

ISSN 1519-4612

Universidade Federal Fluminense

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

UFF/ECONOMIA

Universidade Federal Fluminense

Faculdade de Economia

Rua Tiradentes, 17 – Ingá – Niterói (RJ)

Tel.: (0xx21) 2629-9699 Fax: (0xx21) 2629-9700

<http://www.proac.uff.br/econ/>

Editor: Luiz Fernando Cerqueira; lcer@uol.com.br; lfcerqueira@economia.uff.br.

**Evolução do Mercado de Câmbio
Brasileira durante os Anos 90**

Luiz Fernando Cerqueira

TD 322
Novembro/2016

RESUMO

A contrapartida da estabilização é a grande fragilização das contas externas e internas do país. Há um notável crescimento dos déficits comercial e de transações correntes, bem como um grande aumento do passivo externo líquido. Internamente, há um forte incremento do déficit público e da dívida pública, em função das altíssimas taxas de juros praticadas no período. O presente estudo tem o objetivo de analisar o mercado de câmbio brasileiro durante a década de 90. Para tanto é realizada uma investigação à respeito do mercado de câmbio, abordando a política cambial adotada no período.

PALAVRAS CHAVE: Inflação, plano de estabilização, âncora cambial, política monetária, valorização cambial, desequilíbrio fiscal, crise cambial.

JEL: E31, E39, E52, E58, E64, F31, F41.

I. INTRODUÇÃO

O pressuposto básico do Plano Real, na fase da URV, foi o da neutralidade distributiva. Para evitar as distorções que comprometeram o êxito de outras políticas anti-inflacionárias, notadamente o Plano Cruzado, seria essencial que a conversão dos contratos para a URV não interferisse no equilíbrio econômico das relações reguladas por esses contratos. No caso dos salários e benefícios, a aplicação deste critério excluía tanto a conversão "pelo pico", que traria de volta a espiral inflacionária depois de uma efêmera euforia de consumo, como a conversão "pelo piso", que imporá prejuízos injustificáveis aos trabalhadores e teria forte impacto recessivo sobre a economia. A alternativa foi a conversão pela média de quatro meses, levando em conta a periodicidade da atualização monetária dos salários conforme a política vigente quando da introdução da URV.

O lado ruim do programa de estabilização foi a conseqüente queda da arrecadação fiscal. Fato que pôde ser bem assimilado durante o lançamento do Plano Real devido as condições relativamente favoráveis que permitiram ao setor público gerar um superávit primário ainda em 1994. Em contraste, houve uma queda da arrecadação nos anos seguintes gerando sucessivos déficits primários. Reverter essa tendência tem sido o principal desafio do esforço de estabilização.

Ao ser implantado o plano Real se serviu de duas âncoras principais: as políticas monetária e cambial. A primeira foi usada pelo governo como instrumento de controle dos meios de pagamentos; a segunda trata do controle das relações comerciais entre o Brasil e o resto do mundo.

As altas taxas de juros impostas pelo governo estimulam a entrada de capital estrangeiro e mantêm o equilíbrio no volume de moeda em circulação, graças, basicamente, ao saldo deficitário da balança comercial. Num primeiro momento, a entrada de capital produz um excedente de moedas em circulação, que, por sua vez, aumenta a demanda em virtude do volume de oferta constante. Para que essa situação não chegue a desequilibrar a economia, majorando preços e alimentando a inflação, o governo estimula a poupança em detrimento do consumo, mediante elevação da taxa de juros.

A valorização do real em relação ao dólar, por sua vez, também estimula as importações e os investimentos de capital externo. As importações trazem tecnologia,

redução de custos e participação de produtos internacionais de qualidade no mercado nacional. Para os consumidores, a competitividade favorece 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 deve levar em conta o diferencial entre as taxas de juros local e exterior bem como a expectativa de desvalorização do real em relação ao dólar. Daí a necessidade de manter estável a taxa de juros.

No tocante aos meios de investigação para a classificação da pesquisa, toma-se como base os tipos de pesquisa definidos por Vergara (1990), que a qualifica em relação a dois aspectos: quanto aos fins e quanto aos meios.

Quanto aos fins a pesquisa é descritiva pois abordará os principais posicionamentos literários a respeito do tema, e sua importância dentro do contexto atual. Será explicativa pois abordará como ocorreu a implantação do Plano Real, desde a URV até desvalorização da moeda, e qual o panorama da política cambial na atualidade.

Quanto aos meios trata-se de pesquisa bibliográfica, pois o estudo apresentará por base material publicado em livros, revistas e periódicos.

II. UM BREVE HISTÓRICO SOBRE AS POLÍTICAS CAMBIAIS ADOTADAS NO BRASIL

Do fim da II Guerra Mundial aos últimos anos da década de oitenta, as regras cambiais obedecem a duas características básicas: as taxas oficiais de câmbio são fixadas pelo governo e a moeda possui um elevado grau de restrição cambial (reduzida conversibilidade). Como exceção, ao longo deste período, em 1953, o governo, de acordo com a Instrução 70 da Sumoc, distribuía as divisas disponíveis em lotes (alocados inicialmente em bens de acordo com sua essencialidade), sendo a taxa de câmbio para cada categoria determinada por meio de leilões. Neste sistema que durou, com algumas alterações, até 1957, o governo fixava a quantidade de divisas distribuídas, mas não o valor da moeda estrangeira.

Afora esta exceção, as taxas fixadas eram ajustadas em períodos, que chegaram a ser longos ou curtos, sendo que, desde 1968 até 1989, o Brasil seguiu uma política cambial de minidesvalorizações baseada na variação da paridade do poder de compra (PPP), seguindo o enfoque das metas reais (enfoque pelo qual mudanças na taxa de

câmbio alteram a relação entre os preços domésticos e os externos, o que afeta a competitividade da economia com o resto do mundo). Em 1980, com o intuito de combater a inflação, os reajustes do câmbio passaram a ser prefixados. No entanto, como a economia permanecia sob um amplo sistema de indexação, a inflação chegou a alcançar os três dígitos ao ano e os reajustes do câmbio chegaram a ser diários, apesar de sempre fixados pelo governo e não pelo mercado. O regime cambial adotado, mesmo com esta periodicidade, continuou mais próximo do conceito de taxa fixa.

A política de minidesvalorizações tinha, basicamente, dois objetivos, um deles era evitar ataques especulativos contra a moeda nacional e o outro era estabilizar a remuneração real do setor exportador, auxiliando assim o aumento das exportações. Se por um lado, esta política foi positiva, pois trouxe maior estabilidade à taxa de câmbio comercial, por outro lado, as freqüentes minidesvalorizações serviram para desviar a atenção da necessidade de uma maior desvalorização real diante dos choques externos que o Brasil sofreu na década de 70 e 80.

A última medida de restrição cambial, anterior à abertura do mercado, deu-se em 89. O governo frente ao agravamento da tendência declinante do fluxo de crédito oficial e privado, chegando este a tornar-se negativo, e devido às exíguas chances, para não se dizer nulas, de se conseguir reverter este quadro por meio de políticas econômicas, optou pela moratória não declarada. Estabeleceu restrições aos pagamentos ao exterior, ou seja, uma centralização cambial, conseguindo com isto, reter o esvaziamento das reservas internacionais. Segundo Souza (1998), medidas como a moratória sobre a dívida externa e outras restrições à conversibilidade da moeda nacional, apesar de permitirem deter a sangria de divisas para o exterior em situações de crise cambial latente, elas, por outro lado inibem o ingresso e estimulam a saída (inclusive a fuga) de capitais.

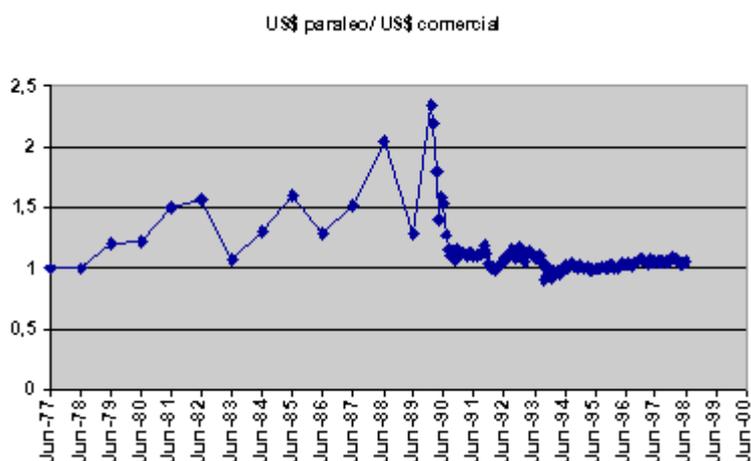
Em março de 1990, no início do governo Collor, foi adotado o regime de câmbio flutuante e uma retenção de haveres em moeda local que restringia a demanda em divisas externas. Este sistema estabelecia que caberia aos bancos e corretoras determinar diariamente o preço do dólar no mercado, efetuando operações de compra e venda da moeda americana. O BACEN ao invés de ter a obrigação de comprar e vender dólares a uma taxa anunciada pela política das minidesvalorizações, interviria somente quando os objetivos traçados em relação às reservas e à base monetária tornavam isto necessário. No entanto, apesar do regime adotado pretender uma alta conversibilidade e flutuação cambial, na prática somente a crescente conversibilidade da moeda nacional se

verificou. No que tange a flutuação cambial propriamente dita, com o Banco Central intervindo aos poucos nos segmentos oficiais do mercado (flutuante e turismo), o regime foi caminhando progressivamente na direção da flutuação suja, e finalmente, em setembro/outubro de 91 retornando ao regime de câmbio fixo. Portanto, o mercado, que vinha variando o câmbio baseando-se quase que totalmente na perspectiva de inflação para o mês, volta a sofrer intervenções por parte do BACEN, retornando a taxa de câmbio¹ a apresentar uma depreciação real, de forma a reverter a tendência de queda das exportações e aliviar a crise de liquidez da economia.

No que tange a conversibilidade da moeda, cabe destacar que nesta época garantiu-se a plena transitividade entre as moedas nacional e estrangeira, aumentando-se a conversibilidade interna, ao possibilitar sua retenção como ativo de reserva (criação de alternativas de aplicação em ativos financeiros externos ou indexados em dólar), e a conversibilidade externa, permitindo a um público mais amplo a utilização de moeda estrangeira para pagamentos e remessas ao exterior.

Outro ponto a ser levantando é a diferença existente entre as cotações no mercado oficial e paralelo que chegou a ser, de meados dos anos 60 ao final de 88, por vezes mais de 100 %. A partir de 1989, introduziu-se um terceiro segmento no mercado de câmbio brasileiro, de forma a abrigar transações em moeda estrangeira para fins de turismo. Como este novo segmento era dotado de cotações flexíveis, capazes de se adaptar às mudanças na escassez relativa de divisas, ele passou a concorrer com o mercado paralelo na compra dos saldos em moeda estrangeira não alocados no segmento "comercial" ou "livre". Assim sendo, a partir desta época, um aumento da demanda de divisas passou a provocar um aumento das cotações flutuantes e não mais uma redução nas reservas. Somando-se à criação deste novo segmento, a transferência para o mercado (intermediários financeiros) da responsabilidade pela determinação das taxas de câmbio e pela conciliação entre demanda e oferta de divisas, o mercado de câmbio comercial tornou-se mais sensível às taxas de juros, à instabilidade da política doméstica, sobretudo ao balanço de pagamentos, e às expectativas de desvalorização do câmbio.

Gráfico 1



Em 1990, após a redução da liquidez geral da economia, que o governo implementou por meio do seqüestro de 80% dos haveres financeiros, os segmentos turismo e paralelo começaram a se aproximar do comercial não tendo a partir deste momento voltado a apresentar um ágio com percentuais elevados, conforme demonstra o Gráfico 1. No início o Banco Central intervinha indiretamente no mercado paralelo por meio da venda de ouro, mas a partir de 1992, o BACEN passou a poder controlar o distanciamento das cotações entre paralelo e comercial comprando e vendendo moeda estrangeira diretamente no mercado flutuante. Esta unificação cambial foi perseguida com a finalidade de mais tarde ser utilizada como um indexador confiável, ou seja, como uma âncora para a estabilização.

