

JOEL LOPES FARIAS

**CRISE CAMBIAL BRASILEIRA DE 1999
CAUSAS E CONSEQUÊNCIAS**

CURITIBA

2004

JOEL LOPES FARIAS

**CRISE CAMBIAL BRASILEIRA DE 1999
CAUSAS E CONSEQUÊNCIAS**

Monografia de Graduação, apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Economia no Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais e Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Aldair Rizzi

CURITIBA

2004

TERMO DE APROVAÇÃO

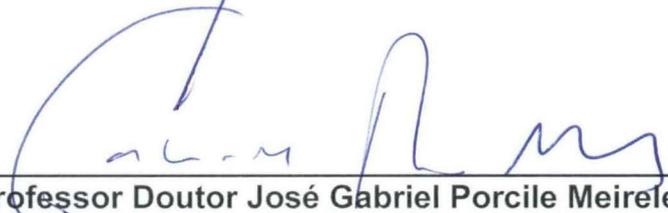
JOEL LOPES FARIAS

CRISE CAMBIAL BRASILEIRA DE 1999 - CAUSAS E CONSEQUÊNCIAS

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção de grau de Bacharel em Ciências Econômicas da Universidade Federal do Paraná, analisada pela banca examinadora formada pelos Professores:

Orientador: _____


Professor Doutor Aldair Rizzi


Professor Doutor José Gabriel Porcile Meireles


Professor Doutor Luiz Antonio Lopes

CURITIBA
2004

S U M Á R I O

LISTA DE GRÁFICOS	iv
LISTA DE TABELAS	v
RESUMO	vi
1. INTRODUÇÃO	02
2. REFERENCIAL TEÓRICO	06
2.1 ORIGEM DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL – O SISTEMA DE BRETTON WOODS, FMI E O BANCO MUNDIAL	06
2.2 AS CONTAS DO BALANÇO DE PAGAMENTOS	09
2.2.1 A Conta Corrente e o Endividamento Externo.....	10
2.2.2 A conta de Capital.....	11
2.3 A TAXA DE CÂMBIO	13
2.3.1 O mercado de Câmbio.....	15
3. ANÁLISE DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS DO PLANO REAL	22
3.1 O PLANO REAL	24
3.2 ANÁLISE DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS ADOTADAS DURANTE O PLANO REAL	27
3.2.1 A política monetária.....	27
3.2.2 A política cambial.....	30
4. ANÁLISE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS DURANTE O PLANO REAL	36
4.1 A BALANÇA COMERCIAL.....	36
4.2. A CONTA CAPITAL E FINANCEIRA.....	43
5. CONCLUSÃO	49
6. BIBLIOGRAFIA	53

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – TAXA DE CÂMBIO EM EQUILÍBRIO.....	20
GRÁFICO 2 – RESERVAS INTERNACIONAIS.....	32
GRÁFICO 3 – DÍVIDA TOTAL LÍQUIDA SETOR PÚBLICO EM % PIB	34

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – INFLAÇÃO MENSAL.....	25
TABELA 2 – IMPORTAÇÕES BRASILEIRAS EM US\$ BILHÕES.....	37
TABELA 3 – EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS EM US\$ BILHÕES.....	40
TABELA 4 – BALANÇO DE PAGAMENTOS.....	42
TABELA 5 – RESERVAS INTERNACIONAIS EM US\$.....	44

RESUMO

Esta monografia tem por finalidade analisar as principais causas e conseqüências da crise cambial ocorrida em janeiro de 1999, analisando as políticas econômicas adotadas na implantação do real, como a fixação do câmbio pelo Banco Central e a elevação da taxa de juros para atrair capital externo com o objetivo de manter o câmbio fixo. A abordagem teórica inicia com o surgimento do mercado financeiro internacional a partir de Bretton Woods, as principais contas do balanço de pagamentos e a taxa de câmbio. O objetivo é verificar como se comportaram a balança comercial e a conta capital financeira antes da crise cambial de 1999 e depois da mudança da política cambial, que deixou de ser de bandas cambiais para o regime de câmbio flutuante. Para estudar o comportamento destas duas principais contas do balanço de pagamentos, será abordadas as políticas monetárias, fiscais e cambiais adotadas desde a implantação do plano real em 1999 até 2002.

1. INTRODUÇÃO

O Brasil vinha desde a década de 80 passando por sérios problemas de inflação e diversas crises econômicas, experimentando ao longo dos anos vários pacotes econômicos e fiscais, sempre com o objetivo de dar sustentabilidade para a economia brasileira. Esse modelo de gerenciamento da economia estava bastante centrados em políticas ortodoxas, que se prolongou nos anos 90 e, influenciado fortemente por diretrizes indicadas pelas necessidades de ajustes atrelados à dinâmica do mercado financeiro internacional.

Com a estagnação da capacidade de financiamento e investimento dos setores estatais, iniciou-se nos anos 90 o caminho das privatizações, uma transformação da era do monopólio estatal para uma economia de livre mercado.

Com a eleição do Presidente da República Fernando Henrique Cardoso em 1994, o Brasil iniciou um programa de estabilização econômica através do Plano Real vindo estabelecer uma forte atração de investimentos internacionais de curto e longo prazo, mas junto também trouxe a geração de instabilidade econômica financeira na medida com que se internacionalizou grande soma de capital volátil de caráter especulativo, atraído pelas elevadas taxas de juros.

A economia mundial mostrou nos anos seguintes sinais de um colapso monetário em muitos países, principalmente na Ásia. A desvalorização cambial efetuada pela Tailândia em Julho de 1997, realizada para melhorar sua balança comercial com aumento das exportações, logo se espalhou como efeito dominó pela Coreia, Indonésia, Malásia e outros países do Sudeste Asiático afetando também as exportações brasileiras. Depois veio

a crise da Rússia e, então se criou uma expectativa muito grande de que o Brasil seria o próximo a vir ter sérias dificuldades em honrar seus compromissos assumidos, pois as reformas prometidas em campanha pelo então Presidente Fernando Henrique Cardoso não foram realizadas, tais como a reforma tributária e fiscal com a diminuição das despesas públicas e de déficit público.

Com a supervalorização do Real no início de 1994, aliada aos crescentes déficits públicos e constantes saldo negativos na balança de pagamentos, em Novembro de 1998 o Fundo Monetário Internacional, (FMI) anunciou um plano de ajuda ao Real através de um empréstimo de US\$ 41,5 bilhões procurando conter a crise cambial que se anunciava. Para obter essa ajuda o Brasil foi obrigado a assinar uma carta de intenções com o FMI, na qual se comprometia a colocar em prática medidas de controle do déficit fiscal. Em Janeiro de 1999, após as grandes crises e incertezas que o mercado financeiro mundial vinha passando desde 1997, os investidores passam a colocar a venda suas posições no mercado interno e a realizar lucros para minimizar as perdas sofridas nestes outros países.

“Houve uma forte saída de recursos do país por conta de um fator que se repetiria nas crises externas subseqüentes: investidores estrangeiros utilizaram-se dos recursos aplicados no Brasil para zerar perdas em outros mercados” (IEDI, 2000, p. 17).

Assim, com o esgotamento contínuo das reservas de capital brasileiro, ficou insustentável para o país manter a política cambial de então, face à fuga maciça de capitais que vinha ocorrendo dia após dia.

No início de Março de 1999 o Real estava sendo cotado a R\$ 2,20 frente ao Dólar, o equivalente a uma desvalorização de mais de 80% levando ao risco de uma explosão inflacionária.

Ao analisarmos essa questão da crise cambial brasileira de janeiro de 1999, fica evidente o quanto o Brasil esteve próximo do colapso financeiro por muitas semanas de janeiro a março daquele ano.

O objetivo deste estudo é analisar com maior riqueza de detalhes as políticas e dados econômicos que antecederam a crise cambial de Janeiro/99, bem como a interação do cenário político econômico após a desvalorização cambial efetuada em Jan/99.

Em face disso, o trabalho será dividido em 04 capítulos além dessa introdução.

No CAPÍTULO 2 será feita a abordagem teórica, começando pela criação do sistema financeiro internacional desde a conferência de Bretton Woods onde ocorreu debate entre vários economistas sobre um sistema que garantisse a liquidez de países com balança de pagamentos deficitárias. Em seguida serão apresentadas as contas que compõe a balança de pagamentos bem com suas funções e implicações dentro da economia. As taxas e o mercado câmbio também serão abordados devido sua relação com as taxas de juros domésticas e internacionais, reservas de capital em moeda estrangeira e o comércio internacional.

No CAPÍTULO 3 será feito um breve comentário sobre o cenário macroeconômico antes da implantação do plano real e como sucedeu a implantação do plano e posterior estagnação da inflação, meta

amplamente perseguida por muitos planos anteriores ao real sem obterem êxito. Em seguida temas centrais serão tratados como a política monetária, a política fiscal e a política cambial durante o plano real e os impactos que cada uma dessas políticas causou na economia brasileira nesse período.

No CAPÍTULO 4 será feita uma análise de como se comportou a balança de pagamentos, desde a implantação do plano real, e quais foram suas principais variações e implicações na economia brasileira. Entre as várias contas que compõe o balanço de pagamentos e suas devidas importâncias, será dada uma atenção maior ao balanço de pagamentos e na conta capital financeira, porque essas duas contas tem um impacto maior na taxa de câmbio e na vulnerabilidade externa da economia interna frente ao mercado financeiro internacional.

No CAPÍTULO 5 será apresentada uma breve conclusão sobre os principais fatos econômicos ocorridos durante o plano real e as conseqüências das medidas tomadas pelo governo sobre a economia brasileira, tanto no contexto externo quanto interno. Dentre esses fatos estão o comportamento da balança comercial, da demanda interna e do comportamento da taxa de juros.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 ORIGEM DO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL – O SISTEMA DE BRETTON WOODS, FMI E O BANCO MUNDIAL.

Após a Segunda Guerra Mundial, as nações vencedoras começaram a discutir os rumos do capitalismo pós-guerra e pós-primeira crise do capitalismo ocorrido na grande depressão de 1929. Os EUA saíram como um dos maiores vencedores desse conflito, impondo nos anos seguintes uma forte hegemonia sobre a Europa e Japão. Essa hegemonia ocorreu porque os EUA mantiveram de todo o aparato institucional criado em Breton Woods, foi também um dos grandes financiadores da reconstrução da Europa e Japão devastados pela guerra. Antes ainda do término do conflito, precisamente em Julho de 1944 na conhecida Conferência de Bretton Woods¹, economistas da Grã-Bretanha liderados por Keynes e americanos por Harry Dexter White traçaram os rumos da economia mundial.

