragem. Assim, ampliava-se gradualmente o intervalo de flutuação das bandas cambiais.

#### 4.1.3.3 A política cambial na 3º etapa

No dia 1º de janeiro de 1995, tomava posse o presidente Fernando Henrique Cardoso iniciando o seu primeiro mandato. Para Garofalo Filho (2002, p.409-410) manteve-se a mesma essência da política cambial, com um sistema de bandas não explícitas, iniciadas no final do governo Itamar Franco, em 1994.

Em março de 1995, o estoque de reservas internacional do país havia se reduzido sensivelmente, obrigando o Banco Central a desvalorizar o real em 5% e a adotar uma banda larga de flutuação, caracterizada como um sistema que se aproximou de uma banda deslizante, não havendo o comprometimento de manter indefinidamente, nem o ponto central, nem a amplitude do intervalo de flutuação do real. Era a primeira tentativa do Banco Central de fixar bandas de flutuação explícitas, promovendo uma importante flexibilização do sistema cambial.

A autoridade monetária começou a realizar intervenções diárias no mercado de câmbio, manipulando a taxa de câmbio no interior da banda larga, a fim de se estabelecer uma mini banda de flutuação para o real. A partir deste momento, a moeda nacional passou a sofrer pequenas desvalorizações em intervalos sucessivos ao longo do mês, em dias e amplitudes não previamente anunciadas.

De acordo com Modenesi (1999) um desastroso resultado, na medida que o mercado ficou confuso com a novidade que se apresentava. Criou-se, assim, uma grande demanda por dólares, tendo que novamente alterar a forma de condução da política cambial através de outra variante do regime monetário de metas cambiais.

#### 4.1.3.4 A política cambial na 4<sup>o</sup> etapa

Por fim, no segundo semestre de 1995, o regime monetário foi novamente flexibilizado, segundo Garofalo Filho (2002, p.411) com a instauração de uma banda cambial rastejante, de forma que, entre abril de 1995 e dezembro de 1998, o intervalo de flutuação do real em relação ao dólar foi sendo progressivamente ampliado, passando de [0.88, 0.93] R\$/US\$ para cerca de [1.13, 1.23] R\$/US\$, na medida em que o teto da banda elevou-se mais do que o piso. Esta política de condução do câmbio permaneceria inalterada até a crise de janeiro de 1999. Nesta, considerada a quarta etapa do plano, de acordo com Modenesi (1999, p.315) as minibandas assumiram uma inclinação positiva e passaram a ser sistematicamente ajustadas, de forma que as desvalorizações do real convergiram para cerca de 0,6% ao mês, seguindo uma trajetória ascendente quase linear da taxa cambial, com o ponto médio da banda elevando-se paulatinamente e a amplitude das bandas sendo progressivamente alargadas como demonstra a gráfico 1 abaixo:

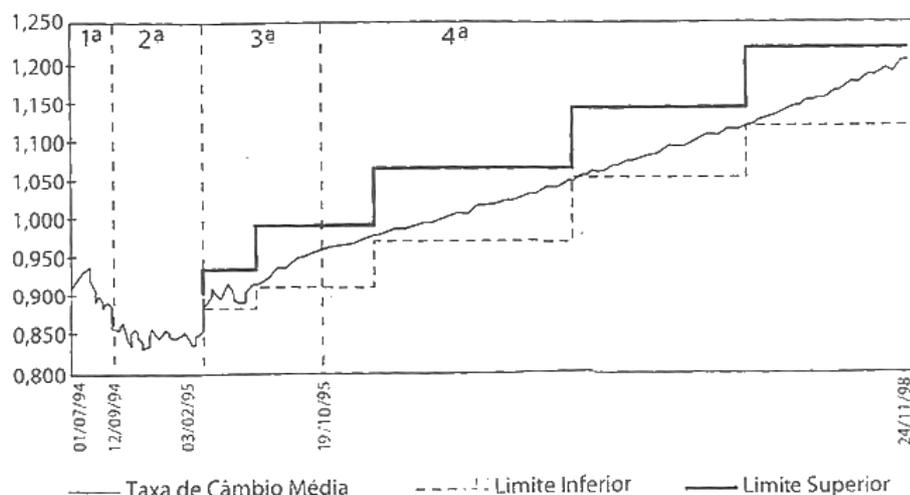


GRÁFICO 1 - ETAPAS DA POLÍTICA CAMBIAL: 1994 A 1998  
 FONTE: (FRANCO, 1999)  
 VER BACHA (1997) E FRANCO (1999:302-6)

O gráfico 1 acima, resume as quatro etapas da política cambial da terceira fase do plano, baseada na adoção de uma âncora cambial. Ele mostra a evolução ascendente da taxa de câmbio nominal e a flexibilização progressiva das bandas cambiais, ocorridas entre 1995 e 1998.