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

Após esta rápida passagem pelo sistema de taxas de câmbio flutuante, o governo retorna à política de taxas de câmbio fixo, monitorando a evolução da taxa de câmbio em linha com a inflação por meio de leilões periódicos. Esta política alinhada conjuntamente com o aumento da conversibilidade da moeda nacional, taxas de juros elevadas e políticas de incentivo à entrada de recursos externos, tornou possível um enorme afluxo de recursos externos e, conseqüentemente, um fortalecimento das reservas internacionais do país. O aumento do ingresso de recursos externos ocorreu

apesar do pequeno volume de financiamentos de organismos multilaterais e agências governamentais, concentrando-se basicamente em recursos privados.

Com a abertura da economia ao mercado financeiro internacional, a adoção de uma política de câmbio fixa perseguindo metas reais, as taxas de juros domésticas deveriam se igualar às externas, acrescidas da expectativa de desvalorização cambial e do risco de inadimplência. A partir de 1991, com a queda do "risco Brasil" a diferença entre a taxa de juros doméstica e externa funcionou como um indutor do fluxo de capital externo para o Brasil. Cabe destacar no entanto, que esta política de manutenção do câmbio a níveis reais, torna a moeda endógena e, praticamente, elimina a prática de uma política monetária ativa eficiente.

III. MERCADO DE CÂMBIO BRASILEIRO

Vistas pelos aspectos relacionados a sistema de pagamentos, as operações cambiais no Brasil têm importância sistêmica e não contam, atualmente, com mecanismos seguros no processo de liquidação do mercado interbancário. Isso se reflete tanto na formação das taxas de câmbio praticadas como na concentração do mercado em instituições de grande porte, com baixos riscos de crédito e de liquidez. Ao mesmo tempo, o mercado de câmbio brasileiro, considerando-se o contexto legal em vigor para suas operações, possui normas prudenciais e super-visão bancária adequadas. Todavia, a falta de um processo de liquidação, com estrutura de gerenciamento de riscos específica, expõe seus operadores, o Banco Central do Brasil e os respectivos bancos correspondentes no Exterior a riscos de crédito, de liquidez e operacionais.

As operações de compra e venda de moeda estrangeira no Brasil acontecem em dois segmentos distintos: entre bancos e clientes – exportadores, importadores e investidores (operações de ingresso e remessa) – e entre bancos. Enquanto os riscos das primeiras, em função das normas prudenciais e da supervisão bancária, estão quase que segregados entre seus participantes – bancos e clientes –, os das segundas, relacionados a operações interbancárias, embutem alto potencial sistêmico para o Sistema Financeiro Nacional, inclusive para os correspondentes dos bancos brasileiros no Exterior, os quais, para viabilizar o processo de liquidação das operações contratadas no Brasil, executam trabalho de verdadeiras câmaras de compensação e de liquidação.

O risco de crédito, hoje presente nas operações de câmbio, será eliminado para os bancos participantes do mercado de câmbio brasileiro com a instituição da Câmara

de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Câmbio BM&F. A Câmara de Câmbio BM&F será parte nos contratos de compra e venda de moeda estrangeira, para efeito de liquidação.

Assim, os vendedores venderão à Câmara e os compradores comprarão da Câmara. Seus sistemas viabilizarão o princípio de pagamento contra pagamento, que encontra o necessário respaldo jurídico na legislação brasileira, evitando, dessa forma, os riscos de um banco, após pagar a moeda nacional a outro banco no Brasil, não receber a moeda estrangeira no Exterior, ou vice-versa.

O risco de liquidez também ficará afastado, posto que a Câmara celebrará contratos de compra ou de venda de moeda estrangeira com vários bancos de grande porte, em montante suficiente para garantir a liquidação de todas as obrigações, em moeda nacional ou estrangeira, mesmo que todos os bancos devedores ou credores de moeda estrangeira se tornem inadimplentes.

A questão que sempre se levanta com relação à liquidez é: o que aconteceria caso não houvesse moeda estrangeira disponível no mercado, ou seja, em situação de crise cambial?

Não é competência nem responsabilidade da Câmara administrar esse tipo de risco. Compete ao BACEN e às autoridades decidir, com a Câmara ou sem ela, sobre como lidar com esse problema. Em situações de crise cambial, as autoridades normalmente adotam o procedimento legal de centralizar as operações cambiais no Bacen. Nesse caso, não existirão operações a serem liquidadas nos sistemas da Câmara, uma vez que também não existirão no mercado interbancário.

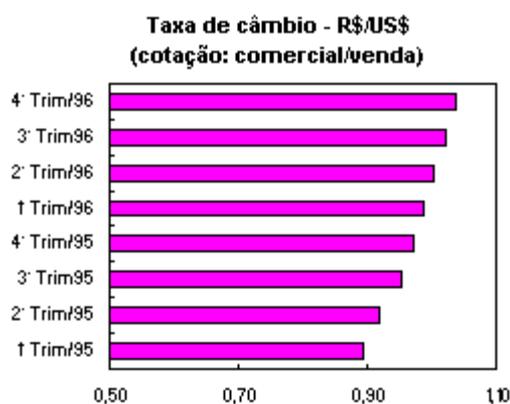
O risco e os custos operacionais ficarão drasticamente reduzidos, dado que a Câmara trabalhará com sistema de pagamentos por valores líquidos compensados. Assim, não haverá mais pagamento operação por operação, em moeda nacional e estrangeira, como acontece hoje. É comum no sistema atual um banco comprar US\$100 milhões em dez operações de US\$10 milhões e vender os mesmos US\$100 milhões em dez operações de US\$10 milhões e, no processo de liquidação, necessitar receber dez vezes para pagar também dez vezes. Para essa mesma situação, não será emitida nenhuma ordem de pagamento pelos sistemas da Câmara.

III.1 Regime Cambial

O regime cambial no Brasil é semi-conversível. As instituições financeiras autorizadas a negociar câmbio operam sob o regime de cotas, registrando todas as transações no Banco Central, que monitora as entradas e saídas de divisas internacionais. O próprio Banco Central atua no mercado cambial com o objetivo de coibir movimentos especulativos de curto prazo e conter as flutuações dentro de um intervalo por ele julgado adequado. Existem duas modalidades de câmbio oficial: o câmbio comercial, reservado às operações de comércio exterior e o câmbio flutuante, aplicável ao restante das operações financeiras internacionais.

O governo brasileiro administra as taxas de câmbio objetivando a manutenção do equilíbrio da balança comercial, o controle da inflação e de movimentos especulativos através do sistema de leilões de *spreads* de acordo com uma banda de flutuação previamente definida, sujeita a variações dentro de intervalos menores conhecidos como intra-bandas. Tal política procura manter o equilíbrio entre a paridade do Real frente a uma cesta de moedas, incorporando, ao mesmo tempo, os ganhos relativos de produtividade da economia. A manutenção de um câmbio estável é considerada vital para a credibilidade da política de controle da inflação.

Em 1996, o Banco Central manteve a política de correção da taxa de câmbio de forma gradual, tendo variado, na média, em torno de 0,6% ao mês, o que significa ter acompanhado de perto a variação dos preços, conforme é possível observar no gráfico ao lado:



Fonte: Banco Central do Brasil

Outro aspecto favorável à manutenção dessa política cambial ativa é o volume de reservas internacionais à disposição do Governo, que, em dezembro de 1996, atingiram o volume de US\$ 59,039 bilhões no conceito de caixa e US\$ 60,110 bilhões no conceito de liquidez internacional, suficientes para cobrir cerca de 11 meses de importações. Na tabela abaixo, é possível observar a evolução das reservas internacionais brasileiras:

Reservas Internacionais Brasileiras (em US\$ bilhões)		
Final de:	Caixa	Liq. Internacional
1991	8.552	9.406
1992	19.008	23.754
1993	25.878	32.211
1994	36.471	38.806
1995	50.449	51.840
1996	59.039	60.110

Fonte: Banco Central do Brasil

III.2 Base Legal

Existem vários diplomas legais e regulamentares que dispõem sobre operações com moeda estrangeira no Brasil. Relativamente às operações de compra e venda de câmbio no mercado interbancário, a sustentação legal básica vem da Lei nº 4595, de 31 de dezembro de 1964, e das normas complementares emanadas do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil.

Relativamente às operações de compra e venda de câmbio entre bancos no mercado brasileiro, a Lei nº 4595/1964 atribui competências ao Conselho Monetário Nacional e ao BACEN.

Ao CMN, a mencionada lei atribui, em seu artigo 4º, inciso V, a competência privativa de “fixar as diretrizes e normas da política cambial, inclusive compra e venda de ouro e quaisquer operações em moeda estrangeira”. Esta é a competência que

sustenta legalmente as decisões relativas às compras e vendas de câmbio, entre os bancos autorizados, em operações que irão cursar nos sistemas da Câmara de Câmbio BM&F.

As diretrizes fixadas pelo CMN para a política cambial, geralmente por proposta do BACEN, são divulgadas ao público por meio do instrumento denominado resolução. No que tange ao mercado interbancário de câmbio, em que atuará a Câmara, a Resolução nº 1690, de 18 de março de 1990, continua sendo o principal normativo do Conselho Monetário Nacional.

Ao BACEN, a Lei nº 4595/1964 atribui a competência de cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação e pelas normas do CMN. Dentre as várias competências do Banco Central, estão aquelas pertinentes ao mercado de câmbio brasileiro, como: (a) ser o depositário das reservas oficiais de ouro e de moeda estrangeira (artigo 10, inciso VII); (b) conceder autorização aos bancos para praticar operações de câmbio (artigo 10, inciso IX, alínea d); (c) atuar com vistas no funcionamento regular do mercado cambial (artigo 11, inciso III).

III.3 Mercado Primário de Câmbio

São consideradas operações de mercado primário aquelas efetuadas entre bancos e clientes. Essas operações não serão cursadas nos sistemas da Câmara. Os bancos, ao operar no mercado primário, ficam com posições compradas ou vendidas, dentro dos parâmetros fixados pelo Banco Central, e realizam, no mercado interbancário, as operações necessárias ao denominado “nivelamento de posições”, que é a venda da posição comprada ou a compra da posição vendida.

As operações de câmbio comercial são, basicamente, aquelas resultantes da prática de comércio exterior, em que exportadores ou importadores necessitam trocar suas moedas, recebidas ou pagas, respectivamente, para viabilizar seus negócios. Existe uma definição que descreve de maneira muito competente a atividade cambial no comércio, de autoria do economista francês Gaetan Pirou: “As operações de câmbio são o resultado da coexistência entre o internacionalismo do comércio e o nacionalismo das moedas.”

As operações financeiras de câmbio refletem os movimentos de capitais entre diferentes países com diferentes moedas. São operações entre bancos e clientes, destinadas a trocar moedas que entram e saem do País na forma de ingressos e remessas

financeiras. Os movimentos de capitais, para investimentos no País ou no Exterior, dispõem de legislação e controles específicos e, do mesmo modo que as operações comerciais, acabam por gerar posições cambiais nos bancos e podem impactar o mercado de câmbio interbancário em que atuará a Câmara de Câmbio BM&F.

III.4 Mercado Interbancário

O mercado interbancário de câmbio, como mencionado, é aquele em que os bancos buscam, por meio de compras e vendas, compatibilizar suas posições cambiais com suas necessidades de moeda estrangeira e nacional e, também, com a regulamentação do Banco Central.

Dos quase 200 bancos hoje titulares de conta “reservas bancárias” junto ao BACEN, aproximadamente 120 estão autorizados a praticar operações de câmbio, sendo que 50% do volume do mercado se concentra em cerca de 20 bancos. Esse fato decorre, em parte, dos riscos, principalmente do risco de liquidação, a que os bancos ficam expostos dentro do atual modelo.

A contratação de compra ou venda de câmbio no mercado interbancário é precedida de negociação, que pode ser direta entre as mesas dos bancos ou intermediada por sociedades corretoras autorizadas. Concluídos os ajustes negociais, as partes, banco comprador e banco vendedor, necessitam registrar a operação de compra e venda nos sistemas do Banco Central. Somente com esse registro o contrato passa a existir legalmente.

