

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

Os determinantes da taxa de câmbio no Brasil de 1994 a 2002

Guilherme Delarue de Souza Lourenço
Matrícula: 105032320

ORIENTADOR: Prof. Luis Antonio Licha

ABRIL 2011

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

Os determinantes da taxa de câmbio no Brasil de 1994 a 2002

GUILHERME LOURENÇO
matrícula nº: 105032320

ORIENTADOR: Prof. Luis Antonio Licha

ABRIL 2011

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos os professores do instituto de economia da UFRJ por terem dado a base para que este projeto pudesse ser realizado. A dedicação no ensino das ciências econômicas mostrou todas as ferramentas para que o trabalho fosse apresentado de forma clara e bem desenvolvido. Aproveito também para agradecer a meus pais por me mostrarem o caminho para conseguir estudar em uma universidade tão conceituada como a Universidade Federal do Rio de Janeiro.

RESUMO

O trabalho focaliza a fase que vai desde a implementação do Plano Real em 1994 até o fim do segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso. A análise gira em torno dos principais determinantes da taxa de câmbio do período, analisando-se as principais decisões da política monetária e cambial. Desde os precedentes do início do Plano, o câmbio se tornou o foco principal do governo e o seu estudo se faz imprescindível. O projeto apresenta os principais regimes cambiais existentes, através de uma apresentação teórica de suas características, passando para o estudo do caso do Plano Real e seus anos posteriores, sendo mostradas as conseqüências diretas do uso do regime de âncora cambial. É nesse estágio que se evidencia o caráter único do desenrolar dos acontecimentos para o Brasil. Apesar de também ter herdado alguns males, diferentemente de todas as outras economias (México, Rússia, países Asiáticos, Argentina, etc.) que passaram por processos semelhantes de valorização e posterior desvalorização de suas moedas, o país conseguiu passar pela crise de 1998/1999 relativamente sem muitos prejuízos e pode reverter o seu processo de desenvolvimento de forma sadia. É defendida a hipótese de que, pela economia estar praticamente desaquecida como reflexo das próprias medidas do comitê monetário e cambial, uma crise de especulação como se procedeu foi incapaz de desestabilizar completamente a economia, como aconteceu em outras economias.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	6
CAPÍTULO I – A TAXA DE CÂMBIO E OS REGIMES CAMBIAIS.....	7
I.1 A TAXA DE CÂMBIO E SEUS DETERMINANTES.....	7
<i>I.1.1 A taxa de câmbio propriamente dita</i>	<i>7</i>
<i>I.1.2 A determinação da taxa de câmbio no mercado de ativos.....</i>	<i>8</i>
I.2 OS REGIMES CAMBIAIS.....	9
<i>I.2.1 A flutuação Pura.....</i>	<i>9</i>
<i>I.2.2 O regime de câmbio fixo.....</i>	<i>10</i>
<i>I.2.3 O regime intermediário.....</i>	<i>12</i>
CAPÍTULO II– O PLANO REAL E O GOVERNO DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO...14	
II.1 O PLANO REAL.....	14
<i>II.1.1 O Plano Real, uma breve abordagem.....</i>	<i>14</i>
<i>II.1.2 O regime de âncora cambial.....</i>	<i>16</i>
<i>II.1.3 Conseqüências positivas e negativas da âncora cambial.....</i>	<i>18</i>
II.2 A CRISE CAMBIAL DE 1998/1999 E O SEGUNDO MANDATO DE FHC.....	21
<i>II.2.1 O estopim da crise cambial.....</i>	<i>21</i>
<i>II.2.2 Principais conseqüências, um novo enfoque da política monetária.....</i>	<i>22</i>
<i>II.2.3 O fim da era de Fernando Henrique Cardoso, uma breve avaliação do segundo mandato.....</i>	<i>24</i>
CONCLUSÃO.....	26
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	28

INTRODUÇÃO

Ao longo das duas últimas décadas do século XX, o Brasil passou por intensas crises originadas da inflação galopante que se desenvolveu por diversas influências no período. Na década de 80, diversos planos foram implementados no intuito de debelar essa inflação, mas nenhum foi capaz de fazê-lo. No início da década de 90, essa procura continuou e, após longa insistência, o país chega a um Plano realmente eficiente, mais precisamente em 1994.

Assumindo a presidência nesse ano, Fernando Henrique Cardoso reúne sua principal base política, nomeia seus ministérios e inicia a implementação do Plano Real. Seguindo uma tendência da época em que muitos países optaram pelo regime de ancoragem cambial no dólar, o Brasil começa uma transição para um momento de estabilização dos preços da economia. Este trabalho visa mostrar justamente essa transição e faz um aporte crítico sobre as consequências para o país. Como se realizou o processo de ancoragem? Quais benefícios e malefícios tal política cambial traz em si? Quais os principais fatores para a eclosão da crise cambial de 1998/1999? Por que o País não se afundou numa crise mais severa após a inevitável desvalorização, assim como ocorreu com outros países que passaram pelo mesmo processo? Essas questões serão respondidas ao longo das seções que este projeto apresenta.

Após essa breve introdução, será apresentada no primeiro capítulo uma abordagem teórica dos principais tipos de regimes cambiais existentes visando a uma melhor compreensão dos fatos seguintes. No segundo capítulo, teremos a apresentação do desenrolar dos anos seguintes ao início do Plano real, sendo abordado como se deu sua realização e quais foram as consequências positivas e negativas do regime, terminando com uma breve avaliação do segundo mandato de Fernando Henrique. Em seguida, apresenta-se na conclusão a síntese principal deste trabalho, formulada na base de que ataques especulativos sobre uma economia relativamente desaquecida não conseguem desarticular totalmente a economia.

CAPÍTULO I – A TAXA DE CÂMBIO E OS REGIMES CAMBIAIS

Este capítulo tem por objetivo dar uma sustentação teórica ao restante do trabalho, ou seja, apresentar os principais determinantes da taxa de câmbio, além de se fazer uma abordagem geral acerca dos tipos de regimes cambiais que existem. Nesse sentido, cabe ressaltar os pontos aos quais julgou-se pertinentes a análise. São eles: A determinação da taxa de câmbio e os regimes cambiais.

I.1 A taxa de câmbio e seus determinantes

Esta seção visa, primeiramente, apresentar e analisar alguns dos mais importantes determinantes da taxa de câmbio. A abordagem de como ocorre a formação do câmbio no mercado de ativos se mostra eficiente para que nos próximos capítulos se possa ter uma compreensão mais clara dos processos e acontecimentos. Nesse contexto, não se pode deixar de lado tal abordagem teórica.

I.1.1 A taxa de câmbio propriamente dita

O preço de uma moeda em termos de outra é denominado taxa de câmbio. Às 16 horas de 24 de outubro de 2001, em Nova Iorque, você necessitaria de 0,8935 dólar para comprar uma unidade da moeda européia, o euro; logo, a taxa de câmbio nominal do dólar em relação ao euro era de US\$ 0,8935 por euro. Por causa de sua forte influência sobre as transações correntes e outras variáveis macroeconômicas, as taxas de câmbio estão entre os preços mais importantes das economias abertas. (KRUGMAN, 2003)

Apesar da simples definição, devemos distinguir os dois tipos de taxa de câmbio existentes. Temos a taxa de câmbio real e a nominal. Segundo Versiani e Gonçalves (2000), a taxa de câmbio real é a taxa de câmbio nominal expurgada dos efeitos da inflação, tanto doméstica quanto externa. No caso mais geral, considerando os preços em todos os outros países, teremos que a taxa de câmbio real será:

$$E_r = E_n P^* / P_d$$

Onde: E_r = taxa de câmbio real

E_n = taxa de câmbio nominal

P^* = inflação internacional

P_d = inflação doméstica

Ou seja, uma variação dos preços domésticos de delta p exigiria um aumento (desvalorização) da taxa de câmbio nominal (E_n) na mesma proporção, para manter a taxa de câmbio real inalterada.

Mais que sua definição teórica, vale destacar a importância da taxa de câmbio para um país. Segundo Sá (2005):

Países de economia madura e alto nível de renda, com plethora de fatores de produção e agentes econômicos de boa formação, sem pressões agressivas em matéria de emprego, dispostos de intenso suporte tecnológico e razoável distribuição social de renda, são, tais países, necessariamente livres de pressões cambiais contínuas, agudas e de problemas emergentes de dentro para fora, até certo ponto também de fora para dentro. (2005, p.01)

Ainda segundo esse autor, o contrário acontece em economias estruturalmente débeis, com ingratas e prementes condições sociais, desequilibrada oferta de mão-de-obra, fraca disponibilidade de capitais investíveis e relativamente modesta formação de

poupança, em geral se apresentam com forte condicionamento ao exterior, sensível reflexibilidade em sua renda interna e na estrutura de postos de trabalho.