Keynes defendia a criação de uma moeda mundial exclusiva para as relações monetárias internacionais, mas como a Inglaterra saíra fragilizada economicamente perante os EUA, prevaleceram as idéias de White e dos

¹ Segundo Eichengreen (1996), os objetivos de Keynes e White divergiam quanto as obrigações impostas para os países credores e devedores internacionais, da flexibilidade das taxas de câmbio e da mobilidade de capital. O plano de Keynes era de que os países pudessem flexibilizar suas políticas cambiais além de restrições nas transações internacionais para poder conciliar o pleno emprego com o balanço de pagamentos. A proposta central de Keynes era dividir o ônus entre países com déficits e superávit no balanço de pagamentos, ou seja, facilidade de crédito para aos países deficitários.

Ainda segundo Eichengreen (1996), White tinha como objetivo a ausência de controles rígidos de comércio e câmbio, favorável a um país hegemônico como os Estados Unidos. Apesar das divergências de opiniões vivenciadas em Bretton Woods duas instituições nasceram ali: o FMI e o Banco Mundial.

demais países capitalistas, criando um sistema de taxa de câmbio fixa ancoradas na moeda americana – dólar – cujo valor era atrelado ao ouro.

Para evitar desequilíbrios como ocorrera no passado com o padrão ouro, foram criados alguns mecanismos de ajuste, como o controle sobre movimento de capitais para evitar especulações e pressões instabilizadoras e a criação de uma instituição, o Fundo Monetário Internacional (FMI) com a finalidade de financiar os desequilíbrios na balança de pagamentos de países deficitários. Esse sistema funcionou bem até o início dos anos 60, quando mostrou sinais de vulnerabilidade. Isso ocorreu porque os EUA como grande financiador da reconstrução do pós-guerra, teve grandes saídas de capital, tanto pelo plano Marshall aprovado em 1947 que liberou grandes volumes de recursos, como pelo investimento de muitas empresas americanas no continente europeu. Logo após a guerra a economia americana viveu momentos de euforia pelos grandes volumes de exportações alcançadas, gerando saldos suficientes para cobrir a grande saída de moeda americana. Ocorreu que, com o passar dos anos a indústria européia e japonesa foi mostrando cada vez mais sinais de franca recuperação, diminuindo com isso as exportações americanas, causando déficits crescentes no seu saldo de transações correntes, reforçado pelo conflito do Vietnã que levou a gastos militares gigantescos. De outro lado, a concorrência internacional capitalista aumentou, reduzindo os recursos de transações correntes dos EUA, via redução de lucro repatriado.

Como o dólar estava atrelado ao ouro, e a Europa e o Japão possuíam grandes reservas de moeda americana, estes poderiam exigir a qualquer momento sua conversabilidade do dólar para o ouro, gerando assim uma grave crise financeira e a falência do sistema de Bretton

Woods. Para evitar isso, o então Presidente americano Richard Nixon rompe o padrão dólar-ouro em agosto de 1971, impondo como padrão internacional a moeda americana. A consequência dessa ação foi grande instabilidade financeira e cambial, falência das políticas Keynesianas na década de 70, prevalecendo o capital especulativo sobre o capital produtivo.

A década de 70 se inicia com índices de inflação jamais vistos, aumento do desemprego e estagnação econômica. A pressão inflacionária já não estava sendo compatível com um sistema de taxas de câmbio fixa e estava saindo do controle após o choque do petróleo em 1973.

Também muda o papel do Estado como fomentador de políticas públicas para aumentar a demanda agregada e manter a economia próximo de um regime de pleno emprego. Nesse momento deixa-se de lado a política de geração de emprego em troca de política de mercado de trabalho², que pode tanto ser ativa quanto passiva.

Face ao início de crises econômicas que se iniciam a partir dos anos 70, o aumento do comércio internacional e conseqüentemente um maior volume de circulação de mercadorias e serviços, além do risco que algumas economias passaram a apresentar, é interessante que se analise a importância do balanço de pagamentos, sobretudo para os países em desenvolvimento como o Brasil.

² A partir da década de 80 inicia-se uma maior aplicação na diversificação das políticas públicas. Aonde desde o pós-guerra o poder público tinha compromisso com o pleno emprego e incorporação social. A partir dos anos 80 as políticas de pleno emprego e renda são substituídas por políticas de mercado de trabalho.

Políticas Ativas de mercado de trabalho (OCDE, 1992): formação profissional; administração e serviços públicos de emprego; orientação, realocação, estágios e seguro desemprego.

Políticas Passivas de mercado de trabalho (OCDE, 1992): estímulo à aposentadoria; agência pública de emprego – SINE; elevação da idade do jovem para ingressar no mercado de trabalho (Pochmann, 1998).

2.2 AS PRINCIPAIS CONTAS DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

Na contabilidade nacional existem algumas contas que compõe a renda nacional como conta de Consumo, Investimento, Gastos do Governo e a Conta Corrente que os saldos de entrada e saída de capitais do país assim como o saldo entre as exportações e importações. O Balanço de Pagamentos é na verdade uma descrição de todas as entradas e saídas, ou seja, pagamentos e recebimentos de países estrangeiros, registrando como débito qualquer pagamento efetuado a um país estrangeiro e como crédito qualquer pagamento recebido de um país estrangeiro.

Conforme KRUGMAN E OBSTFELD (2001, p. 324), há dois tipos de transações internacionais que são registrados no balanço de pagamentos:

*Transações que envolvem exportação e ou a importação de bens e serviços e que, portanto, entram diretamente na conta corrente. Se alguém importa um bem do país **A**, o registro desta transação vai na conta do balanço de pagamentos do país **B**.*

*Transações que envolvem a compra e ou venda de ativos. Um Ativo é qualquer uma das formas em que a riqueza pode estar contida, como dinheiro, ações, fábricas, dívida do governo, terras ou selos raros. A conta Capital do balanço de pagamentos registra todas as compras ou vendas internacionais de ativos. Quando uma pessoa de um país **A** compra por exemplo, um imóvel no país **B**, se registra essa transação como débito na conta corrente do país **A**, já que está saindo deste país recursos financeiros para efetuar o pagamento da transação no país **B**.*

A maneira que se registra um débito ou crédito na conta de capital é semelhante aos registros da conta corrente onde se mede o saldo através

dos créditos das exportações e dos débitos com importações. Desta forma, qualquer movimentação, seja de entrada ou saída de bens e serviços, registra-se como crédito de um lado e como débito de outro. É o que se denomina método de partidas dobradas dentro da contabilidade nacional, já que se alguém está comprando um bem em outro país, terá que pagar esse bem com alguma espécie de pagamento, seja financeiro ou com bens e serviços. Portanto sempre vai existir o crédito e o débito no balanço de pagamentos.

2.2.1 As Transações Correntes

A conta corrente mede o volume das exportações e importações de bens e serviços de um país, inclusive das chamados “serviços de fatores” e transferências, resultando assim no saldo em conta corrente. Esse saldo dificilmente está em equilíbrio, ora revelando exportações maiores do que importações ou vice versa. Quando um país exporta mais do que importa, dizemos que este país atingiu um superávit em conta corrente e, se importou mais do que exportou, esse país está em déficit em sua conta corrente.

Conforme KRUGMAN E OBSTFELD (2001, p. 317)

A conta corrente também é importante porque mede o tamanho e a direção dos empréstimos internacionais. Quando um país importa mais do que exporta, está comprando mais dos estrangeiros do que está vendendo a eles e necessita de alguma maneira financiar esse déficit em conta corrente. Como ele paga as importações adicionais, uma vez gastas as receitas das exportações? Visto que o país como um todo pode importar mais do que exporta apenas se puder receber empréstimos dos estrangeiros, o país com um déficit em conta corrente deve estar aumentando sua dívida externa líquida no volume do déficit.

Se um país possui reservas acumuladas suficiente de capital, este poderá financiar um déficit em conta corrente, tendo como consequência a diminuição de sua riqueza líquida.

2.2.2 A conta de Capital

A conta de capital é a conta do balanço de pagamentos que registra a compra e venda de ativos entre países. Quando um país **A** recebe um empréstimo do país B, o país A está vendendo um ativo ao país B, ou seja, uma promessa de pagamento futuro acrescido de juros. Além de empréstimos e pagamentos de juros entre países, na conta capital se registra a entrada e saída de recursos financeiros entre residentes e não residentes. Essas transações financeiras são o envio e recebimento de

ativos monetários entre pessoas residentes em um país para outras que residem num outro país.

Outra transação importante na conta de capital é a compra e venda de ativos de reservas oficiais pelos bancos centrais.

Conforme KRUGMAN E OBSTFELD (2001, p. 328)

*O Banco Central de uma economia é a instituição responsável por gerenciar a oferta de moeda. As reservas internacionais oficiais são ativos estrangeiros mantidos pelos bancos centrais como um amparo contra o infortúnio nacional. Os bancos centrais normalmente compram ou vendem reservas internacionais nos mercados de ativos privados para afetar as condições macroeconômicas de suas economias. As transações oficiais desse tipo são denominadas **intervenção oficial no mercado de câmbio**. Uma razão para que a intervenção nesse mercado possa alterar as condições macroeconômicas é que ela é uma forma de o banco central injetar moeda na economia ou retirar-la de circulação. As agências do governo que não os bancos centrais podem manter reservas estrangeiras e intervir oficialmente nos mercados cambiais.*

Quando um banco central compra ou vende um ativo estrangeiro, a transação aparece na conta de capital do país como se ela tivesse sido feita por um indivíduo.[grifo dos autores]

2.3 A TAXA DE CÂMBIO

Como cada país tem sua moeda local, cada moeda de um país tinha sua cotação em relação ao ouro, vindo a mudar após a convenção de Bretton Woods, quando passou a ser cotado em relação ao dólar-ouro e após 1971 prevalecendo como moeda de referência internacional somente o dólar. Os bens e serviços de cada país são valorizados de acordo com sua moeda local. Porém, para fazer uma comparação entre os mesmos produtos ou serviços entre países diferentes, sempre tomamos como referência o dólar. Quando fazemos a comparação entre as moedas de dois países chegamos a denominação de taxa de câmbio, ou seja, qual a relação de valor entre uma moeda de um país A em relação ao país B.

Denominamos como apreciação na taxa de câmbio uma valorização da moeda local em relação a uma moeda estrangeira, como ocorreu com a moeda brasileira, o real, quando da implantação deste em 1994, onde um real tinha o mesmo valor de um dólar. Uma apreciação na taxa de câmbio pode tornar os preços de um país em relação aos estrangeiros mais caros, podendo comprometer a balança comercial.