O registro da operação de câmbio nos sistemas do Bacen é feito, via sistema eletrônico, pelo banco comprador da moeda e confirmado pelo banco vendedor.

O maior risco do mercado de câmbio interbancário no Brasil está no processo de liquidação em uso. As operações de câmbio no mercado interbancário são liquidadas por valores brutos, operação por operação, independentemente de a posição líquida final do banco ser comprada, vendida ou nula. Esse processo de liquidação pelos valores brutos de cada operação aumenta significativamente o **Clearing de Câmbio** risco de principal para o BACEN, para o banco comprador e para o banco vendedor. Para os bancos envolvidos existe, ainda, o risco de volatilidade da taxa de câmbio. Tais riscos estão presentes nas situações discriminadas a seguir.

III.5 Risco dos Bancos

O BACEN debita a conta reservas bancárias de todos os bancos que compraram moeda estrangeira, operação por operação, independentemente de a posição líquida final ser comprada, vendida ou nula; da mesma forma, operação por operação, credita a conta reservas bancárias dos bancos que venderam a moeda estrangeira. Esses lançamentos são efetuados automaticamente, na abertura do dia indicado para liquidação das operações de compra e venda de câmbio. Caso não haja saldo suficiente para a cobertura dos débitos, fica para o Banco Central o risco de crédito no decorrer do dia. Ocorrendo, nesse período, a liquidação extrajudicial do banco devedor, o Bacen passa a ser credor da massa, tendo, assim, de habilitar-se no quadro geral de credores.

O banco comprador da moeda estrangeira terá sua conta reservas bancárias debitada pelo Banco Central na abertura da data indicada para liquidação da operação de câmbio. Todavia, a confirmação do crédito em moeda estrangeira, em geral, é feita no fechamento do mercado financeiro de Nova Iorque do mesmo dia. No mercado de câmbio brasileiro sem *clearing* de câmbio, não se aplica ao processo de liquidação de compra e venda de moeda estrangeira o princípio de pagamento contra pagamento, indicado pelas boas práticas internacionais para as operações da espécie. Dificilmente também, no modelo atual, haveria a possibilidade de pagamentos simultâneos nas operações com câmbio para evitar o risco de principal. Por conseguinte, o banco comprador corre o risco de ser debitado pelo valor da moeda nacional e de não receber a moeda estrangeira. Nessa situação, o comprador fica tanto com o prejuízo da moeda entregue quanto com o do não-recebimento da moeda comprada, pois, sendo o banco vendedor inadimplente, deve ser liquidado extrajudicialmente pelo Bacen. Resta ao comprador, como única alternativa, habilitar-se como credor da massa no quadro geral de credores. Além do risco de principal nas duas moedas, o banco comprador necessita ir ao mercado para repor sua posição em moeda estrangeira, realizando nova operação de compra, que será feita, evidentemente, à taxa de câmbio de mercado. Agrega-se ao risco de principal, portanto, o risco de variação da taxa de câmbio.

O banco vendedor, quando agenda previamente sua ordem de pagamento em moeda estrangeira com seu correspondente em Nova Iorque, corre o risco de o banco comprador ser liquidado pelo BACEN, antes da operação de débito/crédito nas respectivas contas reservas bancárias. Nessa hipótese, pode acontecer de o banco vendedor da moeda estrangeira não dispor de tempo hábil para cancelar o pagamento,

ficando, em consequência, tanto com o prejuízo da moeda entregue quanto com o do não-recebimento do pagamento do valor em moeda nacional. Sua alternativa será, então, habilitar-se como credor no quadro geral de credores. Além do risco de principal nas duas moedas, o banco vendedor também assume o risco de volatilidade da taxa de câmbio em nova operação, que, obviamente, será realizada à taxa de mercado do dia.

IV. O Plano Real e a âncora Cambial

O sucesso do Plano Real na estabilização do valor da moeda possibilita que a análise econométrica seja feita como nos países centrais, ou seja, que as políticas sejam medidas por alterações dos valores nominais das taxas de juros e de câmbio, e que o efeito destas políticas se dê sobre o nível de preços. Essa característica exige que as variáveis do modelo sejam definidas em termos nominais.

A mudança da trajetória das variáveis nominais após o Plano Real sugere duas alternativas. Uma seria ignorar as informações anteriores ao Plano Real e a outra incorporar esta informação, mas admitindo a possibilidade de modificação dos parâmetros após o Plano Real.

Uma das dificuldades para estimar a relação entre estas variáveis nominais é o seu crescimento a taxas muito altas no período pré-plano. Uma outra fonte de dificuldade é a mudança de regime econômico ocorrida em decorrência do Plano Real que fica expressa também pela mudança abrupta no nível da taxa de variação das variáveis nominais.

A implantação do Plano Real passa por três fases: a fase inicial do ajuste fiscal, a partir de dezembro de 1993; a segunda fase, caracterizada pela implantação da URV (Unidade Real de Valor), entre março e junho de 1994; e a fase final, a partir de julho de 1994, quando se introduz a nova moeda. Conforme a Exposição de Motivos N°. 395, os objetivos do Plano vão muito além da estabilização. Trata-se de promover as chamadas reformas do Estado, conforme o modelo neoliberal do Consenso de Washington¹, já bastante avançadas em outros países latino-americanos, como o Chile, a Argentina e o México.

¹ Já há uma vasta literatura crítica sobre o Consenso de Washington. Consultar, entre outros, a excelente coletânea organizada por Barbosa Lima Sobrinho, *Em defesa do interesse nacional: desinformação e alienação do patrimônio público*, São Paulo, Paz & Terra, 1994, e, particularmente, o artigo nele publicado pelo embaixador Paulo Nogueira Batista, O Consenso de Washington: a visão neoliberal dos problemas latino-americanos.

IV.1 Fase 1: O ajuste fiscal

Podemos considerar o início do ajuste fiscal a partir do programa de Ação Imediata (PAI), de 14 de junho de 1993. Segundo o Governo Federal para que as finanças públicas pudessem ser equilibradas seria preciso uma ampla reorganização de setor público. Para isso, diagnosticava-se as seguintes necessidades: redução dos gastos da União; recuperação da receita tributária; equacionamento das dívidas de estados e municípios com a União; controle mais rígido dos bancos estaduais; saneamento dos bancos federais; e o aprofundamento do programa de privatizações. As medidas iniciais do PAI foram: corte orçamentário de US\$ 6 bilhões em 1993; proposta orçamentária para 1994 realista; encaminhamento de Projeto de Lei limitando as despesas com os servidores civis a 60% da receita corrente da União, estados e municípios; e a elaboração de Projeto de Lei definindo claramente as normas de pagamento das dívidas de estados e municípios com a União (LACERDA, 2000). Cabe registrar, ainda, que em 02/08/1993 é feita uma mudança monetária, em que o Cruzeiro Real substituiu o Cruzeiro na razão de 1 para 1000.

O aprofundamento deste ajuste fiscal deu-se com a criação do Fundo Social de Emergência (FSE), conforme Exposição de Motivos n°. 395 de 07/12/1993, do então chamado Plano Fernando Henrique Cardoso, posteriormente Plano Real (REVISTA DE ECONOMIA POLÍTICA, 1994). Os objetivos do FSE eram o de equilibrar o orçamento e atenuar a excessiva rigidez de gastos da União, conforme estabelecido pela Constituição de 1988. Além do aumento de impostos federais, foi criado o Imposto Provisório sobre a Movimentação Financeira (IPMF), e anunciado um amplo programa de combate à sonegação fiscal; o equacionamento das dívidas dos estados e municípios; a intervenção e maior controle sobre os bancos estaduais, bem como a sua reestruturação, da mesma forma que os bancos federais; e, finalmente, o compromisso com as privatizações e com a reforma da Previdência Social. Na feliz expressão de Luiz Filgueiras, esta primeira fase do plano de estabilização se propunha a construir uma “âncora fiscal” para os preços, garantindo aos agentes econômicos que o governo só gastaria o que arrecadasse, sem a possibilidade de emissão primária de títulos e moeda para cobrir gastos correntes do Governo. Posteriormente, verificou-se que na verdade não houve uma mudança no regime fiscal, nem o anunciado controle sobre o déficit público, pressionado pelas elevadas taxas de juros. Tudo não passou de um discurso em

busca da reversão de expectativas e de credibilidade para a nova moeda (FILGUEIRAS, 2000).

IV.2 Fase 2: A introdução da URV

A segunda fase do Plano Real é aquela em que é criada a URV, em 1º. de março de 1994, e que viria a gerar a nova moeda em 1º. de julho de 1994, conforme já definido na Exposição de Motivos de dezembro de 1993. A URV era uma unidade de referência ou de indexação, cuja variação diária em Cruzeiros Reais era determinada por uma “banda” formada pela média da variação do mês anterior do IGP-M, da FGV, do IPCA, do IBGE, e do IPC, da FIPE. Inicialmente, uma URV foi fixada em CR\$ 647,50, ou um dólar. A URV variaria diariamente, conjuntamente com o dólar, conforme definido pelo Banco Central e anunciado com a antecedência de um dia. Segundo Gustavo Franco o objetivo da URV era o de restaurar a função de unidade de conta da moeda, buscando a regeneração da moeda no Brasil, adotando-se um único índice oficial de indexação. Embora a URV fosse uma unidade de contas, todos os pagamentos e movimentação bancária continuava sendo feitos em Cruzeiros Reais (FRANCO, 1995).

A obrigação da conversão dos salários e dos depósitos bancários em URV, bem como a fixação de prazo para a conversão futura dos demais contratos, implicou a indexação do conjunto dos preços da economia, e a sua dolarização indireta, conforme a Proposta Larida. Diferentemente desta Proposta, a URV exercia tão somente a função de unidade de conta, não podendo ser considerada uma moeda completa. Era apenas um embrião de moeda, uma proto-moeda que depois viria a ser o Real. Neste sentido, não se criou um sistema bi-monetário, com duas moedas circulando simultaneamente.

Gustavo Franco analisa de forma extremamente positiva o processo de introdução da URV: para ele não se confirmaram as previsões pessimistas que associavam a “superindexação” da economia a um encurtamento generalizado dos contratos, produzindo um choque de oferta de grande impacto inflacionário, conforme a crítica de Francisco Lopes à Proposta Larida. O fator que causou o aumento da média dos índices de inflação de 39,7% em janeiro para 46,6% em junho (Tab. 1), não foi o próprio processo de “urvenização” da economia, mas as declarações das autoridades não econômicas (leia-se o Presidente Itamar Franco) que ao falarem contra os chamados aumentos abusivos, contribuíram para uma onda de remarcações que aceleraram a inflação. Isto ocorreu particularmente em junho de 1994, às vésperas da introdução da

nova moeda (FRANCO, 1995, p. 54). Ainda segundo este autor, o Plano Real, com a URV, reproduziu de forma controlada os mecanismos semelhantes aos de um processo de dolarização, analogamente ao ocorrido nas hiperinflações clássicas: “Com efeito, a URV foi um mecanismo inovador, que apenas encontra precedente na pouco conhecida experiência do *rentenmark* alemão nos anos 20, examinada no capítulo 4 adiante, e teve uma contribuição absolutamente fundamental para o sucesso do Plano Real. Ela tornou desnecessário o congelamento e a pré-fixação, ou qualquer outro mecanismo coercitivo de intervenções nas decisões soberanas dos agentes econômicos. Ela ofereceu uma fecunda terceira via entre a heterodoxia e a ortodoxia” (FRANCO, 1995, p. 49).

Vamos tratar, por último, da política salarial, que Gustavo Franco considera a primeira e principal batalha travada no processo de “urvização”. Ao propor a conversão dos salários de Cruzeiros Reais para URVs, pela média dos salários reais efetivamente recebidos nos últimos quatro meses, novamente veio à baila a questão das perdas ocorridas neste processo. Enquanto o DIEESE estimou perdas entre 28,5% e 34,8% nesta conversão, o governo alegou que não houve nenhuma perda, pois o que interessa é o poder de compra efetivo, conforme o conceito de caixa. Em março de 1994, o Sindicato dos Metalúrgicos de São Paulo, principal pólo da Força Sindical, entra em greve, sendo derrotado no julgamento do dissídio salarial no Tribunal Regional do Trabalho de São Paulo². Outra derrota importante dos trabalhadores ocorreu no dissídio do Banco do Brasil, que segundo Gustavo Franco, já contribuía no passado para o naufrágio de um outro plano de estabilização. Na verdade, além destes dois casos, um movimento grevista relevante só foi ocorrer muito tempo depois, com o dissídio salarial dos petroleiros, em que o governo Fernando Henrique Cardoso, à la Margareth Thatcher, jogou todos os recursos do Estado para obter mais uma derrota exemplar sobre o movimento dos trabalhadores. Assim, para Gustavo Franco, “o teste da política salarial foi, portanto, vencido com amplo sucesso” (FRANCO, 1995).