É nesse sentido que a taxa de câmbio assume um papel muito mais importante que uma mera definição teórica. Ela acaba sendo uma das principais variáveis para o desenvolvimento de economias emergentes e assume um papel sem precedentes nesse intuito.

I.1.2 A determinação da taxa de câmbio no mercado de ativos

Neste tópico, iremos expor brevemente como se dá o equilíbrio das taxas de câmbio de acordo com a abordagem do mercado de ativos. O intuito é demonstrar a importância do valor futuro das aplicações e dos juros na determinação do câmbio, visando apresentar uma determinação teórica que facilitará o entendimento dos acontecimentos apresentados nos próximos capítulos.

No próximo tópico deste capítulo será usada a determinação da taxa de câmbio de equilíbrio de acordo com a pressuposição de que a moeda estrangeira é usada apenas para aquisição de bens e serviços do exterior. Isso será feito apenas para efeito de demonstração do que seria o câmbio flutuante. O que acontece, porém, é que a moeda é considerada um ativo e remunera juros, sendo influente na determinação da taxa de câmbio de equilíbrio.

De acordo com a abordagem do mercado de ativos, a condição de equilíbrio no mercado de câmbio (isto é, a condição que iguala demanda e oferta de moeda estrangeira) é que os retornos esperados de aplicações de prazo semelhante, medidos na mesma moeda, sejam iguais. (CARVALHO *et al.*, 2001)

Essa é a paridade coberta da taxa de juros. Caso essa condição não seja satisfeita e com livre mobilidade de capitais, o mercado não estará em equilíbrio. Isso porque como o retorno esperado de uma aplicação não é o mesmo nas duas moedas, o investidor irá preferir investir na moeda que remunera mais, até que a taxa volte ao equilíbrio. Deve-se considerar que o risco e a tributação são iguais, o que nem sempre ocorre, mas somente para efeito de análise. Essa variação da taxa de câmbio quando o retorno esperado não é o mesmo, seria o sintoma do desequilíbrio do mercado, que se ajustará, como dito, com o aumento da demanda pela moeda que remunera mais e uma desvalorização da que remunere menos.

Ainda segundo Carvalho *et al.*:

Com taxas de cambio flutuante e uma política monetária que fixe a taxa de juros, conforme os arranjos monetários e cambiais adotados pelo Brasil a partir de janeiro de 1999, as taxas de cambio e que tendem a funcionar como variável de ajuste. Se, por exemplo, a taxa de juros domestica for muito superior a taxa de juros externa mais a expectativa de desvalorização cambial (mais o risco país), a taxa de câmbio tende a ser ajustada para baixo [...] (2001, p.451)

A mobilidade de capitais fará com que se tenha uma oferta maior ou menor de capitais estrangeiros no país, fazendo com que haja uma valorização da moeda nacional ou desvalorização, respectivamente.

I.2 Os regimes cambiais

A seção em questão apresenta e analisa os tipos de regimes cambiais existentes. Fundamentalmente, um regime cambial é definido pela regra estabelecida para a formação da taxa de câmbio. Outras regras também são importantes para determinar o *modus operandi* do mercado de câmbio e as relações entre esse e o mercado monetário, cabendo um destaque para as regras relativas ao grau de conversibilidade da moeda doméstica. Serão estudados os regimes de flutuação pura, de câmbio fixo e uma breve apresentação do regime intermediário.

I.2.1 A flutuação Pura

Um regime de flutuação cambial pura (ou de câmbio perfeitamente flexível) é caracterizado pelo fato de que a taxa de câmbio é determinada, exclusivamente, através da operação das forças de mercado. (CARAVALHO *et al.*, 2001)

A análise aqui exposta representa a formação da taxa de câmbio pelo mecanismo de interação das forças de oferta e procura por moeda estrangeira, que será representada pelo Dólar norte-americano, enquanto a moeda nacional será o real.

Adotando a pressuposição de que a procura por Dólares (representada pela curva $D_{us\$}$) será derivada, fundamentalmente, da demanda por importações de bens e serviços e de remessas financeiras ao exterior para fins de amortizações e dívidas, e se tendo a curva de oferta de dólares no mercado nacional ($S_{us\$}$) podemos formular o gráfico I.2.1 que se segue, que nos dará a taxa de câmbio de equilíbrio na flutuação pura.

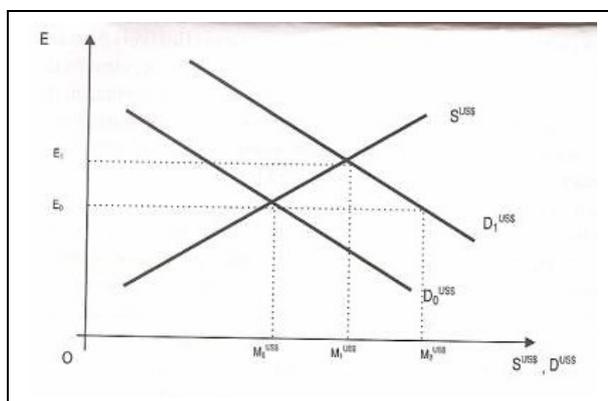


Gráfico I.2.1 – O Mercado de Câmbio

Fonte: Banco Central do Brasil

A procura por Dólares no gráfico I.2.1 apresenta o formato típico de uma curva de demanda, sendo negativamente inclinada. Isso se dá, pois o aumento da taxa de câmbio encarece as importações, provocando uma retração na demanda por dólares para importar. O preço em moeda doméstica de um bem ou serviço importado é a multiplicação da taxa de câmbio pelo preço em moeda estrangeira, no caso, dólares. A mesma coisa acontece para a curva de oferta de divisas, que, por razões semelhantes, irá apresentar o formato de curva positivamente inclinada.

No gráfico, vemos que a taxa de câmbio E_0 de equilíbrio é determinada pela interseção das curvas de oferta e demanda por moeda estrangeira, correspondendo ao preço da moeda estrangeira que equilibra o mercado de câmbio, para um volume total de dólares igual a $M_0^{us\$}$. Nesse esquema, consideram-se como invariáveis um conjunto de fatores tais como o nível de demanda doméstica, as tarifas e subsídios, a produtividade, as taxas de juros domésticas etc, que estão em constante mudança no

mundo real. Qualquer mudança nessas variáveis seria responsável por deslocamentos de uma ou de ambas as curvas, se tendo a razão por que, na prática, o nível da taxa de câmbio determinado pelo mercado muda constantemente, isto é, flutua num regime de câmbio perfeitamente flexível e o Banco central não intervém no mercado, ele não precisa dispor de reservas internacionais.

Para Neutzling jr:

Destaca-se que o uso do regime de flutuação pura é extremamente perigoso devido às constantes oscilações que a taxa de câmbio pode sofrer e o cenário de imprevisibilidade que ela cria. Uma antiga regra do FMI citada nos manuais de Economia Internacional da década de 70 dizia que um país deve ter reservas cambiais equivalente a três meses de importações. No mundo de hoje esta norma já caiu por terra há muito tempo[...] (2007, p.97)

O regime de câmbio flutuante foi instituído em janeiro de 1999 pelo Banco central do Brasil(BCB), após o ataque especulativo que, nos meses anteriores provocou uma forte perda de reservas e levou o Brasil a pedir um socorro financeiro junto ao FMI. (PRATES, 2008)

Diferentemente de um regime de câmbio fixo, segundo Nicchio (2000), a principal vantagem de um regime de câmbio flutuante é que esse regime permite que a política monetária seja usada com diversas finalidades e objetivos, principalmente internos (produção e emprego). Com a taxa fixa, as autoridades monetárias estão submetidas ao único objetivo de manter a taxa de câmbio na paridade estabelecida pela autoridade monetária.