O que se observa no gráfico, é que na última etapa da terceira fase do Real, o limite superior da banda cambial (teto) formou uma escada, em função das elevações do ponto médio da banda. Também ocorreu que a distância entre o piso e o teto foi crescendo ao longo do tempo, ou seja, a amplitude do intervalo da moeda brasileira se estendeu paulatinamente, caracterizando, portanto, a vertente de banda rastejante do regime monetário de metas cambiais.

Portanto a terceira fase do Plano Real não se limitou na adoção “pura e simples” de uma âncora nominal. Segundo Gustavo Franco (1999) “houve uma conjugação ampla e radical intensificação do processo de abertura comercial, ou seja, uma redefinição do papel do setor externo da economia brasileira, ao mesmo tempo em que o real foi mantido artificialmente sobrevalorizado”.

Sendo assim, a economia brasileira entre 1994 e 1999 foi exposta a uma conjugação de intensificação do processo de abertura comercial com o real mantido artificialmente valorizado através da âncora cambial. A combinação desses dois elementos, fez com que parcela substancial da demanda doméstica se deslocasse para os produtos importados, que num primeiro momento, exerceu uma pressão baixista sobre o preço dos bens comercializáveis com o exterior, e num segundo momento esta pressão se estenderia para os bens não comercializáveis, contribuindo diretamente para estabilidade de preços (MODENESI, 2002, p.318,323)

As alterações verificadas no regime cambial significaram somente que o grau de ancoragem da economia brasileira reduziu-se ao longo do período de implantação do Plano Real, com a política cambial permanecendo inalterada até a crise de janeiro de 1999.

## 4.2 O PLANO REAL ENTRE 1998 E 2002

### 4.2.1 Antecedentes

O regime monetário de metas cambiais adotado pelo Brasil em meados de 1994 foi bem sucedido no combate à inflação, desde o lançamento do Plano Real até a crise cambial de 1999. Porém, entre 1995 e 1998 houve um progressivo desgaste da âncora cambial como mecanismo básico da política econômica (GIAMBIAGI; VILLELA, 2005).

Apesar do seu êxito nos cinco anos que vigorou, esse regime apresentou graves problemas - causado pela sobrevalorização da moeda nacional - como a deterioração da conta corrente, no qual o Banco Central foi obrigado a praticar altas taxas de juros para atrair poupança externa, com o intuito de financiar aquele desequilíbrio e também obter a manutenção das reservas cambiais em níveis mais confortáveis.

A política de juros elevada aumentou aceleradamente a dívida líquida do setor público em relação ao PIB, quando parcela dos títulos públicos federais indexados à taxa SELIC saltaram de 37,8% para 69,1% do total da dívida pública interna, entre 1995 e 1998. O comportamento quase explosivo da dívida pública interna mostrou-se uma ameaça séria à manutenção do regime monetário de metas cambiais, quando um dos fundamentos do uso da âncora cambial era que o país mantivesse um nível adequado de autoridade fiscal. Como ressaltou Gustavo Franco (1999):

*“O estado se tornara numa enorme empresa com prejuízo para 1998 da ordem de R\$ 72 milhões(...) o que representou um ataque sobre poupanças que poderiam estar à disposição da economia privada para fins produtivos. Estes recursos estavam sendo desviados para o financiamento do setor público através de um mecanismo muito perverso e muito conhecido: a taxa de juros.”*

Diante deste contexto, a flexibilização cambial - com desvalorizações mais intensas – se tornou uma necessidade ainda mais proeminente, que conjuntamente com uma política fiscal mais agressiva, baseada na obtenção de superávits primários nas contas públicas, foi adotada após a crise cambial de 1999.

De acordo com Belluzo e Gomes de Almeida (2002, p.395) política econômica baseada na combinação de déficits em conta corrente e de taxas de juros reais elevadas poderia ser sustentada enquanto houvesse espaço para a ampliação do endividamento tanto externo como público. Entretanto, entre dezembro de 1994, com a crise do México, com a crise do sudeste asiático no segundo semestre de 1997, e, sobretudo, do colapso da Rússia de agosto de 1998 e mesmo depois do acordo formalizado com o FMI no início de dezembro de 1998, os mercados financeiros internacionais foram sacudidos ainda no primeiro governo do Fernando Henrique Cardoso por estes choques externos. O Brasil começou a perder reservas, reforçando rumores de uma mudança de política cambial, tornando a moeda brasileira mais vulnerável a ataques especulativos. Assim, tornou imperativo o abandono do regime monetário de metas cambiais.