² Anos depois, o ex-ministro Eduardo Jorge, ao justificar seus inúmeros contatos telefônicos com o juiz Nicolau dos Santos Neto, ex-presidente do Tribunal Regional do Trabalho de São Paulo, alegou que eles se destinavam a discutir a indicação de juízes de confiança do Governo Federal para o Tribunal do Trabalho de São Paulo. Caso a justificativa seja verdadeira fica confirmada a ingerência indevida do Executivo sobre o Judiciário (Folha de São Paulo, 2000).

IV.3. Fase 3: A nova moeda

Em primeiro de julho de 1994 começa a circular o Real, substituindo o Cruzeiro Real na relação de 1 para 2750, conforme o último valor da URV e a cotação do dólar. Mas não havia uma paridade cambial fixa: a cotação do dólar, segundo o Bacen (Banco Central do Brasil), seria determinada pela pujança da Lei da Oferta e da Procura. Na verdade, com a volta do Brasil ao mercado internacional de capitais desde o início dos anos 90, com o aumento dos IED (Investimentos Estrangeiros Diretos) no país, e finalmente, com a conclusão do processo de negociação da dívida externa, pendência que se arrastava desde a década de 80, o Brasil passa a receber um forte influxo de capitais externos, exponenciado pela prática das mais altas taxas de juros reais e pelo que é considerado o maior programa de privatizações do Mundo (BATISTA JR., 1996). Assim, logo nos primeiros dias do Real, os leilões de compra de dólar pelo Bacen sinalizavam que a taxa de câmbio ficaria abaixo de um Real por dólar. Para Gustavo Franco, “A deflação no câmbio, bem como em diversos outros preços determinados em mercados competitivos, produziu um choque de expectativas que se revelou fundamental, nas primeiras semanas do Plano Real” (FRANCO, 1995). Ainda segundo este autor, observador privilegiado enquanto um dos formuladores do Plano e um dos responsáveis pela sua implementação, este novo regime cambial permitiria além da redução da dívida pública e de seu impacto sobre as expectativas, a possibilidade de uma política monetária autônoma, dando-se um enorme passo para a construção de uma “âncora monetária”. Mas, apesar da fixação de metas para o crescimento da chamada monetização, elas não foram cumpridas, com a emissão monetária ultrapassando em muito as metas estabelecidas (FILGUEIRAS, 2000).

Na verdade, a questão cambial, com uma taxa de câmbio que chegou a R\$0,83 por dólar em outubro de 1994, irá se revelar um dos maiores nós górdios do Plano Real. Evidentemente, com a economia indiretamente dolarizada, houve uma convergência mais rápida do IPA para os níveis internacionais, enquanto que o IPC apresentou uma inflação residual, pressionado pelos preços dos serviços e bens não comercializáveis em geral. Assim, se considerarmos o IPA como deflator não existiria a sobrevalorização cambial, enquanto o resultado é oposto ao considerarmos o IPC. Na verdade, o processo de estabilização com âncora cambial pressupõe exatamente a convergência entre o IPA interno e externo: se há estabilidade, o IPA não indicará nenhuma defasagem cambial (BATISTA JR., 1998).

A questão cambial já em 1994 é entendida como um problema por parte das autoridades econômicas³. Parte da equipe econômica, especialmente Gustavo Franco, nega a própria existência da sobrevalorização (FRANCO,1999) e não vê ameaças à política cambial praticada, confiando em um círculo virtuoso na economia, no contínuo crescimento da produtividade e da competitividade externa, e na existência de elevadas reservas internacionais (Tab. 5). Infelizmente, a qualidade das reservas existentes deixava muito a desejar, sendo constituídas, em sua maior parte, por passivos de curto prazo e capitais voláteis: no período junho de 1994/ dezembro de 1995, o passivo externo de curto prazo representou, em média, 100% das reservas internacionais (BATISTA JR., 1996). Mas as sucessivas crises externas, como a do México em 1994, a da Ásia em 1997, e finalmente, a crise russa, em 1998, adiam as ações mais eficazes no sentido da correção da sobrevalorização cambial. Ao mesmo tempo, o raio de manobra das autoridades econômicas vai se estreitando, conforme aumenta o déficit em transações correntes do país: a partir de um pequeno desequilíbrio nas transações correntes em 1993/4 (Déficit equivalente a 0,2% do PIB), atingi-se um déficit de 4,3% do PIB, em 1998, configurando uma situação externa extremamente frágil (BOCCHI, 2000). Deve-se registrar que a questão cambial, fundamental na primeira eleição de Fernando Henrique Cardoso, ainda estará presente na reeleição, em 1998, com a desvalorização cambial sendo postergada e somente ocorrendo devido a um forte ataque especulativo, em janeiro de 1999, poucos meses após a eleição (LACERDA, 2000).

A imposição de derrotas políticas aos trabalhadores não se limitou ao período da introdução da URV. Em julho de 1995 foi decretado o fim da indexação salarial, com a proibição de qualquer cláusula de reajuste automático, além do desconto de toda antecipação ou aumentos concedidos anteriormente à data-base anual, quando seriam negociados tanto a reposição da inflação, quanto os aumentos reais. Enfim, em um momento de inflexão econômica e do aumento de desemprego⁴, o governo concede aos trabalhadores a “livre negociação” salarial. Pior sorte tem o funcionalismo público federal, que fica permanentemente sem reajuste salarial e tem que enfrentar perdas de suas conquistas históricas, como a estabilidade no emprego. Já o salário-mínimo e as

³ Sobre a questão da sobrevalorização cambial no Plano Real consultar, entre outros, (PASTORE & PINOTTI, 1995), (BATISTA JR, 1996) e o número especial da revista Economia Aplicada, de março de 1999. Para uma análise extremamente acurada da política de câmbio do Plano Real no período 1994/8 ver (SOUZA, 1999).

⁴ O desemprego aberto nas regiões metropolitanas, medido pelo IBGE, passou de 5,1% em 1994 para 7,6% em 1999; já o desemprego na Grande São Paulo, medido pelo DIEESE, passou de 14,3% em 1994 para 19,3% em 1999 (Conjuntura Econômica, fevereiro de 2001). Delfim Netto chegou a escrever que a verdadeira âncora nominal do plano real era o desemprego (Carta capital, 2000).

aposentarias e pensões sofrem reduzidos reajuste, em função da alegada necessidade do controle do déficit público e do déficit da previdência (FILGUEIRAS, 2000).

O comportamento dos preços agrícolas também é um fator de grande importância para o processo de estabilização. No primeiro ano do Plano os preços agrícolas tiveram uma variação média de 10%, com a queda nominal de alguns deles, em virtude da supersafra, do congelamento dos preços mínimos e das importações, contra um aumento médio de 30% nos índices de preços da economia brasileira (FILGUEIRAS, 2000). O feijão, cujo preço real subiu 20% entre 1993/94, caiu mais de 50% em 1995, enquanto o frango, considerado o bem de consumo símbolo do Plano Real, teve uma queda real de 40% entre 1994 e 1997. O índice total dos preços agrícolas caiu 25% entre 1994 e 1996, tendo uma pequena recuperação de 7% em 1997 (HOMEM de MELO, 1999). Assim, ao invés de um choque agrícola como ocorrido em outras conjunturas, com impactos fortemente negativos sobre os preços ao consumidor, o Plano Real enfrenta um choque de oferta positivo, extremamente importante para o processo de estabilização.

T. 1 . ÍNDICES DE INFLAÇÃO E VARIAÇÃO DA URV (1994)

Período	IGP-M	IPCA-E	FIPE-3	URV
Janeiro	39,07	39,17	40,94	39,73*
Fevereiro	40,78	39,70	37,04	39,17*
Março	45,71	43,63	41,31	46,01
Abril	40,91	41,25	45,43	42,20
Maiο	42,58	44,21	44,66	41,69
Junho	45,21	44,65	48,97	46,60

*Média dos três índices conforme tabela anexa à MP 43. Fonte: Bacen - Apud: Franco, 1995.

T. 2. BALANÇO DE PAGAMENTOS: BRASIL 1981/2000 (US\$ BILHÕES)

Ano	Exportações	Importações	Saldo da Balança Comercial	Saldo da Balança de Serviços	Saldo de Transações Correntes	Movimento de Capitais	Saldo do Balanço de Pagamentos
1981	23,3	22,1	1,2	-13,1	-11,7	13,6	1,9
1982	20,2	19,4	0,8	-17,1	-16,3	10,5	-5,8
1983	21,9	15,4	6,5	-13,4	-6,8	2,9	-3,9
1984	27,0	13,9	13,1	-13,2	0,0	8,0	8,0
1985	25,6	13,2	12,4	-12,9	-0,2	1,6	1,4
1986	22,3	14,0	8,3	-13,7	-5,3	-5,9	-11,2
1987	26,2	15,1	11,1	-12,7	-1,4	-7,8	-9,3
1988	33,8	14,6	19,2	-15,1	4,2	-9,8	-5,6
1989	34,4	18,3	16,1	-15,3	1,0	-9,6	-8,6
1990	31,4	20,7	10,7	-15,4	-3,8	-0,4	-4,2
1991	31,6	21,0	10,6	-13,5	-1,4	4,1	2,7
1992	35,9	20,6	15,3	-11,3	6,1	4,8	10,9
1993	38,6	25,7	12,9	-15,6	-0,6	12,5	11,9
1994	43,5	33,1	10,4	-14,7	-1,7	14,3	12,9
1995	46,5	49,7	-3,2	-18,6	-18,0	29,4	13,5
1996	47,7	53,3	-5,6	-21,7	-24,3	32,1	8,8
1997	53,0	61,4	-8,4	-27,3	-33,4	25,6	-8,0
1998	51,1	57,6	-6,5	-28,8	-33,6	25,6	-8,0
1999	48,0	49,2	-1,2	-25,2	-24,4	16,6	-7,8
2000	55,1	55,8	-0,7	-25,7	-24,6	22,3	-2,3

Fonte: Bacen e Conjuntura Econômica

T. 3. BRASIL: VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS INTERNAS - 1981-1999 (%)

ANO	PIB	Investimento/PIB	IGP-DI
1981	-4,3	24,3	95,2
1982	0,8	23,0	99,7
1983	-2,9	19,9	211,0
1984	5,4	18,9	223,8
1985	7,9	18,0	235,1
1986	7,5	20,0	65,0
1987	3,6	23,2	415,0
1988	-0,1	24,3	1037,6
1989	3,2	26,9	1782,9
1990	-5,1	20,2	1476,6
1991	1,3	18,1	480,2
1992	-0,3	18,4	1158,0
1993	4,4	19,3	2708,2
1994	5,6	20,8	1093,8
1995	3,4	20,5	14,8
1996	2,7	19,3	9,3
1997	3,4	19,9	7,5
1998	0,1	19,9	1,7
1999	1,0	19,0	20,0

Fonte: Contas Nacionais (FIBGE) e Conjuntura Econômica.

T. 4. DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL: 1994/2000 (R\$ BILHÕES)

ANO	DÍVIDA MOBILIÁRIA
1994	61,8
1995	108,5
1996	176,2
1997	255,5
1998	323,9
1999	414,9
2000	516,1

Fonte: Conjuntura Econômica.