Outro ponto a ser destacado é que a taxa de câmbio pode variar sem restrições, de modo que os choques de demanda podem ser esterilizados rapidamente e os desequilíbrios do balanço de pagamentos podem ser corrigidos mediante ajuste da taxa de câmbio. Ademais, os controles de capitais para a eficiência da política monetária não são necessários, o que possibilita ao banco central usar a taxa de juros para alcançar a estabilidade de preços, tendo em vista que a flutuação cambial é que efetua o equilíbrio externo. (SEABRA, 1998, p.4)

Em contrapartida, estudos têm comprovado que em regimes de câmbio flutuante a taxa de câmbio esta sujeita a desalinhamentos e volatilidade que não podem ser explicadas pelos fundamentos macroeconômicos. Isso porque, não existe um acordo entre os agentes com relação aos valores fundamentais da paridade cambial, devido a existência da ação especulativa desestabilizante e das expectativas dos agentes que transacionam no mercado cambial e que também influenciam os preços das moedas. Dessa forma, muitos investidores podem formar suas expectativas considerando não apenas os fundamentos econômicos e comportando-se, por conseguinte, como agentes grafistas ou “caçadores de tendência”. (MARGARIDO E VASCONCELOS, 2001, p.9)

I.2.2 O regime de câmbio fixo

O modelo de câmbio Fixo ou âncora Cambial é um modelo de administração do câmbio flutuante por parte de intervenções nas forças compradoras e vendedoras. Embora teoricamente no regime de Câmbio Livre a moeda deva variar conforme a sua circulação no planeta, o governo ou órgão regulador econômico do país determina uma taxa de câmbio e atua de tal forma no mercado a mantê-la. Num regime de câmbio fixo,

o banco central compromete-se a comprar e a vender suas moedas a um preço fixo, em termos da unidade monetária nacional. (DORNBUSCH,1998, p.268)

Nesse regime, as autoridades monetárias trabalharão no sentido de manter a taxa de câmbio ao nível fixado. Para isso, o governo irá dispor de alguns mecanismos que servirão para manter o equilíbrio no mercado de câmbio e evite que a taxa se desloque. Quando houver um excesso de demanda por moeda estrangeira ou um aumento na oferta que faça com que as retas do gráfico se desloquem, as autoridades intervirão vendendo ou comprando moeda estrangeira, respectivamente, para que se mantenha a taxa fixada e evite que o mecanismo de preços(variação do cambio) atue no sentido de voltar ao equilíbrio.

Segundo Nicchio (2000):

[...] sob esse regime é relativamente simples executar a política monetária, porém, o governo tem de manter reservas internacionais em montante elevado e empreender políticas econômicas mais estritas, de modo a defender a paridade. Se por qualquer razão(piora dos termos de troca, inflação domestica, aumento das taxas de juros no exterior etc.), há um excesso de demanda de moeda estrangeira, o Banco Central deve utilizar suas reservas externas de modo a equilibrar o mercado e manter a paridade.(p.4)

É importante salientar as principais vantagens e desvantagens do câmbio fixo. Começando pelas vantagens, temos a primeira de que se permite uma rápida estabilização monetária, na medida em que elimina de imediato o aumento dos preços dos bens transacionáveis com o exterior e, assim, força a convergência entre a inflação domestica e internacional. Outra é que concede maior previsibilidade as variáveis nominais da economia, sendo, portanto, benéfico para o desenvolvimento da produção e para o emprego. Por ultimo, Se houver comprometimento das autoridades com tal política, a expectativa de desvalorização cambial cai à zero, permitindo a baixa das taxa internas de juros e sua convergência para o nível das taxas internacionais.

No que diz respeito às desvantagens desse regime, pode-se destacar, primeiramente, a perda de independência da política monetária. Em outras palavras, as autoridades abdicam do poder de conduzir a política monetária, perdendo flexibilidade. Com isso, os ajustes a choques externos somente podem ser realizados mediante a queda de salários, custos e preços o que, por conseqüência, implica em uma redução nos níveis de produção e emprego, de acordo com Batista Jr(2000).

Ademais, em um regime de taxas de câmbio fixas, a subordinação da política monetária ao objetivo de defender a paridade cambial, restringe a possibilidade das autoridades monetárias de emitir moeda para socorrer o sistema bancário em situações de dificuldades e de corridas dos depositantes para sacar seus recursos, limitando a função do Banco Central enquanto prestador de ultima instância. Dessa forma, os agentes ficam mais suscetíveis a qualquer rumor sobre a saúde financeira de uma instituição elevando as possibilidades de ocorrência de crises bancárias. (MARGARIDO E VASCONCELOS, 2001, p.6)

Por último, pode-se citar como desvantagem o fato de que como se usa as reservas internacionais para intervir no mercado de cambio, existe um limite claro quanto à defesa da paridade da moeda: o sistema entra em colapso quando o montante das reservas internacionais chega próximo de zero, o que leva, obrigatoriamente, a uma desvalorização cambial e a um ajuste através da mudança de preços relativos.

I.2.3 O regime intermediário

Apesar de na virada do século XX para o XXI ter existido a tendência em se adotar um dos dois tipos extremos de regimes, a realidade encontra-se bem diferente. Ao longo do fim do século e no mundo atual, grande parte das economias tem seguido a linha dos regimes mistos ou intermediários aos dois. Dentre os principais e que ganharam mais destaques nesse tópico, citaremos o regime de câmbio fixo ajustável Bretton Woods, o das minidesvalorizações e o das bandas de flutuação, que constituem diferentes modalidades de câmbio fixo ajustável e de flutuação suja ou administrada.

Segundo Carvalho *et al.* (2001):

Os experimentos mais importantes, seja pela sua abrangência em termos do número de países adeptos, seja pela sua duração, foi o regime de câmbio fixo ajustável de Bretton Woods. Através de um acordo engenhoso, costurado principalmente a partir de negociações entre EUA e Inglaterra durante a Segunda Guerra Mundial, os termos da Ordem Monetária Internacional, firmados na conferência de Bretton Woods, estados nacionais para perseguir suas metas macroeconômicas próprias e liberdade cambial (convertibilidade, o que traria consigo, com o tempo, grande mobilidade de capitais). O equilíbrio entre esses três objetivos foi possível de ser mantido por 25 anos (1946-71), durante os quais o mundo viveu uma fase de grande prosperidade e estabilidade[...] (p.421)

Esse tipo de regime tinha como principais características o padrão-dólar com todas as moedas mantendo uma paridade fixa com a moeda norte-americana, e esta com o ouro. A defesa da paridade era feita mediante a compra e venda de moeda nacional com dólares. Os EUA intervinham no mercado privado de ouro para manter a cotação do dólar em ouro no nível da paridade oficial. Os bancos centrais podiam, além disso, solicitar ao governo dos EUA a conversão de seus estoques de dólar em ouro. O câmbio era fixo, porém ajustável. Assim o ajustamento de balanço de pagamentos poderia ser feito por desvalorizações cambiais quando os desequilíbrios fossem considerados fundamentais, isto é, quando não pudessem ser corrigidos por intermédio das demais políticas macroeconômicas. O FMI interviria para atuar com empréstimos e suas reservas visando financiar desequilíbrios temporários.

O regime passou a ser alvo de crescentes ataques especulativos no final dos anos 60 e 70, tornando cada vez mais difícil a administração da ordem internacional e os EUA também se mostravam cada vez menos dispostos a abrir mão de interesses econômicos nacionais em prol de políticas e regras destinadas a preservar a ordem monetária internacional baseada em sua moeda.

Outro tipo de regime importante que vigorou no Brasil de agosto de 1968 até fevereiro de 1990 foi o das minidesvalorizações cambiais, que tomava como orientação a versão relativa da paridade do poder de compra (PPC).

Segundo Almeida e Bacha (1999), essa última estabelece que as desvalorizações nominais do câmbio devam se igualar a diferença entre as inflações doméstica e internacional, tendo por objetivo manter certa paridade real fixa da moeda.

Zini Jr. atesta que as desvalorizações cambiais no Brasil seguiram a seguinte regra:

[...] até o primeiro semestre de 1983 (deixando de lado algumas mudanças de ênfase durante o período) era desvalorizar a moeda seguindo a diferença entre a inflação doméstica medida pelo Índice geral de preços (IGP) e a

inflação internacional(...). De meados de 1983 a 1985 a regra tornou-se mais simples: o cruzeiro foi vinculado ao dólar e as desvalorizações foram iguais a inflação doméstica(IGP). No segundo e terceiro trimestres de 1985 as desvalorizações excederam a taxa de inflação doméstica para compensar a apreciação do dólar. (1993, p.118)

Segundo o mesmo autor, a política das minidesvalorizações cambiais tinha como objetivos evitar a especulação contra a moeda doméstica, estimulada pela política de maxidesvalorizações praticada anteriormente, bem como proteger a receita das exportações de uma possível deterioração.

Outra forma de regime intermediário que se tem importância foi a das bandas cambiais. Segundo Silva (2002), se estabelece uma taxa de câmbio central (taxa de referência ou taxa de câmbio de equilíbrio fundamental) e determina-se um intervalo aceito de variação para cima e para baixo da mesma, no qual o Banco Central intervém no mercado cambial quando a taxa de câmbio se aproxima dos limites da banda, sinalizando aos agentes econômicos que a política cambial está sobre controle e deverá ser honrada. Enquanto a taxa de câmbio permanecer no intervalo estipulado, sua determinação segue o regime flutuante, mas atingidos os limites, o Banco Central atua como em um sistema de câmbio fixo.