Em abril de 1998, as reservas internacionais líquidas atingiram o maior nível mensal desde a implementação do Real, chegando a US\$ 74 bilhões. A partir de maio, segundo Modenesi (2005, 354-355) as dificuldades associadas à manutenção da âncora cambial se tornaram insustentáveis, quando foi verificada uma rápida e violenta queda no saldo da conta de capitais, que passou de US\$ 26 bilhões em 1997, para menos de US\$ 16 bilhões no final de 1998.

De acordo com Giambiagi e Villela (2005) com o “setembro negro” de 1998, o “*day after*” tinha chegado mais cedo. O Brasil foi seriamente afetado pelo “efeito contágio”, associado à redução dos empréstimos que sobreveio as três crises externas, anteriormente citadas. O instrumento clássico de combate a ataques especulativos – a alta taxa de juros – não mais se mostrava suficiente para debelar o problema, além de agravar seriamente a situação fiscal. Desse modo, o resto do mundo deixava de financiar o Brasil.

Diante todas estas perspectivas negativas, o governo brasileiro começou a negociar um acordo com o FMI, faltando poucas semanas para as eleições presidenciais de 1998, a fim de enfrentar uma situação externa extremamente desfavorável, caracterizada pelo esgotamento da disposição do mercado internacional em continuar financiando os déficits em conta corrente da ordem de US\$ 30 bilhões. Isso, por sua vez, estava gerando uma forte fuga de capitais, que segundo Modenesi (2005) porque criou-se um temor de uma desvalorização do câmbio, vista como iminente. Em função da crescente expectativa do enfraquecimento do real, a demanda por moeda estrangeira elevou-se consideravelmente no Brasil, forçando o Banco Central a vender volumes cada vez maiores de reservas internacionais para assegurar que a taxa de câmbio não ultrapassasse o teto da banda de flutuação da moeda brasileira, frente ao agravamento do déficit de confiança do futuro da política cambial nacional.

Esse processo de ampliação do volume das operações de venda de recursos por parte do Banco Central acabou gerando uma substantiva redução na sua capacidade de intervenção no mercado cambial. As reservas que eram de 74 bilhões de dólares no mês de abril caíram para US\$ 44 bilhões em dezembro de 1998. A drástica redução no volume de reservas, foi o golpe fatal e misericordioso e um sinal

equivoco de que o regime de metas cambiais deveria ser abandonado com urgência.

#### 4.2.2 A crise cambial de 1999

Segundo Giambiagi e Vilela (2005) o pessimismo externo aumentava, diante o ceticismo com que foi recebido pelo mercado, o acordo do Brasil com o FMI, pouco disposto a essa altura a considerar que o Brasil poderia escapar de uma desvalorização. O país enfrentou semanas nas quais a queda de reservas cambiais chegou em certos dias a ser US\$ 500 milhões a US\$ 1 bilhão.

Assim, no dia 13 de janeiro de 1999, o governo ficou sem opção, e diante de imposições das circunstâncias, decidiu alterar a política cambial, de acordo com Modenesi (2005) desvalorizando o real mais intensamente sem o apoio de Gustavo Franco, até então, maior defensor e verdadeiro ícone e baluarte da âncora cambial do real valorizado e adepto do processo de lenta e gradual desvalorização da nossa moeda, sendo substituído por Francisco Lopes na presidência do Banco Central que conduziu a mudança.

Na concepção de Lopes, foi realizada uma mudança nas bandas cambiais onde estava implícita uma desvalorização maior da moeda nacional, uma maxidesvalorização, onde o piso e o teto da banda foram ampliados para R\$ 1,20 e US\$ 1,32, respectivamente. Assim, o ponto médio do intervalo de flutuação da taxa de câmbio se elevou em 7,7%, e sua amplitude aumentou de 8,9% para 10%. A partir dali, adotou-se um novo modelo de variação periódica da banda, com base numa média móvel das cotações observadas, e desenhando-se, no intervalo das bandas definidas, uma linha diagonal endógena, que delinearía o ritmo de desvalorização futura da moeda. Agora o real poderia acumular uma desvalorização mais intensa, ou seja, superior a 0,6% em determinado mês, na medida que a banda iria se ampliar. Pela nova sistemática, os limites para fixação das bandas cambiais passariam a ser atualizadas a cada três dias pela cotação média da taxa de câmbio referencial de venda – a PTAX 800 (MODENESI, 2005, P.357).

O que se deve ser observado é que apesar da mudança de estratégia que aceleraria a convergência para o regime de flutuação, a essência do sistema cambial permaneceu a mesma, ou seja, o sistema de banda rastejante, ainda que de forma mais flexível, pois houve apenas uma mudança na regra que determinou a evolução da banda cambial.