T. 5. DÍVIDA EXTERNA DO BRASIL: 1981/1999 (US\$ BILHÕES)

Ano	Dívida Bruta	Reservas	Dívida Líquida
1981	74,0	7,5	66,4
1982	85,3	4,0	81,3
1983	93,6	4,6	89,0
1984	102,0	12,0	90,0
1985	105,2	11,6	93,6
1986	111,2	6,8	104,4
1987	121,2	7,5	113,6
1988	113,5	9,1	104,4
1989	115,5	9,7	105,8
1990	123,4	10,0	113,5
1991	123,9	9,4	114,5
1992	135,9	23,8	112,2
1993	145,7	32,2	177,9
1994	148,3	38,8	109,5
1995	159,3	51,8	107,4
1996	179,9	60,1	119,8
1997	200,0	52,2	147,8
1998	241,8	44,6	197,2
1999	241,1	36,3	204,7

Dívida externa líquida = Dívida externa bruta - Reservas

Fonte: Bacen e Conjuntura Econômica.

V. O PROCESSO DE DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL

O entendimento dos determinantes da desvalorização cambial brasileira passa pela compreensão da interligação deste processo com o ambiente macroeconômico como um todo. A rigor, esta discussão se insere no debate sobre a crise fiscal brasileira e suas causas. Requer, ainda, o entendimento dos efeitos da política cambial adotada após a introdução do Plano Real e seu impacto sobre a formação das taxas de juros, bem como do custo recessivo do ajustamento das contas públicas.

De fato, há muito se discute que a política cambial levou a uma sobrevalorização da moeda nacional e criou um desequilíbrio externo que precisava ser financiado por capitais especulativos, gerando uma elevação dos juros e uma conseqüente deterioração do déficit público.

Diante disso, para muitos, bastaria que o câmbio fosse “corrigido” para que se aliviasse a pressão sobre os juros, reduzindo-se, portanto, o déficit público e tornando desnecessário um ajuste fiscal que trouxesse recessão. Por este raciocínio, o problema fiscal teria sido criado pela política cambial.

Não há como negar que o alto patamar de juros mantido nos últimos anos contribuiu para que o endividamento estatal se avolumasse, pressionando as contas públicas. Todos reconhecem a impossibilidade de se retomar uma trajetória de crescimento sustentado sem uma redução dos juros e, pelo menos, uma estabilização da relação dívida/PIB. Naturalmente, o esforço para a estabilização dessa relação será tanto maior quanto maior for a taxa de juros média do período e quanto mais tempo se prolongar o desajuste fiscal, que tem como maior componente as despesas financeiras do setor público, em um círculo vicioso.

Um primeiro ponto a ser compreendido é que uma política cambial de desvalorizações anunciadas, como a que se praticava antes de janeiro de 1999, limitava a redução das taxas de juros. Isto porque a remuneração das operações financeiras em reais sempre embutiria a remuneração em dólares, mais a desvalorização prevista, mais o prêmio de risco da economia brasileira. Assim, mesmo na melhor das hipóteses de avaliação do prêmio de risco brasileiro (bastante afetado, aliás, pelas crises da Ásia e da Rússia) a política de desvalorização gradual limitaria o piso dos juros aos 6% dos títulos americanos, mais 7,5% de desvalorização oficial, mais uns 6% da combinação dos prêmios cambiais e prêmios de risco, totalizando cerca de 20% ao ano, valor ainda muito superior às taxas vigentes no mercado internacional. Por esta razão, muitos eram os questionamentos, nos meses precedentes à flutuação do câmbio, em relação à sustentabilidade de uma política de câmbio fixo com desvalorizações anunciadas.

A evidência mais óbvia da sobrevalorização cambial, em uma análise superficial, seria a existência de um desequilíbrio no balanço de pagamentos. O risco desta conclusão direta é o de não se levarem em conta aspectos não cambiais como produtividade e ineficiências estruturais que encarecem produtos nacionais e que, se melhoradas, poderiam ter um efeito equivalente ao de uma desvalorização cambial. Além disso, o conceito de defasagem cambial não é unívoco, sendo difícil de definir. Uma das maneiras é definir o “câmbio ajustado” como o que equilibra o balanço de pagamentos, o que, em si, não é nem ruim nem bom. Depende das circunstâncias. A rigor, um déficit em conta-corrente significa a importação de poupança externa. Para países em desenvolvimento com baixa capacidade de poupança interna, trata-se de um

fator positivo para o crescimento da economia, desde que estes déficits possam ser financiados sem comprometimento da capacidade futura de gerar divisas para honrar os financiamentos. Em uma situação em que os financiamentos são fáceis e baratos, pode-se operar com maior déficit. Com liquidez restrita, não há essa opção e o câmbio passa a ser mais “defasado”, em face dos objetivos de política econômica desejados.

Estaria o câmbio brasileiro valorizado no período que antecedeu a crise cambial? Há consenso de que sim, mas discute-se o nível de defasagem. De uma maneira geral, muitos apontavam para uma valorização real de 15 a 25%. Tais valores acabaram mostrando-se tímidos após a desvalorização, sugerindo que há mais razões para o estímulo a uma depreciação do câmbio do que a mera constatação de que o câmbio está defasado.

De qualquer forma, naquele momento, muitos economistas, de várias correntes ideológicas, assim como empresários do setor industrial e exportadores defendiam a alternativa de uma desvalorização mais acentuada como uma opção tentadora. Seria resolvida a dependência externa de capitais, os juros poderiam cair (descontando das taxas mínimas a desvalorização de 7,5%) e as despesas financeiras do setor público seriam drasticamente reduzidas, atuando no sentido favorável ao ajuste fiscal. Naturalmente, esta opção também teria seus custos e incorporaria riscos substanciais de instabilização, talvez negligenciados pelos defensores da desvalorização.

De fato, é preciso qualificar o que representa, de fato, uma desvalorização real do câmbio. Significa, em primeiro lugar, um empobrecimento do poder de compra dos brasileiros em relação ao resto do mundo, já que encarece as importações e barateia as exportações, aumentando sua competitividade e/ou elevando a margem de lucro do exportador.

Normalmente, isto tem um efeito positivo sobre a balança comercial. No caso brasileiro, contudo, em função de fatores conjunturais, como a grande elevação dos preços do petróleo (produto de forte peso na pauta de importações) e a redução dos preços das “commodities” agrícolas, isto não ocorreu. Por outro lado, o ganho de competitividade externa se dá, indiretamente, pela redução do salário real do trabalhador, já que há um efeito de elevação dos preços internos, tanto maior quanto maior for a desvalorização. *Um primeiro custo do processo, portanto, recai sobre o trabalhador.* Além disso, há um impacto negativo sobre as empresas endividadas em dólar e sobre a dívida pública, que tem parcela não desprezível corrigida pela variação cambial.

Se este fenômeno fosse acompanhado por uma elevação do emprego, estaria em curso a aplicação do conceito de que salários mais flexíveis atuam no sentido de atenuar o desemprego (tendo em conta que a flexibilidade, aqui, se dá de maneira sub-reptícia, através da inflação). Contudo, os efeitos sobre o nível de atividade de uma desvalorização cambial são ambíguos. Muitos outros fatores devem ser levados em conta. Em primeiro lugar, deve-se considerar que nível de controle o Banco Central teria sobre uma desvalorização cambial implementada voluntariamente, como forma de correção. Tal controle dependeria, fundamentalmente, do efeito sobre as expectativas de desvalorização futura.

No melhor dos mundos, o Banco Central implementaria uma desvalorização de 15%, “acelerando” a política de desvalorizações, “corrigiria o câmbio” e poderia reduzir os juros em pelo menos 7,5% ao ano, já que não haveria mais a perspectiva de uma nova desvalorização. O impacto inflacionário seria bem menor que os 15%, já que os índices de preço são afetados somente pela sua componente de produtos importados. Abrir-se-ia, portanto, a perspectiva de juros internos menores e menor dependência de capital externo, que levaria o País a escapar da “armadilha do câmbio” com um baixo custo inflacionário.

Esse raciocínio, defendido por muitos economistas, progressistas e do próprio Governo, e que embasou a primeira tentativa de corrigir o câmbio através da “banda diagonal endógena” de Chico Lopes, embutia uma série de hipóteses que não necessariamente se confirmariam. A primeira delas era a de que a quebra do regime cambial não teria efeitos sobre as expectativas. Ora, a quebra de uma regra de desvalorizações antiga, que vinha permitindo um determinado nível de previsibilidade, só poderia aumentar a volatilidade das expectativas. Por quê, a partir deste momento, alguém acreditaria que novas desvalorizações “surpresa” não seriam implementadas? Por quê alguém se disporia a financiar títulos públicos a taxas mais baixas, se o risco percebido de uma nova desvalorização havia se tornado maior? O que ocorreria com o investidor interessado em internalizar recursos em investimentos diretos? O que ocorreria com aquele que acreditou na política de desvalorizações e sofreu prejuízo? Que garantias, em termos da consistência de políticas macroeconômicas, incluindo aí a solução do desequilíbrio fiscal estrutural, se teria para que se acreditasse que “daqui para a frente tudo seria diferente”?

Pelo menos no curto prazo, o nível de incerteza global da economia aumentaria, como, de fato ocorreu, aumentando o custo do processo previsto inicialmente. Este

processo acabou gerando a necessidade de flutuação do dólar, com a perda de capacidade do Banco Central de intervir na taxa de câmbio. Esta passou a ser definida por um mercado, com expectativas infladas, grandes incertezas e pouca liquidez, levando a uma grande e descontrolada desvalorização nominal do câmbio – o denominado “overshooting”.

Assim, a simples opção de alterar a política econômica, câmbio e juros não se mostrou suficiente para estabilizar a situação pós-desvalorização. Em particular, a persistência da noção de fragilidade fiscal exigiu juros ainda maiores do que antes da desvalorização. Somente após atitudes no campo fiscal, consideradas críveis, é que se viu margem para uma redução da desvalorização e das taxas de juros. No entanto, tudo isso trouxe um legado de triste memória: uma inflação significativa para o ano de 1999 e todos os seus custos sociais.

Ainda assim, as previsões mais pessimistas acabaram não se confirmando. De fato, no caso brasileiro, tanto a inflação como a recessão foram inferiores ao que se previa no início do ano.

Uma grande desvalorização nominal, como a que ocorreu em janeiro de 1999, pode se ajustar em termos reais tanto pelo recuo do câmbio, geralmente com grande recessão, como por uma grande inflação.

No caso brasileiro, a situação ficou intermediária. A maior inflação atenuou a recessão e o câmbio acabou recuando pouco. Tudo isso só foi possível devido a um relativo sucesso no controle do déficit fiscal primário, ainda que com grande sacrifício da área social. O importante é compreender que desvalorização não é panacéia. É bom para alguns, exportadores e detentores de moeda estrangeira, mas péssimo para outros, importadores, devedores em moeda estrangeira e consumidores de produtos importados. E ainda traz inflação.

V.1 A Crise Cambial

A ilusão montada através do Plano Real está se exaurindo na fogueira de intensa crise cambial, neste início de 1999. Há mais de dois anos, economistas de várias formações teóricas e tendências políticas, e seus órgãos principais de representação (como o COFECON e os CORECONs), vinham alertando que a âncora principal do Programa de Estabilização (a âncora cambial) era insustentável a médio prazo e

afundaria, como afundou com a recente ruptura da banda cambial e adoção do câmbio flutuante.

Principal geradora de vultoso déficit externo para o país (déficit que pula do US\$ 1 bilhão em 1994 para US\$ 35 bilhões, representando 4,5% do PIB, em 1998), essa ancoragem requeria financiamento desse déficit via poupança externa. Portanto, pressupunha um ambiente mundial de oferta abundante de capitais dispostos a realizar tal financiamento. Esse era o contexto de julho de 1994, quando a âncora foi adotada, mas as sucessivas crises (México, sudeste da Ásia e Rússia) o modificaram profundamente.

O Governo brasileiro, no entanto, insistia em manter o Real sobrevalorizado, optando por política de ajuste gradual e lento do câmbio. O mercado destroçou o gradualismo e impôs a dura verdade : a moeda brasileira estava com valor "politizado". O projeto da reeleição tentou empanar a realidade que agora se impõe. O Real busca encontrar seu real valor, em meio a intenso jogo especulativo, que culminou com a "sexta-feira de louco" que encerrou janeiro. O nervosismo desse dia tem base não apenas na condenável ação de especuladores (muitos deles nacionais) mas também na fragilidade do país e na erosão do capital político do Governo.