Visando introduzir uma flexibilidade na taxa de câmbio nominal que seja suficiente para responder às modificações nas condições externas e internas do país, tem-se o argumento favorável a esse regime que consiste no fato de que se fornece uma âncora cambial e reduz a instabilidade e a volatilidade cambial, dado o compromisso de defesa da meta de câmbio estabelecida. Além disso, a variabilidade cambial é menor do que em um regime de câmbio flutuante. Contudo, esse regime deve ser compreendido como regime de limites fixos, mas ajustáveis, de forma que os desalinhamentos da taxa de câmbio em relação a sua taxa referência (equilíbrio) devem ser evitados, pelas autoridades monetárias, para que o regime tenha credibilidade. (SEABRA, 1998, p.220)

Em contrapartida, segundo Batista Jr.:

[...] os regimes intermediários, que estabelecem metas ou âncoras cambiais ajustáveis, como, por exemplo, o regime cambial que desmoronou na Europa em 1992-3, ou o sistema mexicano, que veio abaixo em dezembro de 1994, ou o que vigorou no Brasil até 1998, se tornam cada vez mais vulneráveis num mundo marcado por uma tendência à integração dos mercados financeiros e por crescente mobilidade internacional de capitais. Em certas circunstâncias, a defesa desse tipo de regime cambial pode revelar-se extraordinariamente custosa em termos de diminuição das reservas internacionais do banco central. Ou exigir taxas de juro internas proibitivamente elevadas. (1998, p.28)

Ainda segundo ele, em um contexto internacional de ampla mobilidade de capitais, a preservação da estabilidade econômica e da autonomia nacional na condução das políticas monetárias e cambiais depende, em grande medida, da escolha do regime cambial. Como se sabe, a flutuação cambial é o regime que melhor permite conciliar a internacionalização financeira com a persistência de divergências entre a situação e as prioridades das diferentes economias nacionais. Não é por acaso que, com poucas exceções, tem havido marcada preferência por regimes de flutuação cambial administrada, com diferentes graus de intervenção dos bancos centrais nos mercados de câmbio. Essa tem sido a tendência não só nos países desenvolvidos, como também nos países em desenvolvimento.

CAPÍTULO II – O PLANO REAL E O GOVERNO DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO

Após a apresentação dos determinantes do câmbio e dos principais tipos de regimes cambiais, será mostrada no presente capítulo a dinâmica principal em que se apoiava o Plano Real e suas conseqüências para a economia nacional. Primeiramente, teremos uma breve apresentação sobre o Plano propriamente dito, passando com maior ênfase sobre o mecanismo da âncora cambial seguida da crise cambial de 1999 e terminando com o Brasil sobre o segundo mandato de Fernando Henrique.

II.1 O Plano Real

Esta seção irá apresentar o Plano Real com uma maior importância nos mecanismos do câmbio. Primeiramente, teremos uma análise geral sobre o Plano Real, seguido do mecanismo da âncora cambial, que merece destaque na seção, fechando com o fim do mesmo.

II.1.1 O Plano Real, uma breve abordagem

Os impactos negativos da política econômica disseminada pelos países desenvolvidos acerca do resgate de seus empréstimos e o aumento excessivo dos juros, que se fizeram sentir todo o resto dos anos 80 e chegou até os nossos dias, deram origem aos diversos planos de estabilização conhecidos, a começar pelo Cruzado em 1986. Não por outra razão, na história econômica brasileira, os anos 80 ficaram conhecidos como a “década perdida”, um período de estagnação econômica – sem, praticamente, nenhum crescimento do PIB per capita – e instabilidade inflacionária. A busca do equilíbrio do balanço de pagamentos e do pagamento da dívida externa – que nos perseguem até hoje – se fez a custa da desestruturação do Estado, do descontrole inflacionário e da elevação do desemprego. (FILGUEIRAS, 2006)

A adoção do Plano Real constitui um dos mais relevantes eventos da história econômica brasileira contemporânea, ao ter encerrado a sucessão de cinco tentativas fracassadas de combate à inflação que marcou a condução da política econômica do país por uma década: planos Cruzado(1986), Bresser(1987), Verão(1989), Collor I(1990) e Collor II(1991). Somente em 1994, com o Real, é que se interrompeu o longo processo de alta inflação crônica que se intensificou a partir de meados dos anos de 1980. (MODENESI, 2010)

Ao longo da década anterior, o Brasil acompanhava a depreciação cada vez maior de sua moeda e não conseguia remediar o problema através dos diversos planos criados. Segundo Soares (2011):

A partir de 1993, Fernando Henrique Cardoso, como ministro da fazenda, inicia a preparação do Plano Real. Foi montada a equipe econômica e em junho do mesmo ano tem começo um ajuste fiscal: o Plano de Ação imediata (PAI). Deve-se sinalizar, antes de discutir a implementação do Plano Real, que o mesmo foi desenvolvido a partir de três fases: (i) o estabelecimento do ajuste fiscal prévio;(ii)a adoção da Unidade Real de Valor(URV) e (iii) a realização da reforma monetária. (p.142)

Com as medidas tomadas pelo presidente expostas, vale uma abordagem mais profunda sobre cada uma delas. Segundo Moura (2007), o governo insistiu nos requisitos para garantir um grande superávit fiscal, e o conseguiu fazer de duas maneiras. Primeiro foi dado ao executivo enorme poder pelo legislativo. O programa só

foi implementado até que 20% do orçamento fossem separados para servir como um Fundo Social de Emergência, para ser gasto ou não naquele ano ou em um ano subsequente. Embora não fosse o caso de orçamentos fiscais, em anos precedentes, terem fugido totalmente ao controle – a expansão monetária merece um crédito independente pelo grande aumento que havia ocorrido nos preços -, um grande superávit primário era uma novidade que alterou de maneira papável o cenário macroeconômico. Ele alcançou mais de 5 % em 1994, permitindo que o resultado operacional, incluindo o pagamento de juros, alcançasse um superávit durante aquele ano. Esse acontecimento foi excepcional. Havia uma segunda realidade que também contribuía para isso: as receitas fiscais reais continuariam constantes devido ao ajuste freqüente à inflação, enquanto os gastos reais declinariam.

Em suma, de acordo com Filgueiras (2006), essa primeira parte do plano se propôs a construir a chamada “âncora Fiscal” dos preços, isto é, procurou garantir aos diversos agentes econômicos que o Governo só gastaria o que arrecadasse, não havendo, portanto, possibilidade de emissão primária de títulos e moeda com intuito de cobrir gastos correntes do Governo.

Em seguida deve-se analisar a URV, Unidade Real de Valor. Segundo Pinheiro *et al.*:

O que fez a diferença no caso do Plano Real foi a criação de uma moeda virtual atrelada ao dólar, a Unidade Real de Valor (URV). O governo estabeleceu um período de quatro meses para que os agentes econômicos se adaptassem à nova unidade. Durante esse período, não só a taxa de câmbio como também alguns preços básicos, como os salários dos funcionários públicos, as pensões, o salário mínimo e as tarifas cobradas pelas empresas de serviços públicos, foram compulsoriamente convertidos em URVs. O setor privado seguiu voluntariamente o mesmo procedimento para controlar a maioria dos preços. Através desse esquema, o governo adotou a lógica da dolarização sem a necessidade de implantar uma *currency board* (caixa de conversão) (2001, p.15)

A opção pela URV visava quebrar a indexação generalizada da economia e a inércia inflacionária. Paradoxalmente, isso se daria mediante a indexação completa da economia. A indexação generalizada da economia conduzia à inércia inflacionária. Porém, A indexação incompleta causava a retroalimentação do processo inflacionário.

Segundo Soares (2006):

O fator alimentador da indexação brasileira era, principalmente, o descompasso entre os reajustes de preço. Estabelecendo esse raciocínio informalmente, pode-se colocar que a assincronia com que os empresários alternavam o valor de suas mercadorias em relação a seus concorrentes, e também em relação aos seus fornecedores, fazia com que houvesse um círculo vicioso de aumento de preços. Com o estabelecimento da URV, os preços, inclusive os macropreços - salários, preços públicos etc – foram convertidos, tendo como referência esse índice moeda. Sendo a URV reajustada diariamente, implicando elevado grau de indexação da economia, a assincronia na formação e no reajuste dos preços pode ser minimizada.”(p.6)

O cruzeiro real continuava como meio de pagamento da economia, mas havia duas unidades de conta: Cruzeiro Real e a URV. Sendo a URV ajustada diariamente, os agentes não precisavam reajustar seus preços, quebrando, assim, a inércia inflacionária em URV. Como todos os preços e salários estariam em URV, a sua subida em cruzeiro real não alteraria os seus valores relativos, ou seja, a inflação se caracterizaria,

essencialmente, pelo seu componente inercial. Pouco depois, com a estabilização, o governo realiza a reforma monetária com a criação do Real, que era igual a URV.