Denomina-se depreciação na taxa de câmbio quando uma moeda local é desvalorizada em relação a uma moeda estrangeira, como ocorreu no plano real, quando o governo brasileiro se utilizou das chamadas bandas cambiais³, e desvalorizou o real em relação ao dólar, dentro de um patamar mínimo até um nível máximo, por exemplo, entre 1,20 e 1,30 (Setembro 1998)

³ Bandas de Flutuação entre um valor mínimo e máximo estipulado pelo Banco Central. (Rosseti, 1997, p. 898)

Há dois conceitos sobre as taxas de câmbio. A taxa de câmbio nominal é definida como sendo o preço relativo de diversas moedas.

Segundo BLANCHARD (1999, p. 195) pode-se definir a taxa de câmbio nominal como “o número de unidades de moeda doméstica que se pode obter com uma unidade de moeda estrangeira ou, de maneira equivalente, como o preço da moeda estrangeira em termos da moeda doméstica”.

Já a taxa de câmbio real é obtida entre a relação dos preços dos bens domésticos em razão dos preços dos bens estrangeiros. Antes de analisar o mercado de câmbio, é importante ressaltar os regimes cambiais praticados durante o plano real.

Em um regime de **taxas de câmbio fixas**, a taxa é determinada pelo Banco Central que compra e vende moedas a um preço fixo em relação ao dólar, controlando assim a demanda e a oferta fazendo com que o preço (a taxa de câmbio) permaneça fixo.

Em um regime de **taxas de câmbio flexíveis ou flutuantes**, o banco central permite que as taxas de câmbio se ajustem de acordo com a oferta e demanda. Taxas de câmbio flutuantes podem ser consideradas como flutuação limpa ou flutuação suja (dirty floating).

Na **flutuação limpa** as taxas de câmbio são determinadas nos mercados de câmbio livremente sem a intervenção do Banco Central.

Já na **flutuação suja** o Banco Central intervém na compra e venda de moedas estrangeiras com o intuito de influenciar as taxas de câmbio.

Num regime de bandas cambiais o Banco Central estipula um limite máximo e mínimo na variação da taxa de câmbio, sendo que a flutuação no mercado de câmbio não pode sair dos limites estipulados.

2.3.1 O Mercado de Câmbio

Como peças principais da composição do mercado de câmbio, podemos destacar os bancos comerciais, as empresas que atuam no mercado internacional, as instituições financeiras não bancárias e os bancos centrais. Serão melhores analisados os três componentes que tem participação mais significativa no mercado de câmbio.

- a) Como a maioria das transações de câmbio envolvem a troca de depósitos bancários em moedas diferentes, a participação dos bancos comerciais tornam-se muito relevante em todas as transações internacionais que envolvem o débito e o crédito nas contas desses bancos nos principais centros financeiros do mundo.

- b) As empresas que se instalam em diversos países, obrigatoriamente necessitam efetuar remessas de ativos financeiros de suas matrizes para financiar a abertura de subsidiárias em outros países, assim como posteriormente quando estas obtiverem lucro, enviarão parte de seus lucros para suas matrizes. Dessa forma, se pegarmos como exemplo uma empresa multinacional que irá se instalar no Brasil, a Matriz estrangeira irá enviar moeda estrangeira para o Brasil, e aqui será convertido em Real para poder efetuar os pagamentos dentro do país. Por outro lado quando a filial multinacional obtiver lucros, esses serão em Real, que terá que ser convertido, por exemplo, em dólar para ser enviado a Matriz no exterior. Portanto, entre as empresas há sempre fluxos de capitais circulando entre as economias.

c) Os bancos centrais têm papel fundamental nas políticas macroeconômicas, já que como citado anteriormente, estes podem interferir no mercado de câmbio, ora ofertando moeda estrangeira, ora comprando moeda estrangeira. Normalmente o volume de transações dos bancos centrais não é muito grande, a não ser nos casos de intervenção.

Dentro do mercado de câmbio há um instrumento de grande poder de influência sobre as taxas de câmbio e taxas de rendimento de ativos. Os ativos financeiros podem ser dinheiro em espécie, imóveis, ações, títulos e outros. O que se espera de cada desses ativos é qual o melhor rendimento que cada um pode proporcionar à seus detentores a curto, médio e longo prazo. Sempre um rendimento de um ativo está atrelado aos seus riscos e sua liquidez (KRUGMAN E OBSTFELD (2001, p. 351). Podemos definir como risco a previsão de valor que determinado ativo poderá alcançar num futuro próximo. Esse valor futuro poderá ser bem maior do que o atual ou até mesmo desvalorizar-se conforme forem as circunstâncias. Outro fator determinante no mercado de ativos é sua liquidez. Um poupador que possui um imóvel de valor estimado, terá dificuldade em se desfazer deste imóvel, ao contrário de alguém que possua moeda.

As taxas de juros também têm grande influência sobre o mercado de câmbio. Os grandes volumes de depósitos poderão aumentar ou diminuir de acordo com a taxa de juros que irá remunerar esses ativos. Se a taxa de juro paga sobre um depósito em moeda for menor do que a taxa de rendimento de uma propriedade, por exemplo, o investidor preferirá se

desfazer da moeda e adquirir esse imóvel pra revende-lo no futuro com uma taxa de rendimento maior do que se estivesse deixado a moeda depositado numa instituição financeira. São pagos juros sobre os depósitos porque os pagadores desses juros, no caso as instituições financeiras, emprestarão esses ativos à terceiros a uma taxa remuneratória maior, obtendo assim lucros.

Portanto, a taxa de juros no mercado de câmbio, pode influenciar significativamente uma maior ou menor quantidade moeda em circulação. Supondo que uma taxa de juros esperada sobre um depósito fosse próxima de zero, praticamente ninguém iria poupar, preferindo gastar todo o seu rendimento, pela qual afetaria o equilíbrio do mercado monetário, pois neste caso a demanda por moeda seria maior.

Ainda sobre os ativos e seus rendimentos, KRUGMAN E OBSTFELD (2001, p. 350) definem a taxa de rendimentos desta forma:

“Como o objetivo da poupança é promover o consumo futuro, julgamos o desejo de ter um ativo em grande parte à base de sua taxa de rendimento, isto é, o aumento percentual em valor que ele oferece no decorrer de um período de tempo.”

A grande dificuldade é de saber qual será a taxa de rendimento que um ativo pagará após sua compra. Tanto o valor pago por um ativo quanto o preço de sua recompra são difíceis de serem previstos. A tomada de decisão para se adquirir um ativo será baseada em uma taxa de rendimento esperado no futuro. Para se ter uma comparação mais exata sobre a taxa de rendimentos de ativos diferentes, o ideal é que essa comparação seja feita em uma mesma unidade de valor, por exemplo, em dólares.

Para os poupadores há dois pontos essenciais para a tomada de decisão na aquisição de um ativo, de acordo com KRUGMAN E OBSTFELD (2001, p. 351):

Quanto ao risco: Nem sempre é possível prever qual o rendimento que um determinado ativo terá num determinado intervalo de tempo. Sempre que a taxa real esperada de um ativo apresentar risco elevado de flutuação, ou seja, não se tem um mínimo de certeza de seu rendimento futuro, haverá uma rejeição maior por parte dos poupadores, pois deixará seu capital com uma variação não desejada.

Quanto á liquidez: Um ativo com grande poder de liquidez é aquele em que o poupador poderá se desfazer a qualquer momento com o mínimo de empecilho. Um imóvel, por exemplo, seu detentor encontrará dificuldades caso queira liquidá-lo de imediato pelo preço que vale.

Para saber qual a taxa de rendimento de um depósito de uma determinada moeda, é necessário saber qual é a taxa de juros da moeda. (KRUGMAN E OBSTFELD, 2001, p. 352) definem:

Assim como em outros mercados de ativos, os participantes do mercado de câmbio baseiam suas demandas por depósitos de diferentes moedas em uma comparação das taxas de rendimento esperadas desses ativos. Para comparar rendimentos de depósitos diferentes, os participantes do mercado necessitam de dois tipos de informação:

Primeiro, eles necessitam saber como os valores monetários dos depósitos irão mudar. Segundo, eles necessitam saber como as taxas de câmbio irão mudar, de modo que possam traduzir taxas de rendimentos medidas em moedas diferentes em termos comparativos.

No mercado de câmbio as taxas de juros são importantes devido aos grandes depósitos pagarem taxas de juros diferentes de acordo com o tipo de moeda.

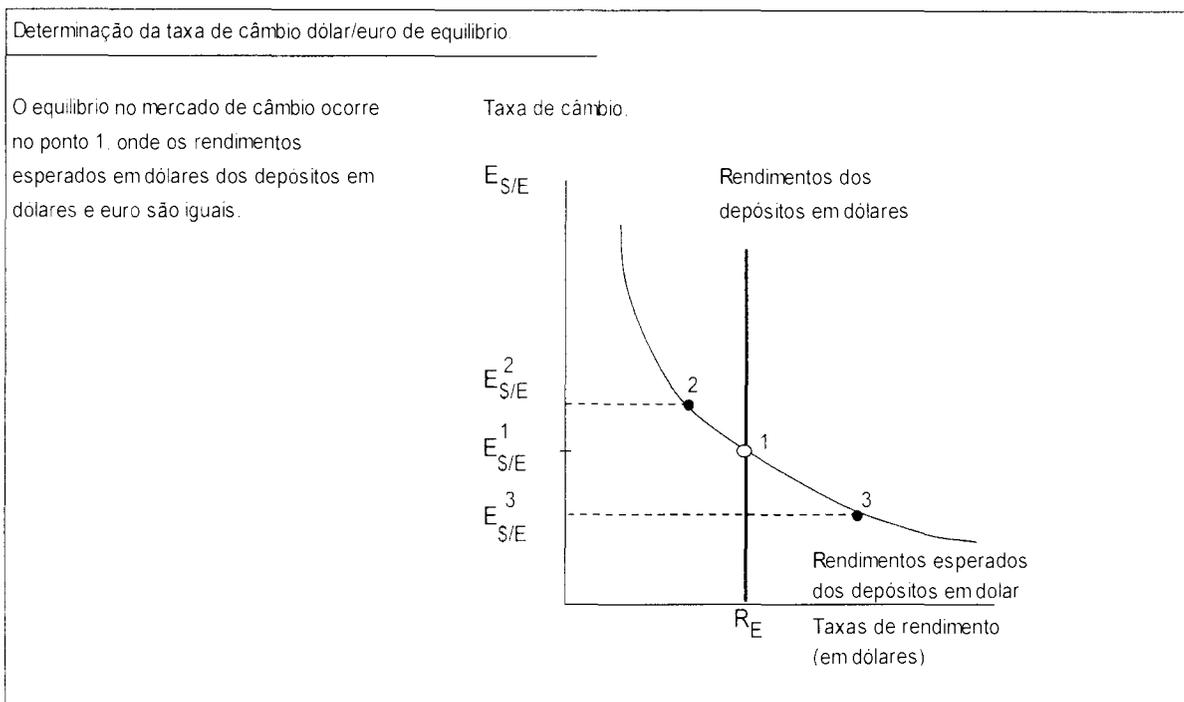
Vamos verificar como acontece o equilíbrio no mercado de câmbio, no qual KRUGMAN E OBSTFELD (2001, pág. 357) explicam:

O mercado de câmbio está em equilíbrio quando os depósitos de todas as moedas oferecem a mesma taxa de rendimento esperada. A condição de que os rendimentos esperados dos depósitos de quaisquer duas moedas sejam iguais quando medidos em uma mesma moeda é denominada **condição de paridade dos juros**. Ela implica que os detentores potenciais de depósitos de moedas vejam-nos como ativos igualmente desejáveis. [grifo dos autores]

Sendo assim, o mercado de câmbio estará em equilíbrio quando a condição paridade dos juros ocorre. Suponha-se que uma taxa de juros em Euros seja de 6%, mas haja expectativa de uma depreciação do dólar em relação ao euro a uma taxa de 10% em um ano. Neste exemplo a taxa de rendimento em euro é 4% maior do que em relação ao rendimento em dólar. Como os poupadores sempre irão preferir manter depósitos em moeda que ofereça uma taxa de rendimento maior então os detentores de depósitos em dólar tentarão vender seus ativos e trocar por euro, acarretando assim um excesso de oferta de dólares. Por tanto o mercado de câmbio estará em equilíbrio quando houver a condição da paridade dos juros como afirma KRUGMAN E OBSTFELD (2001, p. 358). “Apenas quando todas as taxas de rendimento esperadas forem iguais – isto é, quanto a condição da paridade dos juros ocorrer – não haverá oferta excedente de algum tipo de depósito nem demanda excedente por outro. O mercado de câmbio está em equilíbrio quando nenhum tipo de depósito tem excesso de demanda ou excesso de oferta”

Supondo a taxa de juros em dólar R_S e a taxa de juros em euro, R_E , e a taxa de câmbio dólar/euro, $E^e_{S/E}$, são dadas, podemos ver como a taxa de câmbio dólar/euro de equilíbrio é determinada, conforme gráfico 13.4 em KRUGMAN E OBSTFELD (2001, p. 361) a seguir:

GRÁFICO 1 – TAXA DE CÂMBIO EM EQUILÍBRIO



Se partirmos do ponto 2 a taxa de rendimentos em euro é menor que a taxa de rendimento em dólar. Neste caso quem tem depósito em euro tenderá a se desfazer em troca dos depósitos em dólar, não permitindo o equilíbrio no mercado de câmbio. Para que os detentores de euro possam trocar por dólar, terão que oferecer um preço mais atrativo pelos dólares, diminuindo assim a taxa de câmbio dólar/euro para $E^1_{S/E}$, tornando assim o euro mais barato em relação ao dólar. À taxa de câmbio

atingindo $E^1_{S/E}$, tanto os depósitos em euro quanto em dólares terão rendimentos iguais levando novamente o mercado de câmbio ao equilíbrio.

No capítulo 3 a seguir será analisada questão de políticas econômicas adotadas durante o plano real e sua relação com a teoria econômica, as conseqüências do regime de câmbio fixo sobre a balança de pagamentos e sobre tudo o que levou o governo a promover a desvalorização cambial em janeiro de 1999 e, qual o impacto na economia brasileira a partir desta.

3. ANÁLISE DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS DO PLANO REAL.

Com a abertura econômica iniciada nos anos 90 pelo então Presidente da República Fernando Collor de Melo, o país fez grande acumulação de reservas de capital, que permitiu a possibilidade da implantação do Plano Real em 1994, com uma supervalorização do Real em relação ao dólar em Julho de 1994, de R\$ 1,00 para US\$ 1,00, chegando em Setembro 1994 ao patamar de R\$ 0,85 por dólar (dados do Banco Central). Houve forte elevação das taxas de juros, onde a taxa Selic ficou em 3,8% e a inflação entre 0,8% (variação do IPC-FIPE) e 1,8% (variação do IPA-DI) na qual atraiu grandes volumes de capitais estrangeiros.

Essa supervalorização do real foi alcançada por determinação do Banco Central através da fixação do preço do dólar em relação ao real, atuando assim sob uma política cambial em regime de câmbio Fixo⁴.

Os reflexos negativos dessa política cambial logo foram percebidas pelo governo, que fez tentativa em seguida de outras medidas de intervenção no mercado de câmbio, como a compra e venda de moeda americana para tentar manter a qualquer custo o regime adotado de câmbio fixo, com base nas grandes reservas de capital que o país tinha no momento. (mais de US\$ 40 bilhões em Julho de 1994 (fonte Bacen). Essa tentativa de intervenção foi devido a mudança na balança comercial que passou de superavitária (US\$ 850 milhões) em Dezembro de 1993 para deficitária (US\$ 850 milhões) em dezembro de 1994.

Essa medida perdurou até Março de 1995, quando o Banco Central anunciou nova mudança na política cambial brasileira, vindo a implantar a

⁴ Fixação da taxa de câmbio pelo Banco Central. KRUGMAN E OBSTFELD (2001,p. 504)

política cambial sob regime de bandas cambiais, onde o preço do dólar era fixado sob um valor mínimo e máximo, onde o mercado deveria operar dentro desta banda. Sempre que alguma situação no mercado de câmbio ameaçasse o rompimento desta banda, o Banco Central intervinha retirando ou injetando dólares no mercado financeiro, para sustentar a banda estabelecida. Sobre esse regime de flutuação das bandas cambiais, vemos em ROSSETI (1997, p. 898) que:

[...] o meio-termo entre as flutuações totalmente livres de controle central e a fixidez é a adoção de bandas de flutuação cambial, definidas pelas autoridades monetárias como balizas para os limites inferior e superior das oscilações. Neste caso, as autoridades monetárias manterão estoques de divisas conversíveis suficientes para intervir no mercado (deslocando para cima e para baixo as curvas de oferta e procura) em situações de fortes e indesejáveis flutuações.

Ainda sobre as flutuações cambiais, AMARAL e LIMA (2001, p. 62) nos dizem:

“A operacionalização do sistema de bandas cambiais propiciava maior flexibilidade ao Banco Central, no que diz respeito ao desenvolvimento da política de câmbio, já que poderia haver um certo grau de oscilação, sem que o Bacen necessitasse intervir”

Devido a sucessivas crises em países de economia classificadas como economias emergentes, nas quais resultou numa fuga constante de capitais do país, aliado a déficits fiscais públicos crescentes, além de desequilíbrio na balança comercial, tendo um grande esgotamento das

reservas de capital (houve uma redução de aproximadamente US\$ 35 bilhões entre Abril/98 e Outubro/1998), tornou-se insustentável o atual regime de política cambial sob bandas cambiais, já que as incertezas sobre a economia brasileira se agravaram com a crise da Rússia em 1998. Isso levou o governo brasileiro a mudar a política cambial para o regime de câmbio flutuante em Janeiro de 1999. No início o real teve uma superdesvalorização em relação ao dólar chegando a ser cotado em Março de 1999 a R\$ 2,16 por dólar (dados do Banco Central), levando assim a economia brasileira a novos cenários, principalmente com a retomada do equilíbrio na balança comercial brasileira que vinha apresentando déficits elevados nos últimos anos.

3.1 O PLANO REAL

O Plano Real foi um programa de estabilização pré-anunciado em dezembro de 1993 e, implementado em três etapas seqüenciais:

- a) O ajuste fiscal de emergência;
- b) A eliminação da inflação através da conversão de preços e salários a uma unidade de conta estável, a Unidade Real de Valor (URV);
- c) A reforma monetária, pela transformação da URV na nova moeda, o real.

Na primeira etapa, o Congresso aprovou um orçamento federal na qual os cortes de despesas foram possibilitados pela criação do Fundo Social de Emergência, que desvinculava 20% das despesas da União em 1994 e 1995 e aumentava, dessa forma, a flexibilidade da execução orçamentária.

O real foi então introduzido em julho de 1994 apesar da elevada incerteza que naturalmente cercava a nova tentativa de estabilização. Seu sucesso inicial na estabilização da inflação foi inequívoco. Esta despencou de um nível superior a 40% ao mês em junho de 1994 para menos de 1% a.m. no final do ano, conforme podemos observar na tabela a seguir.

TABELA 1 – INFLAÇÃO MENSAL

Mês	A variação % mensal
jan/94	39.79
fev/94	43.06
mar/94	42.67
abr/94	43.24
mai/94	46.24
jun/94	47.2
jul/94	6.79
ago/94	1.38
set/94	1.22
out/94	0.43
nov/94	0.45
dez/94	0.01

Fonte: IBGE

O plano Real, instituído com o objetivo de por fim a mais de uma década de crise inflacionária, baseava-se, de um lado, na tentativa de cortar a inflação inercial e, de outro lado, no estabelecimento de uma âncora cambial. A introdução da URV (unidade real de valor) como um indexador universal visava criar as condições para tornar neutra a inflação na medida em que os preços da economia tenderiam a ser corrigidos pelo mesmo indexador em um determinado intervalo de tempo. O passo seguinte foi criar uma nova moeda não contaminada pela inflação passada, o real, que equivaleria a uma URV, que por sua vez correspondia a um dólar. (CORSI, 2000, p. 2).

Assim, houve um período de transição para que a convergência de valores fosse efetuada.

Entre Março e Junho de 1994, salários, preços e tributos foram convertidos em URV. Com isso, esperava-se alinhar os preços relativos da economia. O passo seguinte foi criar uma nova moeda não contaminada pela inflação passada, o real, que equivaleria a uma URV, que por sua vez correspondia a um dólar. Embora a inflação não tenha caído drasticamente de imediato, como o esperado, ela declinou sensivelmente nos meses seguintes à implantação do real. (CORSI, 2000. p. 3)

Essa queda na inflação pode-se observar na tabela 1 apresentada acima.

Ao ser implantado, o plano Real se serviu de duas âncoras principais:

- a) Âncora monetária;
- b) Âncora cambial.

A primeira foi usada pelo governo como instrumento de controle dos meios de pagamentos e como sinalizador aos agentes de que a oferta de moeda sofreria um maior controle. A política monetária influencia a economia graças ao estoque de moeda e à taxa de juros.

A segunda trata do controle das relações comerciais entre o Brasil e o resto do mundo.

A política cambial conta com duas importantes variáveis:

A taxa de câmbio e o saldo da balança de pagamentos, que se compõe de três elementos: Saldo da balança comercial, Conta de serviços e Conta de capital.