O "efeito Itamar", a bem da verdade, foi apenas a gota d'água, posto que em poucos meses (segundo semestre de 1998) US\$ 45 bilhões deixaram o país, apesar dos juros exorbitantes que beiraram os 40% em alguns momentos (estimulando a ampliação do déficit público, que alcança insustentáveis 8% do PIB). Erodiam-se, assim, as reservas brasileiras impondo ida ao FMI para empréstimo de US\$ 41,5 bilhões, como forma a assegurar que as necessidades de financiamento externo previstas para 1999 (de cerca de US\$ 60 bilhões) pudessem ser cobertas.

As elites brasileiras preferiram, mais uma vez, fugir da correção dos reais desequilíbrios internos do país que a hiperinflação escondia (em especial a brutal desigualdade da distribuição da renda nacional e a crise financeira aguda do Setor Público) e a população foi convencida da "ilusão" de que o exterior financiaria o consumo (reprimido das classes pobres e supérfluo dos ricos) e o endividamento crescente do país, se remunerados regiamente por taxas de juros cada vez mais irreais. Os déficits (público e externo) se ampliaram apesar da venda de vultoso patrimônio público e privado, e o "ajuste", agora, tem que ser maior e mais doloroso do que o necessário em 1994.

A crise cambial, que inviabilizou a política de sobrevalorização do real frente ao dólar, eclodiu em janeiro de 1999, início do segundo mandato de FHC. Isto ocorreu apesar de um empréstimo “preventivo” do FMI de US\$ 44 bilhões. A desvalorização cambial deixou o seu rastro na evolução da dívida pública, que saltou de R\$ 388 bilhões em dezembro de 1998 para R\$ 500 bilhões em fevereiro de 1999, e implicou redução no ritmo da atividade econômica e aumento do desemprego, além de afetar os preços, que voltaram a subir a taxas mais elevadas.

Os quadros a seguir evidenciam a evolução dos principais indicadores macroeconômicos do Brasil, antes e depois (1994/2002) da implementação da nova moeda (o real), nos quais se destacam dois momentos distintos após a implementação do real, quais sejam: até 1998, quando se encerra o 1º mandato de FHC, com o real sobrevalorizado frente ao dólar, e a partir de 1999, quando ocorre a crise e muda a política cambial, com a adoção do câmbio flexível e a instituição das metas inflacionárias. Conforme se demonstra a seguir, essa mudança no câmbio alivia momentaneamente a vulnerabilidade externa, mas de forma alguma a resolve. A fragilidade financeira do setor público, por sua vez, continua se aprofundando, bem como permanece a dificuldade de se retomar o crescimento econômico.

O quadro 1 abaixo evidencia, após a implantação do Plano Real, a queda radical da inflação, que se reduz, sistematicamente, de 2.406% em 1994 para 1,7% em 1998. Como contrapartida, o saldo positivo da Balança Comercial, que era de US\$ 10,5 bilhões em 1994, transforma-se em saldos negativos cada vez maiores, atingindo US\$ 6,6 bilhões em 1998. O saldo negativo do Balanço de Serviços, por sua vez, cresce em mais de 100% no período: de US\$ 14,7 bilhões em 1994 para US\$ 30,4 bilhões em 1998. Como resultado final, a dependência externa aprofunda-se dramaticamente, com o saldo negativo na conta de Transações Correntes (Balança Comercial + Balança de Serviços + Transferências Unilaterais) saltando de US\$ 1,7 bilhões em 1994 para US\$ 35,2 em 1998.

QUADRO 1
INFLAÇÃO E TRANSAÇÕES CORRENTES BRASIL (1994/2001)

ANO	INFLAÇÃO IGP / FGV (%)	BALANÇA COMERCIAL (US\$ bilhões)	BALANÇO DE SERVIÇOS (US\$ bilhões)	TRANSAÇÕES CORRENTES (US\$ bilhões)
1994	2.406,8	10,5	-14,7	-1,7
1995	67,5	-3,4	-18,6	-18,0
1996	9,3	-5,6	-21,7	-23,1
1997	7,5	-8,4	-27,3	-33,4
1998	1,7	-6,6	-30,4	-35,2
1999	20,0	-1,3	-25,8	-25,4
2000	9,9	-0,7	-25,5	-24,6
2001	10,4	2,5	-27,5	-23,2

Fonte: Fundação Getúlio Vargas e Banco Central

O quadro 2 abaixo também demonstra, de forma cabal, o aprofundamento da dependência externa do país. O saldo negativo acumulado na conta de Transações Correntes, no período imediatamente anterior ao Plano Real (1990/1994), foi de US\$ 13,6 bilhões; enquanto esse mesmo saldo no período seguinte acumulou a assombrosa cifra negativa de US\$ 109,7 bilhões (1995/1998) ou US\$ 181,0 bilhões (1995/2002).

QUADRO 2
TRANSAÇÕES CORRENTES PRÉ E PÓS-PLANO REAL BRASIL (1990/2002)

ANO	PRÉ-REAL 1990/1994	PÓS-REAL 1995/1998	PÓS-CRISE 1999/2002-FEV	PÓS-REAL 1995/2002-FEV
BAL. COM.	60,3	-23,7	1,1	-21,2
BAL. SERV.	-70,6	-97,0	-81,7	-175,8
TRANSF.	-3,3	11,0	5,1	15,9
SALDO	-13,6	-109,7	-75,5	-181,0

Fonte: Fundação Getúlio Vargas e Banco Central

A deterioração macroeconômica também se fez sentir nas finanças públicas, no baixo crescimento econômico e na elevação do desemprego. O quadro 3 evidencia o salto na dívida externa do país – de US\$ 148,3 bilhões em 1994 para US\$ 235,1 bilhões em 1998 – e na dívida líquida de todo o setor público – de 29,2% do PIB em 1994 para 42,6% em 1998. Por sua vez, o PIB, que cresceu 5,9% em 1994, reduziu cada vez mais sua taxa, chegando a -0,12% em 1998, o que implicou um salto na taxa de desemprego de 14,3% para 18,3% na região metropolitana de São Paulo, a principal do país. Esse salto só não foi maior porque já havia ocorrido um salto anterior, em virtude da abertura

comercial patrocinada pelo Plano Collor em 1990, que elevou a taxa de desemprego de 8,8% em 1989 para 14,9% em 1992.

QUADRO 3

DÍVIDA EXTERNA, DÍVIDA DO SETOR PÚBLICO, PIB E DESEMPREGO BRASIL (1994/2001)

ANO	DÍVIDA EXTERNA (US\$ bilhões)	DÍVIDA LÍQUIDA DO S. P. (% do PIB)	CRESCIMENTO DO PIB (%)	TAXA DE DESEMPREGO (%)
1994	148,3	29,2	5,9	14,3
1995	159,3	30,6	4,2	13,2
1996	179,9	33,3	2,6	15,2
1997	200,0	34,5	3,6	15,7
1998	235,1	42,4	-0,2	18,3
1999	241,5	46,9	0,8	19,3
2000	236,1	53,1	4,5	17,5
2001	228,6	53,1	1,51	19,0

Fonte: Fundação Getúlio Vargas e Banco Central

O crescimento, a partir de 1994, da vulnerabilidade externa do país e da fragilidade financeira do setor público levou, inexoravelmente, à fuga de capitais e à crise cambial, que se manifestou no início de 1999. Esta última implicou o aumento das taxas de inflação e, no transcorrer do ano, agravou ainda mais a situação financeira do setor público, ao tempo em que manteve a estagnação das atividades econômicas e elevou, mais uma vez, as taxas de desemprego.

No entanto, já no final deste mesmo ano e do ano seguinte, os capitais financeiros começaram a retornar ao país rapidamente, o que impediu uma recessão mais profunda em 1999 e possibilitou uma retomada em 2000. Isso ocorreu por dois motivos: 1- ao contrário das crises do México, da Ásia e da Rússia, esses capitais nada perderam, uma vez que se retiraram antes da explosão do câmbio, e mesmo os que ficaram acabaram se protegendo, com o estímulo do governo, através da compra de títulos públicos com correção cambial; 2- o FMI aportou ao governo, ainda em 1998, portanto antes mesmo de eclosão da crise cambial, um mega empréstimo de US\$ 44 bilhões, a partir de um acordo onde se estabeleceram metas de superávit primário para o setor público e as taxas de inflação.

Voltando a observar o quadro 1, já analisado anteriormente, pode-se perceber, a partir de 1999, uma melhora na Balança Comercial do país, cujo déficit transforma-se num superávit de US\$ 2,5 bilhões em 2001; o mesmo ocorrendo com relação à conta de Transações Correntes, que reduz o seu déficit para US\$ 23,2 bilhões em 2001. No entanto, isto ocorre muito mais pela redução das importações, em virtude do baixo crescimento econômico, do que por um maior dinamismo das exportações. Além disso, a contribuição da Balança de Serviços para a redução desse saldo foi reduzidíssima, apenas US\$ 3,0 bilhões. Na verdade, tudo isto significa, no curto prazo, uma pequena redução da vulnerabilidade externa - medida pela relação desses saldos com o PIB - propiciada pela desvalorização do real. No entanto, no longo prazo, qualquer crescimento maior da economia, acima de 4% por exemplo, recoloca de novo o constrangimento externo. O quadro 2 mostra que, mesmo após a desvalorização, o saldo negativo acumulado na conta de Transações Correntes cresceu em mais US\$ 75,5 bilhões no período (1999/2002).

De outro lado, conforme pode ser visto no quadro 3, a fragilidade financeira do setor público continuou aumentando, tendo a sua dívida líquida atingido 53,1% do PIB em 2001 e já alcançando a marca de 54,5% em 2002. Além disso, em razão da dificuldade de voltar a crescer – as taxas de evolução do PIB falam por si só -, também elevou-se a taxa de desemprego, passando de 18,3% em 1998 para 19% em 2001.

V.2 Maxidesvalorização Cambial

O regime cambial brasileiro, tradicionalmente de taxas fixas e restrição cambial, com minidesvalorizações cambiais, seguindo o enfoque de paridade do poder de compra, após uma rápida incursão no regime de taxas flutuantes com crescente conversibilidade no início dos anos 1990, deslocou-se para o regime de taxa de câmbio fixa e alta conversibilidade, com a predominância do enfoque das metas reais. A partir de 1994, com a implantação do regime de Bandas Cambiais mudou-se para o enfoque de âncora cambial (enfoque pelo qual uma vez fixado a taxa de câmbio as outras variáveis macroeconômicas nominais se ajustam, não afetando portanto as variáveis reais), visando a estabilização dos preços, e finalmente, com a crise financeira, o câmbio foi liberado para flutuar sem a intervenção do governo.

Evolução do Produto Interno Bruto

Os dados relativos ao Produto Interno Bruto em Reais e em dólares correntes foram transformados em US\$ constantes de 94 de duas maneiras:

a) utilizando-se diretamente os valores em reais correntes e transformando-os em dólares constantes relativamente a 1994, dividindo-os pela taxa de câmbio (Tx) e pelo índice de preços ao consumidor dos Estados Unidos da América (IPC-USA relativo a 94).

$$\text{PIB (US\$ correntes)} = \frac{\text{PIB (R\$ correntes)} (1)}{\text{Tx}}$$

$$\text{PIB (US\$ constantes de 94)} = \frac{\text{PIB (U\$ correntes)} (2)}{\text{IPC-USA (relativo a 94)}}$$

Juntando (1) e (2) têm-se:

$$\text{PIB (US\$ constantes de 94)} = \frac{\text{PIB (R\$ correntes)} (3)}{[\text{Tx} * \text{IPC-USA (relativo a 94)}]}$$

b) os valores em R\$ correntes são primeiramente ajustados segundo um deflator (relativo ao ano de 94) de forma a descontar a inflação interna e somente então são transformados em US\$ constantes de 94, dividindo-se o resultado pela taxa de câmbio de 1994.