Apesar dessas medidas terem sido de extrema importância para o sucesso do plano, segundo Soares(2011), não foram apenas o ajuste fiscal citado e a quebra da inércia inflacionária que sustentaram o Plano. Inicialmente, na medida provisória do Plano Real foi estabelecido o lastro da oferta monetária doméstica à disponibilidade de reservas cambiais na paridade de um real para um dólar e um URV para um real. Nessa última fase do plano, evidenciou-se a natureza específica da “dolarização” proposta para a economia brasileira. Apesar de amarrar a nova moeda ao dólar, o Governo não garantiu, ao contrário do que ocorreu na Argentina, a conversibilidade entre as duas moedas. Nessa medida, se constituiu num regime mais flexível, conseguindo responder mais adequadamente às turbulências desencadeada pela crise do México, por exemplo, do que seu parceiro do MERCOSUL. Também foram estabelecidos limites para a expansão da base monetária. Estabelecia-se, simultaneamente, uma âncora cambial e uma âncora monetária. Porém, conforme a teoria de macroeconomia aberta, é pouco provável que um governo consiga controlar simultaneamente a oferta de moeda e a taxa de câmbio. A teoria mostrou-se válida e o governo não conseguiu controlar os agregados monetários, abandonando, portanto, a âncora monetária. Optou-se pela manutenção da âncora cambial. A política monetária, no entanto, não foi de todo deixada de lado, tema que será debatido na próxima seção.

II.1.2 O Regime de âncora cambial

Antes do lançamento do Plano Real em 1994, o Brasil, adotou, durante duas décadas e meia, um regime de minidesvalorizações cambiais passivas, com breves interregnos associados à safra de planos fracassados de estabilização dos anos 80 e início dos 90. O objetivo dessa política era, de uma forma geral, manter estável a taxa de câmbio real – de forma a preservar a competitividade externa da economia – através de pequenas desvalorizações periódicas que acompanhavam o ritmo da inflação passada. Com o advento do Plano Real, esta abordagem – de metas reais para a taxa de câmbio – foi substituída pela abordagem da âncora nominal ou cambial, como guia para a política do governo. (CARVALHO *et al.*, 2001)

De acordo com Batista Jr. (2000), a ancoragem cambial, entendida como a definição, em termos nominais, é uma regra de variação para a taxa de câmbio com a moeda escolhida como referência, o que pode significar o congelamento ou a prefixação do câmbio ou, ainda, a definição de faixas estreitas de variação para a taxa nominal. Deve-se ressaltar, acrescenta o autor, que a vinculação ou subordinação da moeda brasileira ao dólar surgiria como uma decisão unilateral e estaria, portanto, dissociada de qualquer acordo ou compromisso internacional em relação à paridade ou faixa de variação estabelecida pelo governo brasileiro. Não haveria, em particular, qualquer compromisso do banco emissor da moeda âncora, o Federal Reserve, de colaborar para a sustentação da taxa de câmbio fixada ou prefixada.

O que viabilizou a implantação da âncora cambial no período foi, com certeza, a mudança nas condições internacionais, quando comparada a tentativas anteriores de estabilização. Havia agora um estoque inicial de reservas internacionais e uma maior abertura comercial, que vinham desde o governo Collor e, além disso, houve o seu rápido crescimento no período. Segundo Hermann :

A abertura comercial é tão mais importante quanto maior for a inflação residual típica dos primeiros meses (ou mesmo anos) de estabilização. Isto explica porque, apesar da necessidade de acumular reservas, os países que adotaram a AC implementaram, previamente, uma política de rápida abertura comercial que, em grande parte, explica a tendência a déficits comerciais nos

primeiros anos da estabilização. Tal tendência justifica outra condição crucial à viabilidade e eficácia da AC: a liberalização da conta de capital. Além de necessária para a acumulação prévia de reservas, a abertura financeira pós-estabilização é crucial para sustentar (a também necessária) abertura comercial. (1999, p.485)

A política cambial determinou neste período o câmbio como âncora cambial para a fixação dos preços. De maneira simplificada, pode-se entender que o câmbio controlado e sobrevalorizado traduzia-se na queda dos preços das importações, o que por sua vez, forçava os preços internos a diminuírem dada a concorrência externa, garantindo, dessa forma, a estabilidade ou mesmo a queda do nível de preços, de acordo com Ianh e Missio (2009).

Em adição, Souza (1999) atesta que a variação dos preços dos bens transacionáveis deve rapidamente convergir para a taxa de inflação externa, enquanto o preço dos não transacionáveis tende a crescer em ritmo superior por um período razoavelmente longo, daí resultando uma variação dos índices de preços (sobretudo dos preços ao consumidos) superior à do câmbio, gerando uma apreciação real da moeda doméstica. Vencida a batalha das expectativas e tendo a âncora cambial conquistado credibilidade, os juros internos tendem, apesar de não ter acontecido, a baixar substancialmente, aproximando-se dos juros externos.

De acordo com Modenesi (2005), A política cambial durante a terceira fase do Plano Real (implantação da âncora e reforma monetária) pode ser dividida em quatro etapas, caracterizada pela adoção dos seguintes sistemas: (i) de flutuação cambial; (ii) de taxa de câmbio fixa; (iii) de banda cambial deslizante; e (iv) de banda cambial rastejante. À exceção da primeira etapa da condução da política cambial, que durou apenas três meses, foram sendo adotados progressivamente variantes mais flexíveis do regime monetário de metas cambiais.

Num primeiro momento, obtendo sucesso na estabilização dos preços, a valorização da moeda foi uma consequência lógica visto que as autoridades monetárias, neste contexto, elevaram a taxa de juros com a intenção de conter o consumo o que, conseqüentemente, acabou por atrair os capitais externos, principalmente, capitais de portfólio. Assim, o limite inferior do câmbio, que não era fixo, foi deslocado algo em torno de R\$ 0,85=US\$ 1,00 durante os primeiros meses de circulação da nova moeda. Nesse sentido, alguns autores caracterizam essa fase da política cambial como próxima ao câmbio flutuante, devido a não intervenção governamental no mercado de câmbio. (IAHN; MISSIO, 2009, p.13)

Num segundo momento, ocorreu nos cinco meses posteriores, de outubro de 1994 à fevereiro de 1995. De acordo com Modenesi:

Pode-se dizer que nesse período foi praticado um regime de câmbio fixo, pois a taxa de câmbio nominal manteve-se praticamente estável no valor de R\$0,84/US\$. O Banco Central interrompeu o processo de valorização ocorrido na etapa anterior, realizando leilões de compra de dólares. Ainda assim, permaneceu a clara sobrevalorização da moeda doméstica, situação que foi possível, em larga medida – nunca é demais enfatizar -, devido a uma situação de liquidez muito favorável nos mercados internacionais. (2005. p.485)

Segundo Neutzling (2007), pouco tempo depois, o Plano Real enfrentaria uma adversidade vinda do setor externo que causaria sérios danos aos planos do governo. O México atravessou séria crise cambial no período. Depois de manter sua moeda, o peso, valorizada, o país incorreu em déficits sistemáticos na balança comercial. Quando a poupança externa foi cortada, o governo mexicano promoveu uma desvalorização da sua moeda que, por sua vez, desencadeou a fuga de capitais externos daquele país. O

chamado “efeito tequila” em breve contaminou a economia brasileira. O governo optou por elevar a taxa básica de juros SELIC em patamar bem acima do praticado pelos países de moeda forte.

Em março de 1995, o governo logo abandonou a livre flutuação e a simples intervenção da taxa de câmbio e adotou um sistema de banda cambial, que permitia uma depreciação nominal e gradativa do real. O efeito colateral dessa política foi a definição de um teto relativamente alto para as taxas de juros nominais. Temia-se a ocorrência de uma maxidesvalorização sem anúncio prévio, tanto pelo impacto inflacionário como pelos graves danos que infligiria à credibilidade do governo. (PINHEIRO *et al.*, 2001)

As modificações verificadas no sistema cambial significaram tão-somente que o grau de ancoragem da economia brasileira reduziu-se ao longo do período de implantação do Plano Real. Em outras palavras, o regime monetário de metas cambiais tornou-se progressivamente mais flexível, sem perder, entretanto, sua característica distintiva: a taxa de câmbio era determinada em larga medida pelo Banco Central, e não pela interação entre a demanda e a oferta de divisas no mercado cambial. (MODENESI, 2005)

II.1.3 Conseqüências positivas e negativas da âncora cambial

Após a exposição das principais características da âncora cambial no Brasil, neste tópico serão mostradas as principais vantagens e desvantagens para a economia brasileira desse regime de câmbio. Devido a sua importância no contexto macroeconômico nacional, reservou-se um tópico para apresentar as perdas e ganhos dessa política.

Uma primeira desvantagem que se tem listada é a implicação da perda de autonomia na condução da política econômica. Essa perda de autonomia é da essência do esquema e decorre, em primeiro lugar, da renúncia à possibilidade de praticar políticas próprias nos campos monetário e cambial. As condições domésticas de liquidez passam a ser determinadas de forma reflexa pelos movimentos da política monetária na economia emissora da moeda âncora, convenha isso ou não à situação conjuntural da economia ancorada. O valor externo da moeda ancorada passa a acompanhar passo a passo as flutuações da moeda âncora nos mercados internacionais de câmbio, convenha isso ou não às contas externas da economia ancorada. Esta última fica assim inteiramente a reboque das decisões do tesouro e do banco central do país responsável pela emissão e pelo controle da moeda escolhida como lastro, sem obter – é claro – participação alguma nessas decisões. O programa de dolarização sacramenta e consolida, portanto, a perda de soberania monetária que a própria inflação continuada tende a produzir, de acordo com Batista jr.(2000).