O mercado não atendeu a mudança, ficou confuso. A situação cambial se tornara extremamente grave, e a alteração anunciada foi insuficiente para revertê-la. Em dúvida, compraram dólares. No dia seguinte, (14 de janeiro) apesar da venda maciça de dólares por parte do Bacen, a taxa de câmbio alcançou o teto da banda, ao atingir o valor de R\$ 1,3195, e as reservas internacionais líquidas se retraíram em US\$ 3,2 bilhões.

De acordo com Giambiagi e Villela (2005) já não havia mais espaço para gradualismo na condução da política cambial, pois os agentes econômicos domésticos e externos haviam redobrado suas apostas contra o real. Sendo assim, com o intuito de preservar o pequeno volume de reservas ainda existentes, o Bacen retirou-se do mercado cambial no dia 15 de janeiro de 1999, deixando que a taxa de câmbio flutuasse livremente. Estabeleceu-se, desse modo, um sistema de flutuação suja da taxa de câmbio, fruto de sua incapacidade de sustentar o regime baseado na âncora cambial. O Banco Central foi obrigado a abandonar a política cambial atrelada ao dólar. Caso as autoridades tivessem insistido em manter o antigo regime, as reservas cambiais teriam se esgotado. Somente no dia da flexibilização do câmbio, o real desvalorizou-se 11% alcançando o valor de R\$ 1,4659.

#### 4.2.3 O regime monetário de metas de inflação

Em 4 de Março de 1999, Armínio Fraga assumiu a presidência do Banco Central, adotando mesmo que informalmente, o regime monetário de metas de inflação. Com isso o COPOM decidiu abandonar a sistemática de bandas de flutuação para a taxa de juros SELIC. O Bacen estabeleceu o sistema de metas de inflação, cuja a

principal finalidade era sinalizar a tendência futura da taxa básica de juros, diante da expectativa da elevação da inflação, tendo em vista a intensidade de desvalorização do real (MODENESI, 2005, p.360).

Assim, tornou-se público o comprometimento da autoridade monetária com a estabilidade de preços em um cenário de liberalização cambial, com a mudança de âncora nominal, passando de cambial para a monetária. A adoção formal do novo regime só veio ocorrer em junho de 1999.

#### 4.2.4 O desempenho cambial do regime monetário de metas de inflação

##### 4.2.4.1 No ano de 1999

O abandono do regime monetário de metas cambiais em substituição ao de metas de inflação em janeiro de 1999 para Modenesi (2005, p.371-373) foi seguido de um processo de *overshooting* da taxa de câmbio. Em 3 de março, a cotação média de venda do dólar atingiu o limite superior de R\$ 2,16, caindo para 1,67 em abril. A partir de maio, permaneceu relativamente estável e abaixo de R\$ 2,00 como mostra o gráfico 2.

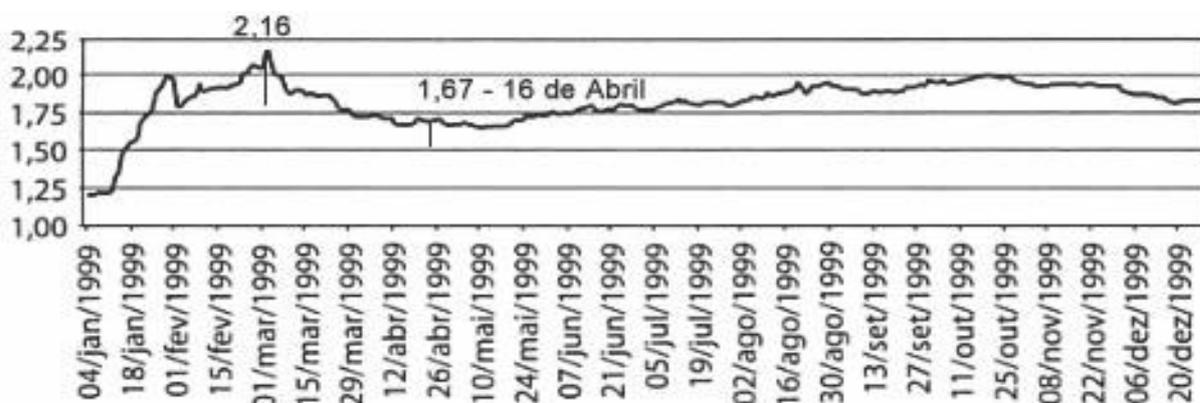


GRÁFICO 2 - TAXA DE CÂMBIO NOMINAL (PTAX800): 1999  
 FONTE: (BANCO CENTRAL DO BRASIL).