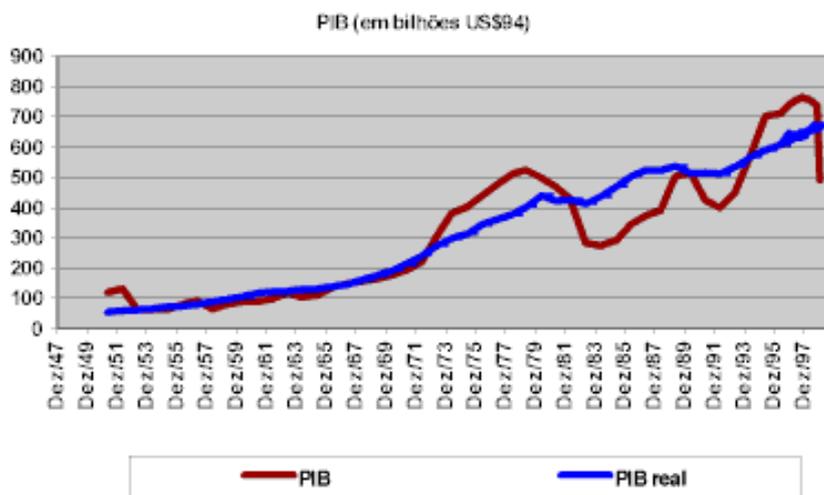
$$\text{PIB real (R\$ constantes de 94)} = \frac{\text{PIB (R \$ correntes)} (4)}{\text{Deflator (relativo a 94)}}$$

$$\text{PIB real (US\$ constantes de 94)} = \frac{\text{PIB real (R\$ constantes de 94)} (5)}{\text{Tx (relativa a 94)}}$$

Juntando (4) e (5) têm-se:

$$\text{PIB real (US\$ constantes de 94)} = \frac{\text{PIB (R\$ correntes)} (6)}{\text{Tx}}$$

Gráfico 2



O Gráfico 2, representando as séries calculadas segundo as equações (3) e (6) nos mostra a dimensão da diferença entre o PIB calculado diretamente, corrigido segundo a taxa de câmbio e a inflação dos Estados Unidos da América (USA), e o PIB real, apurado pelo IBGE, expresso em dólares constantes de 1994.

Se a taxa de câmbio fosse igual a taxa de câmbio "de equilíbrio", ou seja, se representasse a real diferença entre os preços internos e externos os valores calculados tanto pela equação (3), como pela equação (6), deveriam ser os mesmos. Portanto, dividindo-se a equação (3) pela (6) pode-se calcular o efeito cambial, ou seja, quanto a taxa de câmbio se distancia da taxa de câmbio real.

$$\begin{aligned}
 \text{Ef. Cambial} &= \frac{\text{PIB (US\$ constantes de 94)}}{\text{PIB real (US\$ constantes de 94)}} \\
 &= \frac{[\text{Tx} * \text{IPC-USA (relativo a 94)}]}{[\text{Deflator (relat. 94) * Tx (relativa a 94)}]} \\
 &= \frac{\text{IPC-USA (relativo 94) * US\$ 94}}{\text{Deflator (relativo 94) * R\$ 94}}
 \end{aligned}$$

Analisando as séries nota-se que a taxa de câmbio brasileira em relação a taxa de equilíbrio oscilou entre apreciada e depreciada. Nos anos de crescimento econômico e

grande aporte de capital externo, quando não era necessário gerar excedentes na balança de bens e serviços, eram praticadas taxas de câmbio com apreciação real, de forma a favorecer as importações. Enquanto que, a partir da crise da dívida em 1982, quando tornou-se necessário gerar excedentes na balança de bens e serviços para fazer frente ao pagamento do serviço da dívida, a taxa de câmbio apresentou uma depreciação real. Cabe citar como exemplo o ano de 1983, quando o governo pressionado pelos efeitos da crise da dívida decretou uma maxidesvalorização do real, da ordem de 30%, de forma a depreciar o câmbio e gerar um aumento no volume exportado.

Até a implantação do plano real manteve-se a taxa de câmbio depreciada, com a exceção do ano de 1989 e 1990, onde nota-se um equilíbrio entre a taxa de câmbio real e a realizada. É de se lembrar que estes anos, correspondem à restrição ao pagamento de juro (1989) por meio da moratória não decretada, e à implantação do regime de câmbio flutuante e da realização do confisco monetário (1990). Conforme mencionado anteriormente, o regime de câmbio flutuante não prevaleceu, retornando-se aos poucos ao regime de taxas de câmbio fixas, com minidesvalorizações cambiais, visando reverter a tendência de queda das exportações e aliviar a crise de liquidez da economia.

O Gráfico 2 mostra que, com a implantação do Plano Real, a partir de 1994 até janeiro do corrente, as séries apresentam uma apreciação do câmbio, adotada, segundo os formuladores de política, para garantir a âncora cambial necessária para a manutenção da estabilidade econômica. Um dos itens necessários à contenção da inflação seria a livre entrada de importados para fazer frente aos abusos de preços, o que certamente é facilitado pela apreciação do real. Por fim, após a maxidesvalorização do Real implementada pelo governo no início de 1999, com intuito de conter a fuga de capitais e estancar a queda das reservas internacionais, nota-se uma forte depreciação cambial.

Deste modo confirma-se a idéia de que o governo vem utilizando a taxa de câmbio como variável de condução do saldo necessário na balança de bens e serviços, depreciando o câmbio em relação ao câmbio de equilíbrio, quando o intuito é obter um saldo positivo; e apreciando o câmbio, quando o intuito é obter saldo negativo. Deste modo, determinado a meta quantitativa do saldo da balança de bens e serviços, pode-se determinar a taxa de câmbio necessária para gerá-la.

Esclarece-se que o ano de 1994 foi escolhido como ano base seguindo-se um procedimento específico. Calculou-se o efeito cambial tomando como ano base vários anos diferentes, escolhendo aquele (1994) em que a média dos efeitos cambiais (1,02)

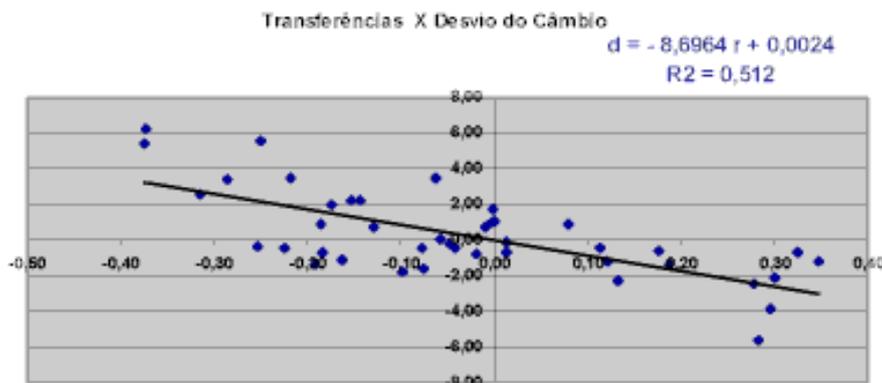
aproximava-se mais da unidade. Conforme demonstrado no Gráfico 3 abaixo o ano escolhido, 1994, onde o efeito cambial é próximo a um e o desvio cambial (um menos o efeito cambial) próximo a zero, apresenta um equilíbrio entre o volume exportado e importado de bens e serviços, o que é indicativo de uma taxa de câmbio próxima a taxa de câmbio real. Pode-se verificar ainda que sempre que o efeito cambial se aproxima de um, como em 1953 (1,00), em 1963 (0,96), em 1982 (1,01), a balança de bens e serviços se encontrava em equilíbrio. Isto demonstra a conveniência do ano escolhido como base. Enfatiza-se a quase coincidência entre a média de aproximadamente meio século e a média relativa a 1994, ano tomado como base neste trabalho.

Gráfico 3



O Gráfico 3 mostra a relação inversa entre o desvio do câmbio e as transferências de recursos para o exterior. Tomando, por exemplo, os anos 80, após a crise em 1982, a moeda brasileira estava depreciada em relação a taxa de equilíbrio, tornando o desvio do câmbio negativo e acarretando uma transferência de recursos para o exterior positiva. Com base nesta idéia e de posse dos dados da transferência de recursos para o exterior (r) foi calculada a relação entre o desvio do câmbio (d) e as transferências de recursos para o exterior, ajustando linearmente os dados, conforme Gráfico 4, com um coeficiente de determinação igual a 0,51. Este coeficiente pode ser considerado elevado se levarmos em conta a simplicidade do modelo, que utiliza somente uma variável explicativa na determinação do desvio cambial.

Gráfico 4



V.3 O impacto da desvalorização em 1999

No ano de 1999, a economia brasileira foi marcada por: i) introdução do regime de câmbio flutuante; ii) alteração do regime monetário, com a adoção do regime de metas inflacionárias; e iii) cumprimento das metas fiscais acordadas junto ao FMI.

Destacou-se a existência de uma maior inflação, mesmo que esta tenha tido um comportamento favorável diante da forte desvalorização de janeiro de 1999. No período pós-desvalorização houve um aumento das taxas de inflação – principalmente dos preços no atacado –, que refletiu um ajuste nos preços relativos como consequência do aumento de custos decorrente do encarecimento de insumos importados. A partir de março, a taxa de inflação voltou a cair. A partir de julho, houve nova pressão sobre os índices de preços, exercidas pelos reajustes das tarifas públicas e dos combustíveis. Ao fim do ano, a inflação acumulada teve grande variância entre os diferentes índices de preços, refletindo impactos diferenciados sobre diferentes categorias de consumidores e de renda, conforme a metodologia de apuração de cada índice.

Neste ponto, vale especificar as características dos principais índices de preços, antes de apresentar seus resultados anuais:

INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor/IBGE) – registra a inflação de famílias com renda entre um e oito salários-mínimos e tem coleta de preços feita entre os dias 1 e 30, pesquisado em 11 capitais;

IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Ampliado/IBGE) – reflete a variação da inflação para famílias com renda de até 40 salários-mínimos e tem coleta de preços feita entre 1 e 30 do mês, pesquisado em 10 capitais;

IGP- DI (Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna /FGV) – reflete a combinação de três outros índices medidos pela Fundação Getúlio Vargas: o Índice de Preços por Atacado (IPA), responsável por 60% do peso, o Índice de Preços ao Consumidor (IPC), que responde por 30% do seu peso e o Índice Nacional da Construção Civil (INCC), com 10%. Seu período de coleta é o mês-calendário.

IGP - M (Índice Geral de Preços do Mercado /FGV) - mesma estrutura do IGP-DI, diferindo no período de coleta de preços, que ocorre entre o dia 21 de um mês e 20 do mês seguinte.

IPA (Índice de Preços por Atacado /FGV) – reflete a coleta de preços do setor atacadista;

ICV (Índice do Custo de Vida /DIEESE) – reflete a variação de preços em São Paulo, com base em famílias com renda mensal entre um e 30 salários-mínimos. Pesquisado de acordo com o mês-calendário.

IPC (Índice de Preços ao Consumidor /FIPE) – reflete a variação de preços em São Paulo de uma cesta de consumo com base em famílias com renda mensal entre um e oito salários-mínimos.

Alguns pontos importantes podem ser constatados:

i) houve substancial aumento da inflação quando se compara o ano de 1999 com 1998, quando houve, inclusive, deflação, pelo índice IPC/FIPE;

ii) os índices que se mostraram mais elevados foram aqueles que medem produtos do setor industrial e atacadista;

	<i>IGP-M</i>	<i>IGP-DI</i>	<i>IPA</i>	<i>INPC</i>	<i>IPCA</i>	<i>ICV-DIEESE</i>	<i>IPC-FIPE</i>
1995	15,25%	14,78%	6,39%	21,98%	22,41%	27,43%	23,16%
1996	9,20%	9,34%	8,09%	9,12%	9,56%	9,93%	10,03%
1997	7,74%	7,10%	7,78%	4,34%	5,22%	6,11%	4,83%
1998	1,78%	1,70%	1,51%	2,49%	1,65%	0,49%	-1,79%
1999	20,10%	19,98%	28,90%	8,43%	8,94%	9,57%	8,64%

iii) os índices voltados para a mensuração do consumo das famílias de baixa renda, como o IPC/FIPE e o INPC, apresentaram os menores valores, em torno de 8,5%;

iv) os índices que medem a cesta de consumo das famílias de maior renda, até 30 salários-mínimos, como o ICV/DIEESE, foram ligeiramente superiores, beirando os 10%. Não obstante, quando analisados individualmente, alguns produtos importantes mostraram variações bastante elevadas ao longo de 1999. Deve-se destacar, em particular, os combustíveis, as tarifas públicas, os automóveis novos, as mensalidades escolares e os remédios, além de alguns produtos da cesta básica, como a carne bovina. Tomados como uma média ponderada, no entanto, o impacto inflacionário se mostra bem menor. Como exemplo, pode-se tomar o IPCA, índice adotado como meta inflacionária pelo Banco Central. Este índice apresentou variação de 8,94% em 1999, enquadrando-se dentro das metas estipuladas. Para melhor analisar como se comportou a inflação medida por este índice, pode-se se dividi-lo em três grandes grupos: i) tarifas e combustíveis; ii) produtos comercializáveis com o exterior; iii) serviços.