A principal vantagem apontada nos modelos heterodoxos de estabilização é que, atuando diretamente sobre os mecanismos de formação de preços, além de obterem uma redução mais rápida da inflação, eles comprometem menos a atividade econômica. Mais que isso, as estabilizações por âncora cambial costumam ser seguidas de uma fase de rápida expansão econômica, induzida pela já mencionada tendência à redução dos juros reais além de outros fatores, como a redução do imposto inflacionário incidente sobre as classes de renda mais baixa, de alta propensão a consumir; a recuperação da capacidade de cálculo prospectivo por parte dos agentes econômicos e, por conseguinte, da confiança na economia (o que estimula a produção e investimentos privados); e a recuperação do crédito (também facilitada pelo aumento do grau de confiança), que estimula tanto o consumo quanto a produção e o investimento. (HERMANN, 1999, p. 486)

Em contrapartida, segundo Soares:

Havendo o resíduo inflacionário e sendo instalada a ancoragem cambial, tal condição tende a causar uma valorização da taxa de câmbio real (uma redução da taxa de câmbio real). A valorização da taxa de câmbio real, por sua vez, torna os bens e serviços nacionais menos competitivos. Há, portanto, um desestímulo às exportações, decorrente de seus maiores preços, ao mesmo tempo em que as importações são estimuladas, por causa do motivo inverso, ou seja, as importações tornam-se mais baratas. Em conclusão, e não foi diferente no caso brasileiro dos anos 90, a âncora cambial atua em geral no sentido de gerar déficits na conta de transações correntes do balanço de pagamentos. (2011, p.150)

Além disso, a abertura econômica e a própria âncora, necessitando de elevados níveis de reservas internacionais, foram sustentadas todo o tempo por altíssimas taxas de juros, o que implicou a deterioração de todas as outras variáveis macroeconômicas, exceto a inflação. Esse impacto negativo se fez sentir, ano a ano, numa taxa de crescimento do produto medíocre, com períodos de estagnação e recessão aberta, que levou ao aumento das taxas de desemprego, em virtude do fechamento de postos de trabalho na indústria ou do crescimento insuficiente da ocupação no comércio e nos serviços, tendo em vista o aumento de 2,7% ao ano da população economicamente ativa do país, com a entrada de 1,5 milhão de novas pessoas, todo ano, no mercado de trabalho, cuja absorção demandaria um crescimento do PIB a uma taxa média entre 6% e 7% ao ano. (FILGUEIRAS, 2006)

Para Souza (1999), a manutenção de níveis taxas de juros substancialmente mais elevados que os internacionais contraria, em princípio, seu comportamento esperado. Tendo por base a condição de paridade dos juros, o custo do dinheiro numa economia que adotou um programa de estabilização baseado na taxa de câmbio deveria se aproximar do internacional pouco depois da consolidação da estabilização. Por outro lado, isso revela que o governo tem praticado uma política monetária ativa, apesar da adoção de um regime de câmbio fixo num contexto de mobilidade internacional de capitais. O que contraria também as expectativas teóricas. Não é a toa que o comportamento local dessas variáveis discrepa acentuadamente da experiências de outros países que adotaram planos de estabilização da mesma família, e onde as duas predições teóricas parecem se verificar. Ainda segundo o autor, *“a rigor há pelo menos três outras razões que poderiam justificar uma diferença entre juros internos e externos como a verificada no Brasil: o risco-país, a tributação sobre operações e ganhos financeiros, e outros obstáculos ou custos incidentes sobre os capitais externos[...]”* (1999, p.41)

Em adição, segundo Modenesi (2005), é importante notar que a trajetória fortemente descendente da inflação não é explicada apenas pela âncora cambial. Essa política monetária no período de implementação do real foi extremamente restritiva: a taxa Selic real (deflacionada pelo IPCA) alcançou o pico de 44% a.a, em setembro de 1998, ficando acima de 10% a.a, durante todo o período de implementação do Plano, e a sua média foi superior a 20% a.a no mesmo período. Por essa razão, como salientado por Filgueiras, os gastos em consumo e investimento permaneceram fortemente reprimidos, mantendo-se a demanda agregada em nível compatível com as reduzidas taxas de inflação.

Apesar disso, segundo o mesmo autor e como explicitou Hermann:

[...] a adoção da âncora cambial, ao contribuir diretamente para uma drástica redução da inflação e ao aumentar o grau de credibilidade da política monetária, favoreceu o alongamento dos prazos dos contratos criando um

Apesar dessa singela vantagem, segundo Moura (2007), outra limitação foi o desaparecimento do grande superávit primário, que inicialmente havia sido atingido em 1994 com o lançamento do plano. Durante os anos subseqüentes, surgiram pequenos déficits, apesar da trajetória contínua de redução do índice inflacionário. A dívida do governo cresceu rapidamente. À medida que o sistema bancário era consolidado, as dívidas dos governos estaduais foram reestruturadas e outros “esqueletos” adicionais foram retirados do armário.

Somadas todas as desvantagens citadas, acrescenta-se ainda a grande fragilidade externa do regime. Segundo Paula e Alves Jr. (1999), a evolução do índice de fragilidade externa, durante os primeiros três anos e meio do Plano Real, sugere que não houve mudanças significativas nas tendências das variáveis relativas às contas externas. Em que pese a melhora relativa no crescimento do déficit da balança comercial no ano de 1997, devido a uma moderada contenção nas importações induzida pela desaceleração no ritmo da atividade econômica e ao melhor desempenho das exportações, em particular dos produtos básicos, em parte resultado da desvalorização cambial um pouco acima da inflação e das medidas específicas de estímulo às exportações e de restrição às importações, uma reversão mais consistente na trajetória de crescimento deste déficit só será possível caso a taxa de crescimento das exportações venha superar, de forma sustentável, a das importações. Como o *timing* para uma reversão é longo, a estratégia do governo pressupõe a continuidade do financiamento externo do déficit em conta corrente sem maiores problemas a médio e longo prazos.

Em adição, segundo Pinheiro *et al.*(2001), a deterioração das contas correntes do Brasil e o fato de que o déficit era financiado por fluxos de capital de curto prazo acentuaram a dependência do financiamento externo e, conseqüentemente, tornaram o país ainda mais vulnerável a choques externos. Essa vulnerabilidade foi notada pela primeira vez na crise do México, em março de 1995, confirmou-se na crise asiática de outubro de 1997 e chegou ao limite do suportável por ocasião da moratória da Rússia, em 1998. Contudo, as atribuições do Brasil na virada de 1998 para 1999 não foram produzidas apenas por desequilíbrios estruturais- os tradicionais problemas fiscais e externos das economias da América latina -,mas também pela falta de credibilidade do regime de políticas.

Sendo assim, apesar da grande conquista que foi a estabilização dos preços da economia nacional, segundo Soares (2011), muitas foram as perdas com o regime de câmbio implementado no Plano Real. Os desequilíbrios externos e fiscais chegaram a um ponto insustentável. Sendo assim, a equipe econômica realizou uma maior flexibilização na condução da política cambial através das bandas diagonais, esperando reverter os déficits em transações correntes e permitir uma política monetária não tão agressivamente contracionista, permitindo uma melhora também nos resultados fiscais (redução do pagamento de juros). A mudança, apesar disso, não foi bem recebida pelo mercado. As indefinições em relação à condução da política cambial e o não ajuste fiscal conduziram a economia brasileira a um forte ataque especulativo. A perda de reservas internacionais era de grande magnitude. Ainda de acordo com Soares (2006), diante dessa situação, o FMI ameaçou retirar o apoio financeiro ao Brasil, ou seja, ameaçou não liberar novas parcelas do empréstimo de US\$41,5 bilhões caso as autoridades brasileiras não parassem de despender divisas com a defesa da taxa de câmbio. Com isso, em 15 de janeiro de 1999, uma sexta-feira, o Banco Central encerrou a política de defesa da taxa de câmbio. Após o final de semana, em 18 de janeiro de 1999, a taxa de câmbio passou a flutuar. Era o fim da âncora cambial e o início da crise.

II.2 A crise cambial brasileira de 1998/1999 e o segundo mandato de FHC

Apresentadas as principais características do Plano Real e a sua fase da âncora cambial, será exposta nesta seção a seqüência dos acontecimentos inerentes ao Plano. O tópico passado iniciou a trajetória declinante do regime cambial vigente e a seção continuará relatando as origens e conseqüências da crise para o país, terminando com uma breve avaliação do segundo mandato de FHC.