A desvalorização cambial gerou forte pressão sobre os bens *tradeables* com o exterior, impactando fortemente a taxa de variação do Índice de Preços por Atacado de Disponibilidade Interna (IPA-DI), ficando acima da inflação registrada pelo IPCA - como se observa na tabela abaixo - que ameaçava pelo efeito de contaminação do IPCA pelo repasse da forte desvalorização cambial através do repique inflacionário, o Bacen optou por uma política monetária ainda mais agressiva elevando a meta para a taxa de juros SELIC de 41% ao ano para 45% ao ano no mês de março. (TABELA 13)

TABELA 13 – VARIAÇÃO PERCENTUAL DO ÍNDICE DE PREÇOS POR ATACADO (IPA-DI) E DO ÍNDICE DE PREÇOS AO CONSUMIDOR AMPLO (IPCA): 1999

Mês	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
IPA-DI	1,6	7,0	2,8	-0,3	-0,8	1,4	2,0	2,2	2,3	2,6	3,6	1,6
IPCA	0,7	1,1	1,1	0,6	0,3	0,2	1,1	0,6	0,3	1,2	1,0	0,6

FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL.

A medida que o processo *overshooting* se revertia, a política monetária foi sendo flexibilizada progressivamente a partir do mês de março, quando em maio a meta estabelecida foi de 23% ao ano, sendo reduzida para 19% a.a. em setembro.

A mudança de regime monetário no ano de 1999 foi bem sucedida no controle da inflação. A economia foi mantida suficientemente desaquecida, de forma a evitar que a desvalorização cambial fosse repassada integralmente para os preços ao consumidor.

Portanto, de acordo com Giambiagi e Villela (2005, p.172,179) a desvalorização não teve os efeitos inflacionários temidos, como ocorrera no México em 1995, onde a forte desvalorização cambial teve grande impacto sobre o nível de preços. Isto ocorreu devido os seguintes fatos registrados que explicam a baixa inflação em 1999 - que foi de 8,9% a.a. - ficando dentro do intervalo de flutuação estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

1)A desvalorização ocorreu em um momento de vale da produção industrial, gerando uma contração de demanda que diminuiu muito a chance de repasse do câmbio aos preços.

2)A adoção de uma política monetária rígida que contribuiu para o desaquecimento da economia.

3)O cumprimento sucessivo de metas fiscais acertadas com o FMI, criando uma confiança crescente de que a economia seria mantida sob controle.

4)A percepção de que o real estava excessivamente sobrevalorizado antes da flexibilização do sistema cambial.

5)A definição, em junho, de uma meta de inflação de 8% para o ano, completou o ciclo de medidas para ajustar a economia.

A partir do começo de 1999, o Brasil iniciava um processo de retomada de crescimento que só viria a ser abortado pela combinação das crises de 2001.

#### 4.2.4.2 No ano de 2000

Neste ano, a moeda se estabilizou em torno de R\$ 2,00, reduzindo a volatilidade da taxa de câmbio. A cotação média mensal de venda do dólar flutuou entre o piso de R\$ 1,74 e o teto de R\$ 1,81 até agosto, apresentando, a partir deste mês, tendência de moderada elevação, fechando dezembro em R\$ 1,96, como mostra o gráfico 3 abaixo.

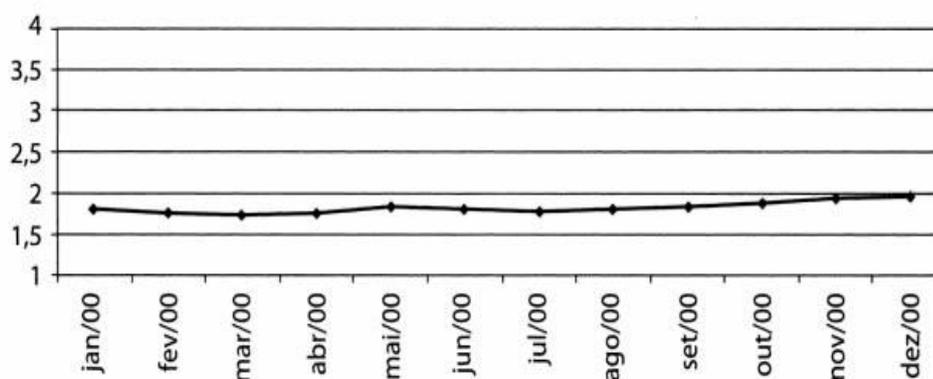


GRÁFICO 3 – TAXA DE CÂMBIO MÉDIA: 2000  
FONTE: (BANCO CENTRAL DO BRASIL).