Com a estabilização alcançada com o Plano Real a partir de Julho/94 onde foi possível realizar o controle da inflação após décadas de tentativas com diversos planos que não deram certo, vamos analisar como se manteve o equilíbrio do mercado de câmbio e do mercado monetário sob o

regime de câmbio fixo adotado pelo Banco Central na implantação do Real, onde 1 US\$ era equivalente a 1 R\$.

3.2 ANÁLISE DAS POLÍTICAS ECONÔMICAS ADOTADAS DURANTE O PLANO REAL

3.2.1 A política monetária

A demanda agregada aumentou com a estabilização da inflação principalmente com o crédito ao consumidor. O aumento da demanda agregada aumentou também a demanda por moeda, que por sua vez diminuiu a taxa de juros doméstica. Para manter em equilíbrio a taxa de câmbio fixada pelo Banco Central, este tem que eliminar o excesso de moeda local, comprando ativos estrangeiros através de emissão de moeda local, aumentando assim a oferta de moeda doméstica.

“Sob uma taxa de câmbio fixa, as ferramentas da política monetária do banco central são menos poderosas para afetar a oferta de moeda ou a produção da economia” (KRUGMAN E OBSTFELD).

O uso de política monetária para uma ampliação da oferta monetária e aumento da produção tem diferentes resultados sob um regime de

câmbio fixo e flutuante, conforme define KRUGMAN E OBSTFELD (2001, p. 508).

Comprando ativos domésticos sob uma taxa flutuante, o Banco Central causa um excesso de oferta inicial da moeda doméstica que diminui simultaneamente a taxa de juros doméstica e enfraquece a moeda. Sob uma taxa de câmbio fixa, o banco central resistirá a qualquer tendência de depreciação da moeda vendendo ativos estrangeiros em troca de moeda doméstica e removendo o excesso de oferta de moeda inicial causada quando de sua mudança de política. Como qualquer aumento na oferta de moeda doméstica, independente de quão pequeno, causa uma depreciação da moeda doméstica, o banco central deve continuar vendendo ativos estrangeiros até que a oferta de moeda retorne a seu nível original. No final, o aumento dos ativos domésticos do banco central é exatamente compensado por uma diminuição igual das reservas internacionais, mas nada mais. Assim, ao fixar a taxa de câmbio, o banco central perde sua capacidade de usar a política monetária para propósitos de estabilização macroeconômica. No entanto, a segunda ferramenta de estabilização do governo, a política fiscal, é mais efetiva sob uma taxa fixa do que sob uma taxa flutuante.

Portanto, a política monetária exerce forte influência sobre a economia de acordo com o estoque de moeda apresentado e a taxa de juros.

Num primeiro momento os resultados obtidos foram positivos, regredindo os patamares de hiperinflação responsável pela desestabilização econômica, tendo um aumento da atividade econômica com redução do desemprego. Houve aumento na renda e pequena desconcentração na distribuição desta. A queda na inflação permitiu o acesso ao consumo das classes de renda mais baixas via aumento do crédito ao consumidor, já

que se tinha uma certa garantia com o valor fixo das prestações, aumentando assim a demanda agregada (BAER, 1995, p. 381-382).

A redução rápida da inflação produz um crescimento rápido do consumo do setor privado e se nesse período de ajuste inflacionário a política fiscal não for contracionista com uma redução dos gastos do governo para contrabalancear com a ampliação do consumo privado, pode gerar desequilíbrios externos, ou seja, não sustentação dos déficits na conta corrente (PASTORE e PINOTTI, 1996, p. 27).

Nos meses subseqüentes à implantação do plano real ocorreram alguns problemas como a valorização cambial, problemas nos saldos da balança comercial e aumento da taxa de juros. A elevação da taxa de juros fez parte da política monetária contracionista com objetivo claro de conter o aumento da demanda. Além da elevação da taxa de juros o governo também efetuou a recompra de títulos públicos e recolhimento de compulsório sobre os bancos em 100% sobre os depósitos a vista.

O aumento dos juros internos causou impacto aumentando a dívida externa e pública, tornando o déficit em conta corrente maior. Isso ocorreu devido a inviabilização dos investimentos produtivos internos por causa dos elevados custos de financiamento, afetando assim a produção e o volume de competitividade externa.

Com um endividamento externo cada vez maior, aumentaram também as remessas de juros e dividendos ao exterior contribuindo assim para o desequilíbrio na conta de serviços elevando seu déficit. Desse modo o equilíbrio na balança de pagamentos estava estritamente ligado ao mercado monetário em detrimento do sistema produtivo.

Sobre o impacto que a política cambial causou principalmente na balança comercial e na elevação taxa de juros, será visto a seguir.

3.2.2 A política cambial

Durante o Plano Real as elevadas taxas de juros utilizadas para conter a inflação como instrumento de política monetária com o intuito de frear o aumento da demanda agregada, elevaram ainda mais os déficits públicos, o que tornou praticamente impossível realizar uma política fiscal expansionista. Na ausência de política fiscal, foi utilizada a política monetária em conjunto com a âncora cambial para que o governo lograsse êxito na contenção do aumento do consumo interno.

“Diferentemente da política monetária, a política fiscal pode ser usada para afetar a produção sob uma taxa de câmbio fixa. Com efeito, ela é ainda mais efetiva do que sob uma taxa flutuante. Sob uma taxa flutuante, a expansão fiscal é acompanhada de uma apreciação da moeda doméstica que torna os bens e serviços domésticos mais caros e, portanto, tende a contrabalançar o efeito direto positivo da política sobre a demanda agregada” (KRUGMAN E OBSTFELD ,2001)

Como o plano real foi concebido sobre uma âncora de reservas cambiais, ou seja, manter a moeda nacional ancorada a um grande volume

de reservas internacionais, neste caso o dólar, é o que garantia a fixação da taxa de câmbio frente ao dólar e daria condições para mantê-la.

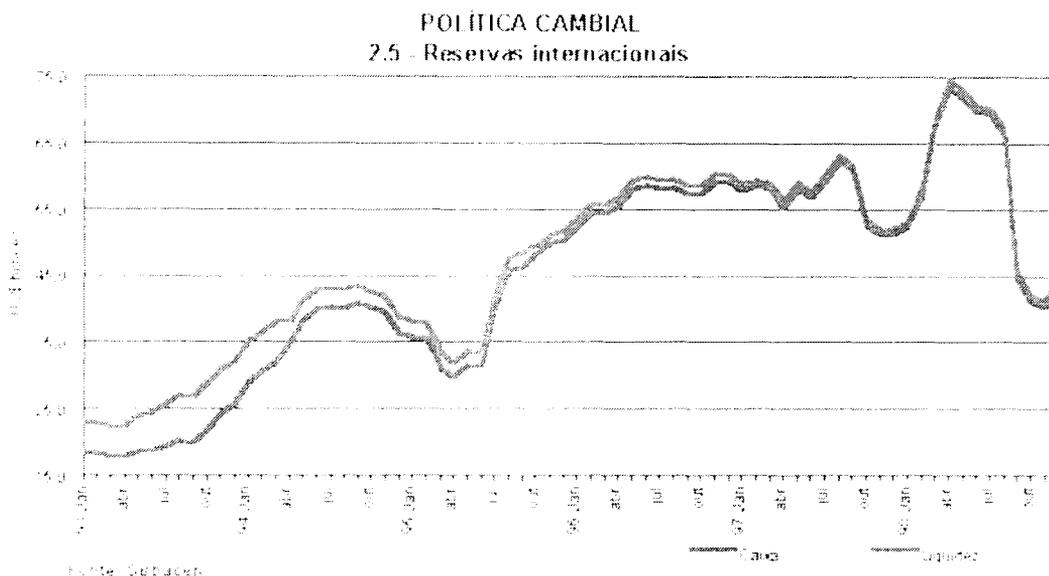
A grande questão é que a entrada de moeda estrangeira não estava vinculada a superávits na balança comercial, mas sim com superávit na conta capital da balança de pagamentos graças às elevadas taxas de juros internas que atraíam grandes volumes de recursos financeiros como forma de investimentos especulativos.

Após as crises do México, Rússia e dos Tigres Asiáticos - que tinham sua economia vinculada a uma política econômica com base na âncora cambial – começou a transparecer que seria difícil manter uma política cambial com base em elevadas taxas de juros para aporte de capital, para que se tornasse possível o financiamento dos déficits contínuos da balança comercial, déficits estes causados pela valorização do real, aumento da renda real e das barreiras impostas à importação.

Foi justamente com a diminuição das reservas internacionais que se iniciou a crise no balanço de pagamentos, já que em dezembro de 1994 as reservas do Brasil estavam em torno de 48,4% de seu comércio exterior, com pagamento de juros nominais de 29,4% ao ano e reais de 12,8% ao ano. Em dezembro de 1995 as reservas estavam em torno de 51,1% do comércio exterior, com juros nominais de 53,1% ao ano ou de 33,1% em termos reais.

Como podemos observar no gráfico 2 das reservas internacionais abaixo, a partir do primeiro trimestre de 1998 iniciou-se grande fuga de capitais afetando o nível das reservas internacionais, deixando o governo em situação difícil para manter a fixação do câmbio, já que a crise que atingiu o México (1995), Ásia (1997) e a Rússia (1998) elevaram o grau de desconfiança dos investidores internacionais sobre os países de economia emergente.

GRÁFICO 2 – RESERVAS INTERNACIONAIS



Em face disto ficou insustentável a continuidade de política econômica com base em âncora cambial e elevadas taxas de juros. Assim, em janeiro de 1999 houve a desvalorização cambial do real frente ao dólar.

Com a mudança da política cambial, as políticas econômicas adotadas visaram amenizar os riscos que o país corria devido a especulação contra a moeda (o Real). Houve também um relaxamento da pressão sobre o Banco Central em ter que manter um estoque de moeda estrangeira elevada – principalmente o dólar, já que a intervenção no mercado de câmbio passou a ser menor e não tão necessária, pois com o regime de câmbio flutuante é o mercado de câmbio que procura seu ponto de equilíbrio.