II.2.1 O estopim da crise cambial

Desde a crise dos países asiáticos de 1997, tinha ficado claro para todos, inclusive para o governo, que o Brasil tinha que mudar o rumo da sua política econômica, corrigindo os dois grandes desequilíbrios que haviam se agravado acentuadamente no período de 1995/1997: o das contas públicas e o do setor externo. O primeiro se traduzia na deterioração sistemática dos resultados primários- isto é, excluindo juros – do setor público consolidado, gerando um aumento do endividamento público, e o segundo, no aumento- também sistemático – da relação Déficit em conta corrente/PIB. (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000)

Apesar do seu êxito no combate à inflação nos quase cinco anos em que vigorou, o regime monetário e cambial adotado apresentou também graves problemas, principalmente por ter sido utilizado por um período de tempo excessivamente prolongado, e não apenas como um primeiro estágio na busca da estabilidade de preços. Ou seja, o uso da âncora cambial após implantação do Real foi transformado pelo Banco central em uma estratégia quase permanente de condução da política monetária, de acordo com Modenesi (2005).

Esses problemas se evidenciaram a partir da crise asiática. A desconfiança em relação aos mercados emergentes se manifestou por meio de uma elevação dos *spreads* médios entre os papéis de maior risco e os títulos de igual prazo emitidos pelo tesouro americano. Após a moratória da Rússia, a aversão ao risco assumiu a forma de um retorno aos mercados de maior segurança, sobretudo para a praça de Nova York. Em meados de outubro de 1998, a equipe econômica brasileira buscou um aporte “preventivo” de recursos financeiros junto à comunidade financeira internacional. O propósito era evitar a eclosão de uma crise cambial capaz de provocar um *crash* financeiro global, com efeitos particularmente desastrosos para a economia americana. O acordo foi coordenado pelo FMI e os demais credores representados pelo BIS, que concordaram com a manutenção da política cambial vigente. Todavia, num clima de desconfiança em relação à moeda nacional, os investidores trataram de se antecipar a uma eventual desvalorização, buscando refúgio no dólar. Os detentores de depósitos à vista, títulos do governo e fundos de curto prazo trataram de liquidar as suas posições denominadas em reais e transformá-las em aplicações em dólares ou indexadas ao dólar. Ou seja, efetuaram rápidas recomposições de portfólio, mudando a moeda em que estava denominada a riqueza, de ativos na moeda fraca para os denominados em moeda forte. (CINTRA, 1999)

Segundo Filgueiras (2006), nos primeiros dias de 1999, início do segundo Governo Cardoso, a situação macroeconômica do país se agravou dramaticamente, dando continuidade à crise cambial desencadeada a partir da moratória anunciada pela Rússia, como dito, em agosto de 1998. Naquela ocasião, segundo o autor:

Após a crise da Rússia, as taxas de juros elevadas começaram a perder eficácia como linha de resistência aos ataques contra o Real. Um novo déficit recorde na conta de transações correntes e a constatação da ineficiência das medidas fiscais tomadas em novembro de 1997, em resposta à crise da Ásia – que se expressou no crescimento da dívida e do déficit público e em queda na

arrecadação de tributos -, aumentaram as desconfianças dos especuladores. (FILGUEIRAS, 2006, p. 186)

De acordo com Averbug e Giambiagi (2000), no início de janeiro de 1999, a perda de reservas acentuou-se. No final da experiência de câmbio controlado, a perda de reservas era da ordem de US\$ 1 bilhão/dia. No dia 13 de janeiro, anunciou-se a substituição do presidente do Banco Central e a adoção de um sistema de banda, que na prática, implicava uma desvalorização de 9%. Isso poderia ter sido uma idéia interessante em outras circunstâncias, mas não poderia dar certo naqueles dias. Como era previsível, a perda de reservas manteve-se e, no primeiro dia de funcionamento da banda, a cotação chegou imediatamente no teto.

Sendo assim, no decorrer dos 50 dias compreendidos entre o início de agosto e o final de setembro de 1998, o Brasil perdeu US\$ 30 bilhões em reservas, mesmo com o acordo do FMI trazendo um leve alívio. Contudo, naquela conjuntura o Brasil não podia se dar ao luxo de cometer nenhum erro. Os eventos acabaram sendo precipitados com a rejeição de uma importante medida de ajuste fiscal pelo Congresso e o anúncio da moratória das dívidas contraídas junto ao governo federal pelo governo do estado de Minas Gerais. Em 15 de janeiro, depois de descartar sugestões de controle de capital “à La” Malásia, as autoridades deram sua última cartada para evitar a rápida evaporação de divisas: deixaram o câmbio flutuar livremente. (PINHEIRO *et al.* , 2001)

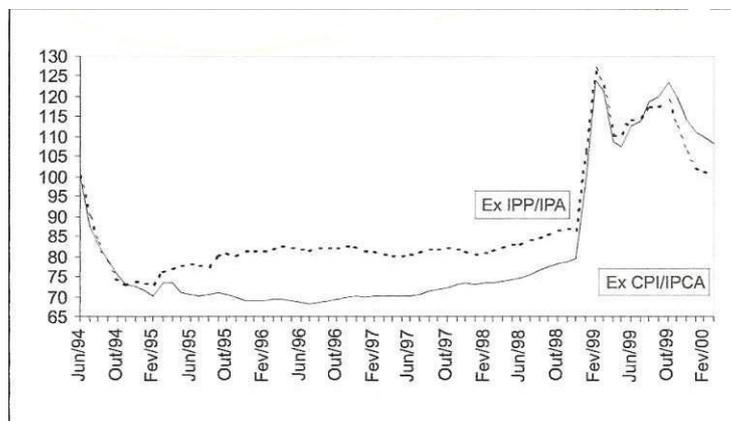


Gráfico II.2.1 – Variação do câmbio no tempo

Fonte: Banco Central do Brasil

II.2.2 Principais conseqüências, um novo enfoque da política monetária

Um ponto delicado da passagem de um regime de câmbio fixo que se expressa na âncora cambial para outro que comporte algum grau de flexibilidade é o efeito que tal mudança pode acarretar sobre a credibilidade da política econômica – do novo regime cambial, em particular – e, por conseguinte, sobre as expectativas a respeito da taxa de câmbio e da inflação. (HERMANN, 1999)

Num primeiro momento, segundo Cintra (1999), a acelerada perda de reservas, em face do descrédito dos investidores nacionais e internacionais, tornou impossível a defesa do real. O governo foi obrigado a desvalorizar a moeda doméstica. Após o

episódio da banda cambial-diagonal-endógena, o Banco Central anunciou um regime cambial de livre flutuação, retirando-se do mercado a fim de interromper a evaporação das reservas. O abandono das bandas cambiais provocou grande instabilidade, deixando o mercado sem referências. As empresas passaram a operar com várias taxas de câmbio. Havia o dólar do *leasing*, o dólar das revendedoras de automóveis importados, o dólar das companhias aéreas para vôos internacionais etc. Nas relações com fornecedores havia dólares provisórios, prefixados até segunda ordem. Numa mesma empresa, dependendo do fornecedor ou do cliente, a cotação podia variar. Pelo que se observou a livre flutuação tinha poucas chances de estabilizar o câmbio, diante do desarranjo das expectativas. De acordo com Modenesi (2005), somente no dia da flexibilização do câmbio, o real se desvalorizou 11,1%, com a cotação média de venda da moeda americana (PTAX800) alcançando R\$ 1,4659. No ano de 1999, a moeda nacional apresentou uma desvalorização acumulada de 21,3%, tendo a PTAX800 encerrado o mês de dezembro em R\$ 1,789.

Em adição, para Soares (2011):

Após a crise cambial de janeiro de 1999 havia graves temores de que a inflação retornaria ao país. De outra forma, o Plano Real, como os planos antiinflacionários anteriores, não manteria permanentemente a estabilidade dos preços. Não bastasse o temor acerca do retorno da inflação, também estava sendo prognosticada uma acentuada recessão para o ano de 1999. As projeções apontavam, portanto, para uma estagflação, ou seja, a ocorrência simultânea de inflação e recessão. (2011, p.153)

Apesar disso, segundo Modenesi (2005), a ocorrência de um repique inflacionário de forma mais ampla em consequência do abandono da âncora cambial seria um evento pouco provável de ocorrer. Os indicadores disponíveis à época mostravam que a economia brasileira se encontrava consideravelmente desaquecida, pois todos os componentes da demanda agregada estavam reprimidos: (i) o consumo, em função das elevadas taxas de juros e do alto nível de desemprego; (ii) o investimento, em decorrência do aperto monetário, da redução das vendas, da elevada capacidade ociosa e da pesada carga tributária; (iii) os gastos do governo, por causa do ajuste fiscal; (iv) as exportações, por causa da desaceleração da economia mundial e da sobrevalorização do real.