Para Modenesi (2005, p.374) o ano de 2000, marcou o fim do processo do overshooting cambial, verificado pela moderada contenção da pressão inflacionária tanto nos preços ao atacado quanto nos preços ao consumidor, definiu um comportamento mais convergente de que o ano de 1999, como mostra o quadro abaixo.

A política monetária manteve-se praticamente inalterada durante, principalmente, o primeiro semestre, quando a partir daí a taxa foi sendo gradualmente reduzida até atingir 15,75% a.a. em dezembro.

Sendo desse modo, mais uma vez, o Banco Central cumpriu a meta estabelecida para a taxa de inflação, quando o IPCA acumulou em 2000, uma variação de 6,0% no ponto médio do intervalo de flutuação estabelecido pelo CMN.

#### 4.2.4.3 No ano de 2001

Em 2001, a economia foi prejudicada por uma sucessão de choques adversos, entre eles: (i) a crise do setor energético; (ii) a maior volatilidade do preço do petróleo; (iii) o aprofundamento da crise econômica argentina, que pelo efeito contágio diminuiu a entrada de capitais; (iv) a desaceleração da economia mundial, exacerbada pelos atentados terroristas de 11 de setembro e o consequente impacto depressivo no comércio internacional. (GIAMBIAGI; VILLELA, 2005, P.180)

A deterioração das condições econômicas internas e externas ocasionou em um intenso processo de desvalorização cambial, cuja a magnitude foi superior à verificada em 1999, quando em 2001 a moeda americana alcançou o piso de venda de R\$ 2,84 em outubro, fechando o ano em R\$ 2,36 e acumulando, assim, uma desvalorização média de 20,9%, como mostra o gráfico 4 a seguir.

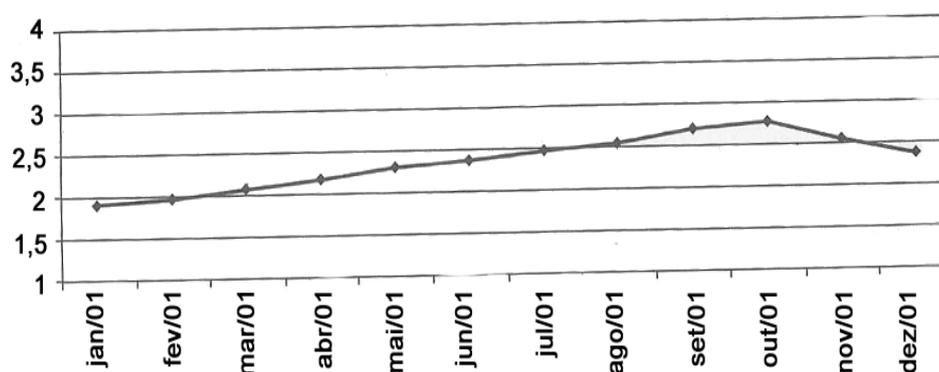


GRÁFICO 4 – TAXA DE CÂMBIO MÉDIA: 2001  
 FONTE: (BANCO CENTRAL DO BRASIL)

De acordo com Modenesi (2005) Dentro das expectativas otimistas com relação ao desempenho econômico brasileiro que foram revertidas, logo no início de 2001, a taxa de câmbio desvalorizada, aliada ao risco de desequilíbrio, em função do choque de oferta gerado pela crise do setor energético, elevou a expectativa de inflação, tendo em vista o potencial repasse do enfraquecimento da moeda brasileira para o nível de preços. Sendo assim, o Bacen reverteu o processo de flexibilização da política monetária logo no início de 2001, com o intuito de minimizar os efeitos inflacionários sobre o produto e do nível de emprego.

#### 4.2.4.4 No ano de 2002

A média mensal da cotação da venda do dólar esteve até maio de 2002 entre o piso de R\$ 2,32 e o teto de R\$ 2,48, mantendo, portanto, uma relativa estabilidade na taxa de câmbio. A partir deste mesmo mês, ocorreu um significativo processo de desvalorização, tendo a taxa de câmbio média alcançado R\$ 3,81 em outubro. Em seguida, verificou-se uma leve tendência de apreciação do real, quando o câmbio encerrou o ano com um valor em torno de R\$ 3,63, conforme o gráfico 5 abaixo.