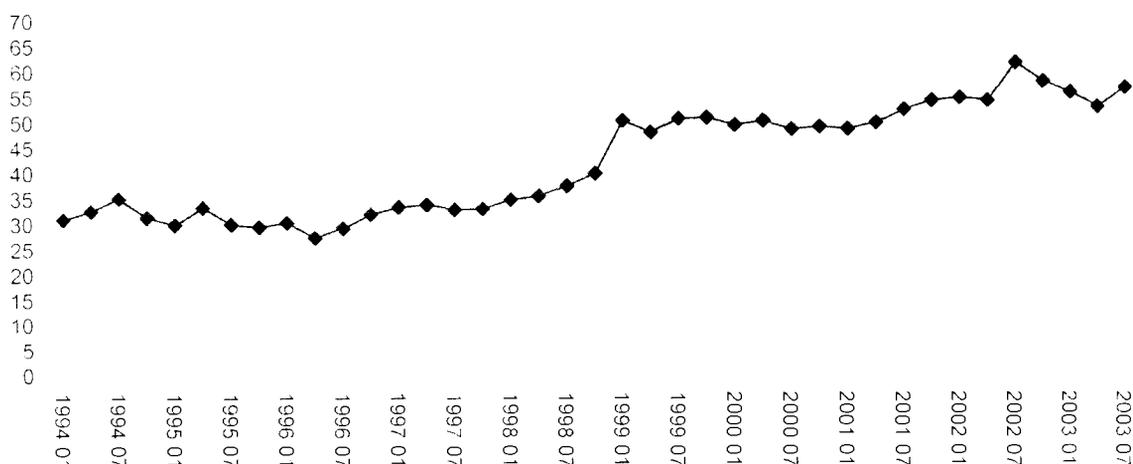
O mercado cambial encontra seu próprio equilíbrio, sem intervenção das autoridades monetárias. Estas ficam liberadas de manter reservas para regular o mercado, ampliando-se seus graus de liberdade para usar a política monetária

na consecução de outros objetivos da política econômica externa (...), movimentos especulativos tendem a ter e a exercer funções mais na direção da estabilização do que na da desestabilização. (ROSSETI, 1997, p. 898).

A desvalorização da moeda brasileira frente ao dólar proporcionou um aumento das exportações e diminuição nas importações em 1999, elevando assim a competitividade da produção interna. Já para os setores – principalmente da indústria - que dependiam de insumos importados, como equipamentos, matéria-prima, tiveram seus custos elevados, mas mesmo assim nos meses subseqüentes já foi possível estabelecer um equilíbrio na balança comercial.

As altas taxas de juros foram mantidas como forma de retrainar a demanda interna com restrição ao crédito, queda nos investimentos na produção interna, elevação da inadimplência de consumidores e empresas, principalmente as de pequeno e médio porte. As elevadas taxas de juros adotadas contribuíram para o endividamento externo como podemos observar no gráfico a seguir.

GRÁFICO 3 – DÍVIDA TOTAL LÍQUIDA SETOR PÚBLICO EM % PIB



Fonte: Dados extraídos IPEADATA/ BCB Boletim/F. Públ. - Bm12_DTSPY12 – 2003.
Elaboração gráfica própria

Os custos de despesas com juros reais representaram grande parte do crescimento da dívida pública líquida, que passou de aproximadamente de 30% ao ano em 1994 para 33% ao ano em 1995, chegando ao patamar dos 50% no início de 1999 até atingir mais de 60% em julho de 2002. Esse crescimento da dívida foi consequência da elevada taxa de juros e com a acumulação de reservas internacionais, já que estas são aplicadas no exterior a taxas inferiores dos que os custos de captação do Banco Central (VELLOSO, 1996, p. 65). Para que o Banco Central pudesse repor parte das divisas internacionais que evadiram na crise de 1999, houve uma elevação na emissão de títulos públicos para contrapor com a entrada de moeda estrangeira.

Segundo OLIVEIRA (1996, p. 41), "... a necessidade de juros elevados foi em parte consequência da impossibilidade de ser mais eficaz no corte das despesas públicas, tendo-se em consequência que recorrer com maior intensidade ao encarecimento do crédito como forma de conter a expansão da demanda".

Com a implantação do plano real obteve-se resultados com a queda rápida da inflação, aumento do consumo interno através de uma oferta maior de crédito ao consumidor, maior produção e ganho na renda real. As diferenças nas taxas de juros internas e externas atraíram grande volume de capital internacional levando a uma valorização do real frente ao dólar. A busca por um superávit na conta de capitais foi uma forma de tentar equilibrar a balança de pagamentos devido aos déficits crescentes na conta de transações correntes. O aumento deste déficit se deu pelos desequilíbrios na balança comercial após a valorização do real, com o aumento das importações e diminuição das exportações.

No capítulo a seguir será analisado o impacto sobre a balança comercial antes da desvalorização cambial de janeiro de 1999 e após a desvalorização.

4. ANÁLISE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS DURANTE O PLANO REAL

Nos anos de 1990 quando foi implantado o Plano Real, o saldo da balança de pagamentos da economia brasileira apresentou superávit até meados de 1997, quando passa a ser negativo como consequência da valorização do real frente ao dólar americano, no qual temos a balança comercial como principal âncora deste saldo negativo, causado por um grande volume de importações, utilizados pelo governo como forma de controlar a inflação através de um aumento na concorrência forçando uma queda dos preços internos.

Na seqüência será analisado o comportamento das transações correntes (a balança comercial, a conta de serviços e rendas) e a conta capital e financeira.

4.1 A BALANÇA COMERCIAL

No início do plano real foi realizada a liberação comercial com a abertura do mercado interno às importações. Já após a desvalorização do real em janeiro de 1999 foram priorizadas as exportações para buscar o equilíbrio no saldo das transações correntes. A abertura comercial motivou as empresas nacionais uma busca contínua de produtividade e qualidade, reavaliando os processos produtivos principalmente com o incremento de tecnologia, favorecida com a valorização do real no início do plano. Com

isso a produtividade industrial brasileira cresceu em média 6,5% ao ano conforme dados da CNI (Confederação Nacional da Indústria).

O grande volume de importações ocorreu principalmente com bens de capital, como máquinas equipamentos, acessórios e ferramentas. Também as matérias-primas como produtos químicos e farmacêuticos, agropecuários, alimentícios, construção e de transporte. Na categoria dos bens duráveis e não duráveis como equipamentos eletro-eletrônicos, automóveis, vestuário e têxteis foram os principais representantes das importações brasileiras neste período do plano real.

Pode-se dizer a escolha do regime cambial pode ser apontada como uma das principais causas da vulnerabilidade da economia frente às crises, já que a taxa de câmbio é um dos principais fatores quanto a competitividade dos produtos nacionais no mercado externo e, dos produtos do mercado externo para o interno. A valorização do câmbio no início do Plano Real não afetou o volume das exportações, mas aumentou a facilidade para compra de produtos importados.

TABELA 2 - IMPORTAÇÕES BRASILEIRAS EM US\$ BILHÕES

Ano	Bens de Capital	Bens de consumo duráveis	Bens de consumo não-duráveis	Matérias primas e Produtos intermediários	Combustíveis
1994	8,0	3,1	2,0	15,3	4,3
1995	11,3	6,1	4,8	22,4	5,2
1996	12,9	4,6	5,1	24,6	6,2
1997	16,1	5,7	5,5	27,7	5,8
1998	16,1	5,2	5,5	26,8	4,1
1999	13,6	3,2	4,2	24,1	4,2
2000	13,6	3,4	3,9	28,5	6,3
2001	14,8	3,5	3,6	27,4	6,3
2002	11,6	2,6	3,4	23,4	6,3

FONTES: IPEA/SECEX

NOTA: Elaboração Própria

No final de 1994 a importação de bens de capital foi de US\$ 8,0 bilhões, tendo um aumento significativo de 41,25% em 1995 passando para US\$ 11,3 bilhões. De 1996 para 1997 e 1998 passou de US\$ 12,9 bilhões para US\$ 16,1 bilhões, representando um aumento de 24,81%. Com a desvalorização do real em 1999 apresentou uma queda de 18,38%, mantendo aproximadamente os mesmos US\$ 13,6 bilhões em 2000, aumentando em torno de 8,82% em 2001 e uma queda significativa em 2002 de 27,59%, fechando o ano em US\$ 11,6 bilhões, praticamente o mesmo volume de importações do ano de 1995 após implantação do real.

No período de 1994 a 2002, o ápice das importações dos bens duráveis foi o ano de 1995 com a valorização do real aonde, chegou á casa dos US\$ 6,1 bilhões, ou seja, aumento de 96,77%. Seu menor volume apresentou-se no ano de 2002 quando ficou em US\$ 2,6 bilhões após a desvalorização do real de Janeiro de 1999 e com a estabilização do dólar em 2002, tendo uma queda entre os anos de 1995 e de 2002 de aproximadamente 134,62%. Uma das principais âncoras do crescimento das importações dos bens duráveis foi a compra de veículos. Em 1998 dos US\$ 5,7 bilhões, US\$ 2,4 bilhões foi aquisição de veículos de passageiros. Já os bens de consumo não-duráveis também tiveram uma variação semelhante aos dos bens duráveis, iniciando em 1994 com US\$ 2,0 bilhões e chegando aos US\$ 5,5 bilhões em 1997 e 1998, tendo uma super variação de 175,0%, com um recuo já a partir de 1999, ficando nos US\$ 3,4 bilhões em 2002, tendo uma variação de 70% se comparado o ano de 1994 com 2002. Dos bens não-duráveis, os produtos alimentícios chegaram em média a 50% do volume total importado, evidenciando que a valorização cambial afetou diretamente alguns setores dos bens não-duráveis, inclusive os alimentícios, apesar de que boa parte dos produtos

alimentícios importados não era acessível à maioria dos consumidores brasileiros.

Para os produtos intermediários e de matérias primas, houve também um salto elevado, pois passou de US\$ 15,3 bilhões em 1994 para US\$ 28,5 bilhões em 2000, aumento de 86,27%. Nesta categoria os produtos químicos e farmacêuticos representaram cerca de 40% do volume total importado. O crescimento industrial neste período, inclusive com a instalação de várias indústrias de grande porte no país contribuíram para esse aumento de importações de produtos necessários para o processo industrial.

Na parte dos combustíveis, com a implantação do real e a estabilização da inflação, aumentou muito as vendas de veículos, principalmente os populares, demandando assim um maior consumo por combustível, principalmente de gasolina.

Através da análise do quadro de importações apresentado acima, podemos verificar que a valorização do câmbio em 1994 com a implantação do plano real aumentou significativamente, tendo alguns segmentos mais que dobrado seus valores de importação e que, após a desvalorização do câmbio ocorrida em Janeiro de 1999, esses valores diminuíram em todos os segmentos também. No que se refere aos bens de capital, a diminuição do volume de importação pode significar também uma diminuição da modernização do setor produtivo do país, podendo ocasionar atrasos aos acessos tecnológicos a médio prazo. Já para o setor de bens não-duráveis, principalmente de produtos alimentícios, a desvalorização do câmbio pode significar um aquecimento da produção interna.

Já as exportações aumentaram seus valores a partir da valorização do real em 1994 apesar do encarecimento das exportações brasileiras.