No que tange aos combustíveis e tarifas, este foram, de longe, os produtos que mais impactaram a inflação de 1999. Tomados em conjunto estes produtos subiram a uma média de 21,9%.

Os bens transacionáveis com o exterior (que representam 53% de peso no cálculo do IPCA) tiveram comportamento semelhante ao do próprio índice. Deve-se destacar que, enquanto os automóveis novos e a carne bovina tiveram 22,8% de aumento, os alimentos frescos tiveram redução de 10,5% durante o ano. Os serviços,

por seu turno, contribuíram muito para que o IPCA apresentasse valores mais baixos. Durante 1999, tiveram um aumento médio de apenas 1,3%.

V.4 Política Cambial e Setor Externo

A política cambial desempenhou papel fundamental no processo de estabilização econômica e pode ser dividida em três períodos. Na fase inicial do Plano, até janeiro de 1995, observou-se uma acentuada valorização do câmbio e uma maior abertura da economia, causando uma maior exposição da produção nacional à oferta de bens e serviços de origem externa, o que contribuiu para o combate à inflação.

No segundo período, o regime cambial adotado em resposta à crise mexicana, em 1995, foi marcado por desvalorizações cambiais graduais que visaram à recuperação dos desequilíbrios nas contas externas, causadas pela sobrevalorização do câmbio. Finalmente, o fracasso da tentativa de manter o sistema de bandas levou o Governo a adotar, em janeiro de 1999, o regime de livre flutuação. Repetindo a experiência internacional de países que fizeram mudanças semelhantes, houve uma imediata e significativa depreciação da taxa de câmbio, seguida de um recuo parcial e, algum tempo depois, de uma relativa acomodação.

O maior impacto do modelo cambial adotado em 1994 foi sobre as contas externas. A Balança Comercial passou a registrar sucessivos déficits, difíceis de serem revertidos mesmo após a depreciação cambial ocorrida em 1999. Isto demonstra que a política cambial não pode ser apontada como a única responsável pelos maus resultados. As exportações brasileiras ainda enfrentam uma série de restrições e dificuldades para serem absorvidas pelo mercado internacional.

A Balança de Serviços também se apresentou negativa ao longo do pressionando o déficit em Transações Correntes e exigindo que o Governo lan de uma política agressiva de atração de capitais para garantir seu financiamento.

A política de atração de capitais marcou-se por uma estratégia de elevação das taxas de juros, com reflexos importantes sobre o nível de atividade da economia. Com a adoção de um regime de livre flutuação do câmbio, os ajustes relativos a desequilíbrios nas contas externas se dão por variações na taxa nominal de câmbio, aliviando a pressão recessiva que existia no modelo de câmbio ancorado.

VI. CONCLUSÃO

É sabido que a política cambial serviu como a âncora mais importante do Plano Real. Aproveitando-se da grande oferta no mercado internacional de capitais, e com o aprofundamento da liberalização comercial e financeira, o Plano Real logrou êxito em um período de fluxo positivo de capitais para o país, o que possibilitou a estabilização do câmbio e dos preços. Importante notar que o retorno do Brasil ao mercado internacional de capitais ocorreu após mais de dez anos de crescentes dificuldades em captar recursos de curto e longo prazos. Diante daquele cenário, a estratégia do governo e do Banco Central foi a de viabilizar que o fluxo positivo de capitais externos garantisse a poupança externa necessária para cobrir o déficit em transações correntes e ainda permitisse a acumulação de reservas, fundamental para a estabilização do câmbio.

A garantia de um fluxo positivo de capitais dependeria de dois importantes fatores, quais sejam, a oferta de recursos no mercado internacional de crédito e a política monetária contracionista. Quanto ao primeiro fator, o início dos anos noventa assiste a uma reversão do fluxo de capitais para os países emergentes, principalmente da América Latina, que não recebiam capitais voluntários desde a moratória mexicana de setembro de 1982. O segundo fator, ou seja, elevadas taxas de juros, tinha dois objetivos claros: primeiramente permitir um diferencial de taxas que atraísse os capitais – principalmente os de curto prazo – ansiosos por valorização, e garantir a estabilização cambial através do acúmulo de reservas internacionais. Em segundo lugar, servir como política de controle da demanda agregada e, por sua vez, minimizar o risco da volta da inflação com o crescimento da demanda após a estabilização.

De fato, o sucesso do Plano Real veio acompanhado de um crescimento econômico e melhora nos indicadores econômicos e de risco para investidores internacionais no Brasil.

Esta estratégia, no entanto, mostrou-se “self-defeating” no médio e longo prazos. A acumulação de reservas veio acompanhada de uma valorização sem precedentes do Real frente ao dólar e principais moedas européias, corroendo o superávit da balança comercial e ampliando o déficit em transações correntes como proporção do produto interno bruto (PIB).

Do mesmo modo, as elevadas taxas de juros viriam não só a afetar negativamente o investimento interno mas também a gerar um crescimento da dívida

pública incapaz de garantir sua solvência de longo prazo. O crescimento da dívida ocorreu devido às altas taxas de juros, mas também em parte devido à sua indexação à variação cambial. Elevou-se, ademais, devido à assunção de passivos contingentes, não anteriormente contabilizados, e ainda pela negociação da dívida dos estados. No entanto, a despeito do efeito destes dois últimos fatores, são efetivamente as elevadas taxas de juros que contribuem primordialmente para o crescimento da dívida.

Com efeito, a estratégia de estabilização e aumento da inserção internacional do Brasil nos anos noventa fizeram parte de um conjunto de reformas estruturais por que passaram, em maior ou menor grau, os países latino-americanos. Privatizações, desregulamentação e abertura comercial e financeira foram as mais importantes destas reformas.

A estabilidade inflacionária alcançada no Brasil a partir de julho de 1994 deve ser creditada a vários fatores. O ponto de partida deste processo foi a superindexação da economia, com a introdução da URV como indexador geral, promovendo, ainda, a dolarização indireta dos preços. A partir do Real, a economia passa a ser submetida a uma ancoragem cambial, com um câmbio flexível que implica uma forte valorização inicial da moeda nacional, sustentada por um grande influxo de capitais externos. Desde o início dos anos 90, o Brasil voltou a receber os IED, e passou a ter novamente acesso ao mercado internacional de crédito, especialmente com o término da negociação da dívida externa em 1994. A entrada destes capitais também se acelera com as altas taxas de juros praticadas internamente, bem como com o avanço do processo de privatizações, basicamente um processo de desnacionalização.

O Plano Real acelera a abertura comercial, com o aumento das importações de bens de consumo duráveis e não-duráveis, bens intermediários e de produção. Surge um grande déficit comercial, que juntamente com o déficit da conta de serviços, resulta em crescentes déficits na conta de transações correntes, que em 1998 ultrapassa os 4% do PIB, indicando uma extrema fragilidade nas contas externas do país. Esta situação, aliada às recorrentes crises externas, mantém a âncora cambial sobre um permanente fio de navalha, situação que perdura até a desvalorização cambial de janeiro de 1999.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALVIM, C. F. et alii. *Brasil: Crescimento Possível*. Rio de Janeiro: Bertrand, 1996.
- ARIDA, P. & RESENDE, A. L. Inflação inercial e reforma monetária. In ARIDA, P. (Org.). *Inflação zero: Brasil, Argentina e Israel*. 5ª. Ed. Rio de Janeiro, Paz & Terra, 1986.
- BAER, W. *A economia brasileira*. São Paulo: Nobel, 1996.
- BATISTA JR., P. N. O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. *Estudos Avançados*, 10 (28), setembro/dezembro de 1996.
- BIONDI, A. *O Brasil privatizado. Um balanço do desmonte do Estado*. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 1999.
- BOCCHI, J. I. Restrições externas e desenvolvimento econômico no Brasil: o eterno retorno. In BOCCHI, J. I. (Org.). *Cadernos PUC Economia* N°. 9, São Paulo, 2000.
- BRESCIANI-TURRONI, C. *Economia da inflação, o fenômeno da hiperinflação alemã nos anos 20*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1989.
- BRESSER PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y. Inflação inercial e choque heterodoxo no Brasil. In REGO, J. M. (Org.). *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o plano cruzado*. Rio de Janeiro: Paz & Terra, 1986.
- COUTINHO, L. A fragilidade do Brasil em face da globalização. In: BAUMAM, R. (org.) *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro: Campus/SOBET, 1996.
- FILGUEIRAS, L. A. M. *História do Plano Real*. São Paulo: Boitempo, 2000
- FIORI, J. L. *Os moedeiros falsos*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- FRANCO, Gustavo. *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.
- GIAMBIAGI, F. *Influência das Paridades Cambiais sobre a Dívida Externa: O Caso Brasileiro*, 1988.
- HOMEM de MELO, F. Os efeitos negativos da política cambial sobre a agricultura brasileira. *Economia Aplicada*, v. 3, n°. especial, março de 1999.
- LACERDA, A. C. ET. AL.. *Economia Brasileira*. São Paulo: Saraiva, 2000.
- LIMA SOBRINHO, B. ET. AL. *Em defesa do interesse nacional: desinformação e alienação do patrimônio público*. São Paulo: Paz & Terra, 1994.
- LOPES, F. Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. *Revista de Economia Política*, 5(2), abril-junho/1985.

_____. O desafio da hiperinflação: em busca da moeda real. Rio de Janeiro, campus, 1989.

MATTOSO, J. Produção e emprego: renascer das cinzas. In: LESBAUPIN, I. (org.) *O desmonte da nação. Balanço do governo FHC*. Petrópolis: Vozes, 1999.

NETTO, J. P. FHC e a política social: um desastre para as massas trabalhadoras. In: LESBAUPIN, I. (org.) *O desmonte da nação. Balanço do governo FHC*. Petrópolis: Vozes, 1999.

PASTORE, A. C. & PINOTTI, M. C. Câmbio e Inflação. In REIS VELLOSO (Coord.). *O real e o futuro da economia*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1995.

PLANO Fernando Henrique Cardoso. *Revista de Economia política*, 14 (2), abril-junho/1994.

REGO, J. M. (Org.) Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado. Rio de Janeiro: Paz & Terra, 1986.

RESENDE, A. L. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. *Revista de Economia Política*, 5 (2), abril/junho de 1985.

_____. O conselho da moeda. *Revista de Economia Política*, 12(4), outubro-dezembro/1992.

SAYAD, J. A crise de janeiro de 1999. In: *Praga*, n° 7, março de 1999.

SIMONSEN, M. H. *Inflação: gradualismo versus tratamento de choque*. Rio de Janeiro: ANPEC, 1970.

SINGER, P. A raiz do desastre social: a política econômica de FHC. In: LESBAUPIN, I. (org.) *O desmonte da nação. Balanço do governo FHC*. Petrópolis: Vozes, 1999.

SOUZA, F. E. P. de. A política de câmbio do plano real (1994-1998): especificidades da âncora brasileira. *Revista de Economia Contemporânea*, N°5, janeiro-junho de 1999.

_____. *O Novo Regime Cambial Brasileiro e suas Consequências para a Política Econômica*. Textos para Discussão do BNDES, 1998.

TAVARES, M. C. Receita para o caos: arrogância, incompetência e cinismo. In: *Praga*, n° 7, março de 1999.

ZINI JR. Álvaro A. Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil, EDUSP, São Paulo, 1993.