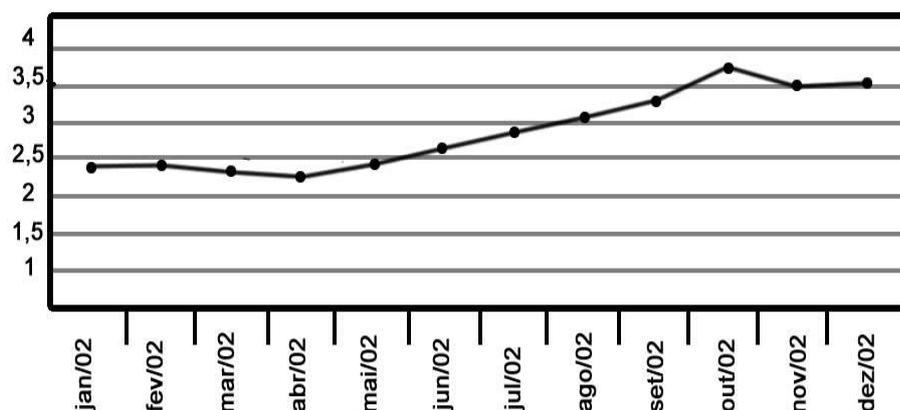


GRÁFICO 5 – TAXA DE CÂMBIO MÉDIA: 2002  
 FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL.

O IPA-DI em maio, já começara a captar o impacto da forte desvalorização cambial, registrando uma inflação superior de 60% em relação ao mês de abril. Nos meses seguintes a tendência foi de alta, tendo em dezembro registrado 3,14%.

O intenso processo de valorização cambial, principalmente, a partir de maio, pressionou fortemente os preços administrados que foram repassados para o IPA-DI, que acumulou uma variação de 35,4% e conseqüentemente para o IPCA de 12,53%, ou seja, pela primeira vez durante o Plano Real, foram verificadas taxas de inflação acima de um dígito.

No ano de 2002, as expectativas do COPOM, mais uma vez, com relação à trajetória da inflação não foram cumpridas. O repique inflacionário decorrente da intensa desvalorização cambial e a conseqüente expectativa negativa do futuro da taxa de inflação, exacerbada pelas incertezas em relação à sucessão presidencial, tornaram a meta para a taxa SELIC incompatível com a nova meta de inflação estabelecida para 2003 (MODENESI, 2005, P.377-380)

## 5 CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou elucidar o leitor a partir da análise do processo histórico da política cambial brasileira. A ênfase foi dividir o trabalho em três períodos, não somente enfocando a taxa de câmbio, mas também complementando o estudo, fazendo retrospectivas do contexto sociopolíticos da economia do Brasil no período.

A partir de uma análise em relação a primeira etapa do trabalho, do sistema de minidesvalorizações cambiais entre 1968, até o primeiro plano de estabilização, o Cruzado, observou-se com relação a (PPP) é que o processo de arbitragem internacional ignora as distinções entre bens comerciáveis e não-comerciáveis, sendo o preço destes, segundo Franco (1999, p.54), na literatura teórica, a melhor medida para a taxa de câmbio real. Segundo BALASSA (1964), utilizar a PPP, como critério para medir a taxa de câmbio real de equilíbrio de longo prazo produz um tipo de desvio, quando a produtividade do setor de bens comerciáveis cresce mais rápido que a do setor non-tradeables. O preço relativo daquele setor tenderá a crescer, já que os preços dos bens comerciáveis tendem a ser igualados na economia internacional. Um aumento no preço relativo dos não tradeables faz a moeda doméstica parecer sobrevalorizada, relativamente à paridade do poder de compra, isto se reflete, por que também a PPP não se sustenta se diferentes países que tem taxas diferenciadas de ganhos de produtividade, mudanças tecnológicas e graus diferentes de flexibilidade de preços que podem causar ganhos ou perdas de competitividade internacional, independentemente de mudanças na taxa de câmbio.

Sendo assim, as economias mais industrializadas no período tendiam a ter setores de bens comerciáveis maiores, tornando difíceis as comparações de níveis de renda per-capita, onde também os serviços tendiam a ser mais baratos nas economias emergentes. Estes fatos enviesavam para baixo o poder explicativo da (PPP) como indicador para definir a taxa real de câmbio de equilíbrio, como acontecia no Brasil, antes da abertura comercial na década de 1990. No período em que preponderou o sistema de substituições de importação a taxa de câmbio era fixa e haviam restrições a mobilidade de capitais e

importações, que reduziam o grau de competitividade e eficiência no setor produtivo dentro de um modelo de crescimento voltado para o mercado interno.

Sendo assim, segundo Zini Jr. (1995), esclareceu que esta política foi parcialmente responsável pela crise do setor externo pela qual o Brasil enfrentou, principalmente, depois do segundo choque do petróleo em 1979, o que resultou em restrições ao comércio internacional, queda nos termos de troca e conseqüentemente em recessão entre 1981 e 1983, quando a taxa de câmbio real mostrou grande volatilidade, o que posteriormente levou o país a enfrentar a crise da dívida externa que se estenderia praticamente até o final da “década perdida” de 1980. Com os planos de estabilização econômicos, buscou-se basicamente congelar a taxa de câmbio, para que ela servisse de instrumento complementar de contenção do processo inflacionário. Sendo que nenhum desses planos logrou êxito no controle da inflação.