Não houve diminuição pela procura dos produtos brasileiros, com exceção de 1999 que obteve uma queda de 6,1% em relação ao ano anterior. Essa é atribuída a demora no ajuste do mercado, principalmente nos contratos já negociados ainda 1998 e que após desvalorização de janeiro 1999 não poderiam sofrer alterações de preços.

A exportação de produtos manufaturados, que há mais de meia década correspondia aproximadamente a 55% das exportações brasileiras, chegou a representar cerca de 80% com relação a alguns países emergentes.

Com isso, políticas voltadas para o mercado exportador, aprimoramento tecnológico e modernização do parque industrial e maquinários agrícolas contribuíram para o aumento das exportações a partir de 2001.

TABELA 3- EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS EM US\$ BILHÕES

Ano	Produtos Básicos	Produtos semi-manufaturados	Produtos manufaturados
1994	11,1	6,9	25,0
1995	11,0	9,1	25,6
1996	11,9	8,6	26,4
1997	14,5	8,5	29,2
1998	13,0	8,1	29,4
1999	11,8	8,0	27,3
2000	12,6	8,5	32,5
2001	15,3	8,2	32,9
2002	16,9	9,0	33,0

FONTES: IPEA/SECEX

NOTA: Elaboração Própria

As exportações dos produtos básicos como grãos e derivados, minérios e carnes de diversas espécies, teve pequena variação entre 1994 e 1996, vindo a ter um volume significativo somente em 1997 com um aumento de

21,85%, tendo uma pequena variação para mais e para menos nos próximos anos e, somente a partir de 2001 ganhou fôlego novamente com um aumento de 43,22% de 2002 comparando-se com 1999. Entre os anos de 1994 a 1999, com exceção de 1997, houve pequenas variações no volume, ora para baixo, ora para cima. Esse arranque nas exportações de produtos básicos deve-se ao fator de o país ter uma estrutura bem desenvolvida e muito diversificada tanto na agropecuária quanto na agroindústria.

A exportação brasileira de produtos manufaturados iniciou ano de 1995 com um aumento significativo em relação a 1994 de 31,88%, sofrendo pequenas variações nos próximos anos. Nesta categoria os derivados da cana de açúcar, de ferro, de aço e alumínio são os maiores responsáveis pelo volume exportado.

Os produtos manufaturados tiveram a maior participação do total exportado, oscilando entre US\$ 24,9 bilhões em 1994 US\$ 33,0 bilhões em 2002. Podemos verificar na tabela acima que o aumento relativo se deu após a desvalorização do câmbio em 1999 devido a maior competitividade dos preços relativos. Nesta categoria a exportação de aviões que passou de US\$ 284 milhões em 1996 para US\$ 2,8 bilhões em 2001, que além de calçados e automóveis correspondem por US\$ 6,5 bilhões do total de produtos manufaturados exportados em 2001.

O Brasil só volta a ter um equilíbrio na sua balança comercial a partir do ano de 2000, onde o saldo da balança comercial aumentou em 72% apesar de ter sido deficitária. Após a desvalorização do real frente ao dólar ocorrida no mês de Janeiro de 1999, a política cambial deixou de atuar sob o regime de bandas cambiais para o regime de câmbio flutuante.

TABELA 4 BALANÇO DE PAGAMENTOS

US\$ milhões										
Discriminação	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
TRANSAÇÕES CORRENTES	-676	-1.811	-18.384	-23.502	-30.452	-33.416	-25.335	-24.225	-23.215	-7.693
Balança comercial (FOB)	13.299	10.466	-3.466	-5.599	-6.753	-6.575	-1.199	-698	2.650	13.146
Exportação de bens	38.555	43.545	46.506	47.747	52.994	51.140	48.011	55.086	58.223	60.362
Importação de bens	-25.256	-33.079	-49.972	-53.346	-59.747	-57.714	-49.210	-55.783	-55.572	-47.216
Serviços e Rendas	-15.577	-14.692	-18.541	-20.350	-25.522	-28.299	-25.825	-25.048	-27.503	-23.229
Serviços	-5.246	-5.657	-7.483	-8.681	-10.646	-10.111	-6.977	-7.162	-7.759	-5.038
Rendas	-10.331	-9.035	-11.058	-11.668	-14.876	-18.189	-18.848	-17.886	-19.743	-18.191
Transferências unilaterais Correntes	1.602	2.414	3.622	2.446	1.823	1.458	1.689	1.521	1.638	2.390
Receita	1.708	2.576	3.861	2.702	2.135	1.815	1.969	1.828	1.934	2.627
Despesa	-105	-161	-239	-256	-313	-357	-280	-307	-296	-237
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	10.495	9.692	29.095	33.968	25.800	29.702	17.319	19.326	27.052	8.899
Conta capital	83	174	352	454	393	320	338	273	-36	433
Conta financeira	10.412	8.518	28.744	33.514	25.408	29.381	16.981	19.053	27.088	8.375
ERROS E OMISSÕES	-1.111	334	2.207	-1.800	-3.255	-4.256	194	2.637	-531	-813
RESULTADO DO BALANÇO	8.709	7.215	12.919	8.666	-7.907	-7.970	-7.822	-2.262	3.307	302

Fonte: IPEA

O equilíbrio na balança de pagamentos também só ocorreria a partir do ano de 2000 devido à retomada das exportações num volume maior (em torno de 15%), proporcionando um equilíbrio na balança comercial.

Conforme a **Tabela 4** acima, pode-se verificar que após 1994 as exportações não cresceram tanto, apresentando uma queda em 1999 e retomando com fôlego total a partir de 2001. Pode-se concluir então que os déficits na balança comerciais entre os anos de 1995 e 2000 foram ocasionados mais pelo aumento das importações – devido à valorização do câmbio – do que redução das exportações. Também se pode concluir que o superávit entre o final de 2000 e 2002 foi mais pela diminuição das importações devido à desvalorização do câmbio do que o aumento das

exportações, apesar de que em 2001 e 2002 teve um maior volume nas exportações.

4.2. A CONTA CAPITAL E FINANCEIRA

As elevadas taxas de juros impostas pelo governo estimularam a entrada de capital estrangeiro e mantiveram o equilíbrio no volume de moeda em circulação, graças basicamente, ao saldo deficitário da balança comercial. Num primeiro momento, a entrada de capital produziu um excedente de moedas em circulação, que, por sua vez, aumentou a demanda em virtude do volume de oferta constante. Para que essa situação não chegasse a desequilibrar a economia, majorando preços e alimentando a inflação, o governo estimulou a poupança em detrimento do consumo, mediante elevação da taxa de juros. A valorização do real em relação ao dólar, por sua vez, também estimulou as importações e os investimentos de capital externo. As importações trouxeram tecnologia, redução de custos e participação de produtos internacionais de qualidade no mercado nacional. Para os consumidores, essa maior competitividade favoreceu a multiplicidade de escolha, mais qualidade de produtos e mais estabilidade de preços. Para os investidores externos, a decisão de aplicar no mercado financeiro brasileiro teve de levar em conta o diferencial entre as taxas de juros locais e exterior, bem como a expectativa de desvalorização do real em relação ao dólar.

TABELA 5 - RESERVAS INTERNACIONAIS EM US\$ BILHÕES

1998	Conceitos			
	Caixa 1	var. %	Liquidez 2	var. %
Jan	52,48	2,18	53,1	1,78
Fev	57,42	9,41	58,78	10,69
Mar	67,77	18,03	68,59	16,69
Abr	73,85	8,97	74,66	8,84
Mai	71,95	-2,57	72,83	-2,45
Jun	70,06	-2,63	70,9	-2,65
Jul	69,37	-0,99	70,21	-0,97
Ago	66,48	-4,16	67,33	-4,1
Set	44,99	-32,33	45,81	-31,96
Out	41,56	-7,61	42,39	-7,48
Nov	40,29	-3,06	41,19	-2,82
Dez	43,62	8,26	44,56	8,17

Fonte: DEPEC

Notas:

1 disponibilidades imediatas;

2 agrega aos valores do conceito caixa os haveres representativos de títulos de exportação e outros haveres de médio e longo prazos.

Como podemos observar na **Tabela 5** acima, desde a implantação do Plano Real o Brasil vinha aumentando suas reservas internacionais, tendo seu ápice em Junho de 98, com forte queda logo em seguida, prenunciando a crise do Plano Real que viria logo em seguida. Logo no final do mês de Julho/98 quando se observa a posição das reservas no final do mês, a perda de agosto é um pouco acentuada devido a entrada em torno de US\$ 5 bilhões devido a privatização da Telebrás. Se desconsiderarmos esse valor entre o início e final de agosto podemos concluir que as perdas ficaram em torno de US\$ 8 bilhões. As reservas que haviam ficado em torno de US\$ 74 bilhões em Abril, no conceito caixa, diminuíram para cerca de US\$ 66 bilhões no final de agosto. Foi no mês de Setembro, entretanto, que a crise se acentuou com a perda de aproximadamente US\$ 21 bilhões chegando no final do mês numa posição de US\$ 45 bilhões. Se considerarmos pela estimativa de que na

primeira semana de Agosto, depois do leilão da Telebrás e antes da saída de divisas neste mesmo mês a perda foi de quase US\$ 30 bilhões em aproximadamente 50 dias. Na tabela 5 pode-se observar melhor a diminuição das reservas brasileiras neste período.

Essa fuga maciça de capitais foi motivada por um conjunto de fatores entre os quais a crise asiática (1997) e Rússia (1998), queda no valor dos títulos brasileiros no mercado externo, temor de em face da contração de crédito uma desvalorização se tornasse inevitável.

Toda essa incerteza ocorrida com a economia brasileira é o que podemos chamar de efeitos de contágio, conforme *CURADO* (2001, pág. 45):

“... a crise cambial é um fenômeno diretamente vinculado a problemas no mercado financeiro, em especial problemas de risco moral. O vínculo entre crise cambial e crise financeira é tão estreito que alguns autores denominam este tipo de explicação das crises recentes como “crises gêmeas (KAMINSKY & REINHART, 1998). [grifo do autor]”

O efeito de contágio ocorrido no Brasil devido à crise asiática e russa podemos ver ainda em *CURADO* (2001, pág. 46):

“ Contágio tem sido definido de diversas formas na literatura econômica, incluindo qualquer transmissão de choque entre países. KAMINSKY e REINHART (1998), por exemplo, definem contágio com uma situação na qual o conhecimento da ocorrência de uma crise em algum lugar eleva a probabilidade de ocorrência de uma crise doméstica. EDWARDS (2000) restringe o significado econômico de contágio às situações nas quais a extensão e a magnitude esperada ex-ante pelos participantes do mercado.¹⁹” [grifo do autor]

“ Embora existam diferenças de enfoque, como demonstrado acima, o conceito de contágio na literatura corresponde à situação na qual um choque externo é, em algum grau, transmitido para outras economias. Uma crise cambial como a brasileira poderia ser entendida como decorrência dos problemas ocorridos anteriormente na Rússia²⁰”.