Por, fim com a adoção do Plano Real, quando a moeda nova entrou em circulação em julho de 1994, imediatamente experimentou uma apreciação, e assim foi nos seus primeiros meses. O mesmo ocorrendo com outros diversos preços importantes na economia, como, por exemplo, aqueles que compõe a chamada cesta básica, que caíram 4,4% em julho e 4,3% em agosto. Ou seja, não só o Real subiu de preço, ou melhor, caiu o preço do dólar quando medido em real, como também o Banco Central não empreendeu nenhuma desvalorização com vista a compensar a inflação ocorrida desde então e também pela defasagem cambial acumulada desde os fracassados planos de estabilização anteriores, sendo parcialmente “amorteciadas” com desvalorização de 8,5% ocorrida no Plano Bresser, onde a taxa cambial neste programa não fora congelada.

Com o real artificialmente sobrevalorizado, o indicativo era que havia defasagem na taxa de câmbio de equilíbrio, com o intuito de controlar a inflação, o que prejudicou setores produtivos importantes que vinham sendo protegidos por barreiras comerciais e elevadas tarifas de importação e que subitamente foram expostos à concorrência internacional por produtos de qualidade superior à produção nacional. Fato é que a liberalização ocorreu de forma muito agressiva e que o atraso cambial estava impedindo o crescimento das exportações pois o

governo tardou na desvalorização do câmbio. A sobrevalorização artificial entre 1994 e 1998 refletiu-se negativamente nas contas externa, exercendo efeito potencial sobre a balança comercial e de serviços, ampliando brutaemente o déficit em conta corrente o que levou a crise cambial de janeiro de 1999. Consequentemente, o equilíbrio do saldo do balanço de pagamentos passou a requerer um forte influxo de poupanças externas, que, por sua vez, foi assegurado pela manutenção da taxa de juros SELIC em patamares excessivamente elevados. E mesmo com a adoção do regime monetário de metas de inflação, não foi eficiente, tendo sido abandonado em 2001. Tudo isso comprometeu o crescimento econômico do país no período, que foi pífio. Esse seria o desafio a ser enfrentado pelo próximo governo, conduzido pelo presidente Luiz Inácio Lula da Silva.

## REFERÊNCIAS

ABREU, M. de P. **Comércio Exterior: interesses do Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

BATISTA JÚNIOR, P. N. **Da Crise Internacional à Moratória Brasileira**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988.

BACHA, E. **Belínoia 2.0: Fábulas e ensaios sobre o país dos contrastes**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2012.

BELLUZO, L. Ç.; GOMES DE ALMEIDA, J. **Depois da Queda**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BRESSER PEREIRA, L. C. **Economia Brasileira na Encruzilhada**. Rio de Janeiro: FGV, 2006.

BRESSER PEREIRA, L.C.; VELLOSO, J.P.R. **Dívida Externa e Desenvolvimento**. Rio de Janeiro: José Olympio, 1990.

FRANCO, G. H. B. **O Desafio Brasileiro: ensaio sobre o desenvolvimento, globalização da moeda**. São Paulo: Editora Ltda., 1999.

GAROFALLO FILHO, E. **Câmbio, Ouro e Dívida Externa: de Figueiredo a FHC**. São Paulo: Saraiva, 2002.

GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A. **Economia Brasileira Contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GOLDENSTEIN, S. **A Dívida Externa Brasileira**. São Paulo: Editora Guanabara S.A, 1986.

MAKSOUUD, H. **O Cruzado e outras ilusões**. São Paulo: Visão, 1987.

MARQUES, R. M.; FERREIRA, M. R. J. **O Brasil sob a nova ordem: a economia brasileira contemporânea: uma análise dos governos Collor e Lula.** São Paulo: Saraiva, 2010.

MODENESI, A. de M. **Regimes Monetários: teoria e a experiência do Real.** Barueri: Manole, 2005.

MODENESI, A. de M. et al. **Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira.** Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2012.

MOFFITT, M. **O Dinheiro do Mundo: de Bretton Woods à beira da insolvência, tradução de Lucas Azevedo Assunção.** Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984.

MUNHOZ, D. G. **Dívida Externa: a crise rediscutida.** São Paulo: Ícone, 1988.

NAKANO, Y.; HOLLAND, M. **Taxa de Câmbio no Brasil: estudos de uma perspectiva do desenvolvimento econômico.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

SICSÚ, J. et al. **Câmbio e Controle de Capitais: avaliando a eficiência dos modelos macroeconômicos.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

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