Diante disso, o Brasil aumentou sua dívida para acumular reservas internacionais, que funcionaram como fundo de garantia contra a instabilidade monetária e cambial, se bem que essas reservas tenham sido mantidas graças à sobrevalorização do dólar.

Ainda que os altos níveis de reservas internacionais da economia brasileira garantissem uma segurança para o plano de estabilização, era necessário implementar medidas de ajuste fiscal, que forçassem o desempenho cada vez menos significativo da âncora cambial sobre o processo inflacionário. Reservas internacionais elevadas tornaram possível o governo efetuar uma correção significativa na taxa de câmbio; jamais para substituir uma desvalorização cambial em caso de taxa muito sobre-valorizada. Segundo o Banco Mundial, a sobrevalorização do real frente ao dólar estava em torno de 35 %. Mediante redução de carga tributária incidente sobre as exportações, esperava-se que houvesse uma redução média de 6,9 % de seus custos. Essa medida corresponderia a uma desvalorização cambial não-declarada.

De acordo com o suposto por KRUGMAN E OBSTFELD (1999, P. 512) á medida que o banco central vai gastando as reservas internacionais de moeda, os agentes econômicos financeiros ficam na expectativa de que o banco central venha a efetuar uma desvalorização cambial, pois sabem que será difícil manter as taxas fixas de câmbio atuais com uma expectativa futura.

Ainda conforme KRUGMAN E OBSTFELD (1999, P. 512):

“A crença do mercado em uma variação iminente da taxa de câmbio leva a uma crise do balanço de pagamentos. uma mudança significativa das reservas estrangeiras oficiais causada por uma mudança das expectativas sobre a taxa de câmbio futura”.

Veremos como ocorre uma crise no balanço de pagamentos sob um regime de câmbio fixo, partindo do pressuposto que o mercado de moeda e de câmbio respectivamente estão em equilíbrio com uma taxa de câmbio fixa e a oferta de moeda de equilíbrio. Quando se forma a expectativa de que o governo vai fixar a nova taxa de câmbio, espera-se um aumento dos rendimentos esperados da moeda doméstica sob os depósitos de moeda estrangeira. É necessário então uma elevação na taxa de juros doméstica que irá tornar o rendimento da moeda doméstica igual ao rendimento da moeda estrangeira. Como a taxa de juros doméstica está menor do que a esperada sobre os ativos estrangeiros, essa diferença causa um excesso de demanda por ativos em moeda estrangeira no mercado de câmbio e, para que esta permaneça em equilíbrio o banco central tem ofertar as reservas estrangeiras, diminuindo assim a oferta de moeda doméstica. A intervenção do banco central termina quando a oferta de moeda local cai novamente, deixando o mercado de moeda em equilíbrio novamente.

Podemos resumir a fuga de capitais, a oferta de moeda e a taxa de juros em KRUGMAN E OBSTFELD (1999, p. 513).

A perda de reservas acompanhada por uma desvalorização assustadora é freqüentemente denominada de fuga de capital porque o débito associado nas contas do balanço de pagamentos é um fluxo de saída de capital privado. Os residentes afastam-se da moeda doméstica vendendo-a ao banco central em troca de divisas; então eles investem os ganhos no estrangeiro. A fuga de capitais necessita de uma ação específica do governo quando o temor da desvalorização surge, porque as reservas do banco central são baixas. Pressionando as reservas mais para baixo ainda, a fuga de capital pode forçar o banco central a desvalorizar a moeda em breve e em um montante muito maior do que o planejado.

5. CONCLUSÃO

Podemos dividir o plano real em 02 fases:

De 1994 a 1998 e de 1999 a 2002.

Na primeira fase foram utilizadas as políticas econômicas:

- a) Política Monetária: Elevadas taxas de juros para controlar a inflação e a demanda agregada, bem como para atrair capitais externos para que o Banco Central tivesse uma sustentação das reservas internacionais, possibilitando assim a utilização da política cambial sob regime fixo.

- b) Política Cambial: Com a maxi-valorização do real no início do plano em 1994, essa medida utilizada como meio de conter a inflação via importação de bens de consumo, forçando o mercado interno a buscar novos modos de produção com tecnologia e mão de obra mais qualificada, redução de margens de lucros e maior qualidade de seus produtos, causou elevados déficits na balança comercial. Os déficits em conta corrente devido ao desequilíbrio da balança comercial, aliada as crises financeiras na Ásia e URSS, levaram a crescentes fugas de capitais, causado pela incerteza dos investidores internacionais e risco de liquidez do país.

c) A Política Fiscal no início do plano real acabou ficando em segundo plano, pois houve demora nas reformas anunciadas como primordiais para que o plano real obtivesse êxito, como a reforma tributária e da previdência. Os déficits públicos também se elevaram devido às altas taxas de juros praticadas, aumentando de forma crítica o endividamento de Estados e Municípios.

Na segunda fase (1999 a 2002), ainda sob uma política monetária restritiva pelas elevadas taxas de juros - com o objetivo de conter a demanda agregada devido à perspectiva de inflação - os ajustes fiscais entraram em curso como a reforma tributária e da previdência em discussão na Câmara e no Senado.

As políticas econômicas restritivas praticadas durante o plano real fizeram com que a renda *per capita* diminuísse, assim como a renda em geral. Apesar dos excelentes resultados que as exportações vêm apresentando desde o ano de 2002, esse resultado não tem contribuído para uma melhora da renda interna. A verdade é que o mercado interno ficou sobre uma forte estagnação econômica, tendo como principal causa - segundo diversos economistas, classes sindicais e patronais - as elevadas taxas de juros, que restringe o crédito por um lado às empresas - para expansão da cadeia produtiva e tecnologia - e por outro aos consumidores finais.

Após a liberação do câmbio em Janeiro de 1999, os produtos brasileiros conseguiram aumentar sua competitividade. Este ganho de competitividade poderá determinar um aumento nas exportações, melhorando os saldos da balança comercial, retomando o crescimento econômico e

conseqüentemente a situação das empresas e do emprego. Se analisarmos que em 1998 o saldo da balança comercial foi negativo em 6,4 bilhões de dólares e caso o ajuste cambial tivesse determinado uma reversão e o saldo fosse substituído por produção interna, só isto poderia ter gerado uma elevação do crescimento econômico. A partir da desvalorização do real em 1999, muitos segmentos econômicos, que estavam com dificuldades na competição de preços internacional, como, por exemplo, madeira, celulose e papel, poderão ter uma recuperação das perdas sofridas durante a primeira fase do plano real. A demora na mudança da política cambial onde o regime de bandas cambiais foi implementado em 1995 e perdurou até Jan/1999, causou de imediato um impacto negativo no saldo da balança comercial, quando ficou deficitária em US\$ 850 milhões em dezembro de 1994. O que se esperava é que essa política econômica adotada viesse a ser mudada já em 1997 e, o que muitos economistas afirmam, é que devido as proximidades das eleições presidenciais de 1998, o governo tenha segurado essa política para não ter impactos eleitorais negativos, o que veio a comprometer nos anos seguintes a estabilidade econômica do país, face ao aumento da vulnerabilidade sofrida pela pressão do mercado financeiro internacional.

Os déficits fiscais do governo causaram uma forte restrição aos investimentos em obras públicas de infra-estrutura e políticas sociais, afetando setores importantes como a educação e a saúde. O país obteve ganhos com a estabilização econômica, como uma maior credibilidade externa, maior competitividade internacional em alguns setores produtivos e de serviços. Mas também teve um preço defendido por muitos que foi o preço social da estabilização. Passou 08 anos de plano real e o país continuou vulnerável ao mercado financeiro internacional, principalmente o especulativo, com

crescimento econômico estagnado, aumento nas taxas de desemprego, além dos problemas sociais crônicos que obtiveram poucos avanços, como melhora na educação, não em quantidade, mas qualidade, saúde, aumento nas taxas de criminalidade e da pobreza.

Já é dito na literatura econômica que somente um aumento nas exportações não é suficiente para que melhore os indicadores econômicos e sociais, como a renda *per capita*, PIB e distribuição de renda. Fica a perspectiva que o mercado interno aumente seu crescimento, gerando mais renda para o trabalhador, diminuindo o desemprego e a exclusão social. Para isso deve-se manter o equilíbrio nos saldos da balança de pagamentos para que não aumente a incerteza do mercado financeiro internacional, principalmente de investidores, de que o país possa não honrar seus compromissos assumidos, sobre tudo com o FMI.

6. BIBLIOGRAFIA

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Mudança de regime no câmbio brasileiro*. Trabalhos para discussão n.º 41. Brasília: BACEN, 2002.

BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. Disponível em <http://www.fazenda.gov.br/>

BRASIL. Banco Central do Brasil. Disponível <http://www4.bcb.gov.br/pec/series/port/>

BRASIL. IPEA. Disponível em <http://www.ipea.gov.br/>

CORSI, F. L. *O Plano Real: um balanço crítico (1994-1998)*. Disponível em <<http://www.uol.com.br/globalization/oplano.html>>. Acesso em 07 de Fev 2004.

CURADO, MARCELO LUIZ, *Rigidez Comercial, Movimentos de Capital e Crises Cambiais*, Campinas, Abril 2001.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. *Macroeconomia*. 2. ed. Tradução de: Roberto Luis Troster. São Paulo: Makron, McGraw-Hill, 1991.

IEDI. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial. *Indústria e desenvolvimento: uma análise dos anos 90 e uma agenda de política de desenvolvimento industrial para a nova década*. 2v Novembro 2000.

KRUGMAN, P. R.; OBSTFELD, M. *Economia Internacional – teoria e política*. 5.ª ed. Tradução de: Celina Martins Ramalho Laranjeira. São Paulo: Makron Books, 2001.

OLIVEIRA, G. *Brasil: desafios da pós-estabilização na virada do milênio*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2001.

POCHMAN, Márcio. *Desemprego e políticas de emprego: tendências internacionais e o Brasil*. In: OLIVEIRA, Marco Antonio (org). *Economia & Trabalho*; textos básicos. Campinas:CESIT/IE/Unicamp, 1998.

ROSSETI, J. P. *Introdução à Economia*. 17 ed. São Paulo: Atlas, 1997.

TAVARES, Maria da Conceição. FLORI, José Luís. *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997. (Coleção Zero a Esquerda).

VELLOSO, J. P. dos R. (Coord.) *O Real, o crescimento e as reformas*. 1. ed. Rio de Janeiro: José Olímpio, 1996.