Sendo assim, a partir da mudança do regime cambial no início de janeiro, o principal objetivo da política econômica do Governo passou a ser o de evitar o ressurgimento da inflação, procurando impedir que o aumento inicial dos preços dos produtos comercializáveis contaminasse as expectativas inflacionárias e os preços dos bens não comercializáveis. Para isso, o Governo utilizou-se de cortes orçamentários, elevação de impostos e uma política de juros altos que, além de derrubar a demanda e desacelerar a economia, também sinalizou maiores rendimentos, no curto prazo, para o capital estrangeiro especulativo, uma vez que, para atingir o objetivo proposto, o retorno desses capitais, com a revalorização parcial do Real, era elemento crucial da estratégia adotada. A contenção do nível de atividade, por sua vez, juntamente com a própria desvalorização, tendia a impactar positivamente sobre a balança comercial, com a redução de importações e um maior estímulo às exportações, de acordo com Filgueiras (2006).

Para Pinheiro *et al.*(2001), o impacto restrito sobre a inflação, que impediu uma drástica queda no valor real dos salários, e os bons balanços publicados pelas instituições financeiras, que foram em larga medida beneficiadas pela desvalorização, ajudam a entender por que a desvalorização não afundou o país em uma recessão, como aconteceu no México e na Coreia do Sul. Com uma desvalorização nominal de 50 %, uma inflação no consumo de 10%, uma modesta expansão no PIB, uma leve melhora

na balança comercial, uma boa safra agrícola e sem crises do sistema financeiro, o Brasil pode concluir a transição entre regimes cambiais com relativo sucesso. O processo foi embasado por importantes mudanças no regime de políticas econômicas, como citado, que combateram os desequilíbrios macroeconômicos herdados da primeira administração de Cardoso e criaram condições para um novo ciclo de crescimento sustentável. Nesse contexto, três medidas se destacaram: a adoção do regime de flutuação cambial, o estabelecimento de metas fiscais e de metas de inflação.

Ainda segundo o autor:

O novo regime cambial ampliou o espaço de manobra da política monetária e representou mais liberdade para o governo, que não precisou mais defender um certo nível da taxa de câmbio. Além disso, ele também incrementou a flexibilidade do mecanismo de preços, com o objetivo de melhor se adaptar às transformações estruturais ocorridas no Brasil desde o início da década de 90. O efeito negativo foi o risco maior de volatilidade na taxa de câmbio, o que poderia prejudicar a estabilidade de preços, os investimentos e o comércio. (PINHEIRO et al., p.21)

Em suma, no final da década de 90, o Brasil definiu um esquema de política econômica inédito em sua história, combinando: a) uma desvalorização, acompanhada de uma nova situação cambial que tende a melhorar os indicadores de solvência externa do país; b) um forte ajuste fiscal, que, desde que a taxa de câmbio real se estabilize, deve evitar a continuidade da trajetória ascendente de relação dívida pública/PIB; c) um firme comprometimento com uma trajetória de inflação baixa. É nesse contexto de respeito aos chamados fundamentos macroeconômicos que, uma vez superados os percalços registrados com a combinação das crises energética, argentina e mundial, a economia brasileira dá sinais de retornar o crescimento interrompido. Potencialmente, o Brasil tem pela frente perspectivas promissoras como não se viam desde a década de 70, embora sem qualquer chance de voltar a crescer a um ritmo tão acelerado quanto ao daquele boom, quando a economia se expandia a uma média da ordem de 9% a.a, segundo Giambiagi (2003).

II.2.3 O fim da Era de Fernando Henrique Cardoso, uma breve avaliação do segundo mandato

O primeiro mandato de FHC, apesar da eficiente política de combate inflacionário, deixou um legado bastante complicado para seu segundo mandato: um desequilíbrio externo crescente, principalmente em função da sobrevalorização cambial, e uma séria crise fiscal, com déficits primário do setor público consolidado e nominal de nada menos que 7% do PIB, além de uma dívida pública crescente. (GIAMBIAGI *et al.*, 2005)

O segundo governo FHC teve por característica maior o fato de ter sido um governo de crise, em duplo sentido. Primeiramente, porque teve de administrar sucessivas crises do balanço de pagamentos (1999, 2001 e 2002) – que o levou a bater às portas do FMI para tomar três empréstimos nos montantes de US\$ 41,5 bilhões (1998), US\$ 15,6 bilhões (2001) e US\$ 30 bilhões (2002). Em contrapartida, durante os seus quatro anos de duração, a economia brasileira foi monitorada externamente por essa instituição, a partir de parâmetros macroeconômicos explicitados nos acordos estabelecidos. Adicionalmente, também enfrentou uma crise de energia (2001), que colocou em xeque o modelo de privatizações do setor elétrico e a atuação das agências reguladoras, inviabilizando o início do processo de privatização das empresas estatais

geradoras de energia – que havia sido planejado e decidido ainda no primeiro Governo. (FILGUEIRAS, 2006)

De acordo com Franco :

[...]durante o segundo mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso, a Autoridade Monetária vinha sob permanente tensão, indicando que, a despeito da aparente superação do inflacionismo, se inaugurava uma nova fase de dúvidas sobre as possibilidades de crescimento sob condições de responsabilidade fiscal e moeda sadia. Estas tensões atingiram o seu auge durante os poucos meses que antecederam a posse do novo Presidente (Lula), sendo importantíssimo de se notar que o organismo econômico reagiu de forma violentamente contrária a um provável retorno do inflacionismo [...]
(FRANCO, 2004, p.21)

O regime de política econômica adotado em 1999 assentou-se sobre quatro pilares: a) austeridade fiscal, na forma de metas de resultados primário bastante estritas para o triênio 1999/2001; b) aprovação das chamadas “reformas”; c) adoção de metas de inflação; e d) livre-flutuação cambial.

As reformas introduzidas no período do segundo mandato foram: privatização; fim dos monopólios estatais; mudança do tratamento do capital estrangeiro; saneamento do sistema financeiro; reforma parcial da Previdência Social; renegociação das dívidas estaduais; aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal; ajuste fiscal; criação de agências reguladoras de serviços de utilidade pública; estabelecimento do sistema de metas de inflação como modelo de política monetária. (GIAMBIAGI *et al.* , 2005)

Para Averbug e Giambiagi (2000), no que diz respeito às metas de inflação, o Brasil passou desde 1999 a fazer parte do grupo de cerca de 10 países que, como a Nova Zelândia, a Inglaterra ou o Canadá, adotam esse regime. As autoridades definiram uma meta de inflação de 8% para 1999, 6% em 2000 e 4% em 2001, com um intervalo de tolerância de dois pontos percentuais para cima ou para baixo em todos os casos. No primeiro ano, a inflação (IPC) ficou em 8,9%, dentro do intervalo aceitável, esperando-se que em 2000 fique entre 6% e 7%. Com isso, o Governo comprometeu-se formal e explicitamente a atingir a estabilidade de preços, o que representa uma experiência inédita no Brasil. Se essas metas forem atingidas, chegando-se à convergência com a inflação internacional (2,0% a 2,5%), em 2003 ou 2004, tal fato certamente moldará o comportamento dos futuros Governos, pois corresponderia a uma verdadeira revolução cultural, no contexto brasileiro, onde parte dos dirigentes políticos do país, no passado, sempre esteve disposta a trocar mais crescimento por “um pouco mais” de inflação.

Apesar dessa importante medida, vale mencionar que, a perdurar a atual política econômica – elevadas taxas de juros para sustentar o financiamento externo e necessidade de refinanciamento da dívida pública imobiliária, em contínua expansão – e, em particular, sem a definição de uma política financeira que priorize o longo prazo, não surgirão mecanismos para o financiamento do desenvolvimento. No Brasil, onde já estavam presentes importantes bancos estrangeiros de distintas procedências, o sistema financeiro privado jamais se envolveu na concessão de financiamento de longo prazo para as empresas produtivas, exceto como repassador de capital de empréstimo externo ou de recursos das agências oficiais de fomento. A estabilização duradoura, o ambiente de liberdade dos movimentos de capitais e o predomínio de instituições financeiras estrangeiras não irão promover *per si* a resolução desse problema, de acordo com Freitas e Prates (2001).

Além disso, em nome da modernização e como espelho das reformas implementadas, a economia brasileira, com um dos sistemas industriais mais integrados entre os países em desenvolvimento, passará por novos processos de desindustrialização, de desnacionalização e de crescente endividamento externo, uma vez que a “inserção internacional” continuará a ser orientada na direção de ganhos de

produtividade impostos aos produtores locais pela concorrência externa; o crescimento dependerá fundamentalmente do investimento estrangeiro; e as condições de financiamento da economia vão estar atreladas ao avanço da liberalização financeira, na busca de uma suposta convergência entre as taxas de juros internas e as internacionais. (CINTRA, 1999)

Para Ferrari Filho (2001), em resumo, a sustentabilidade da estabilização econômica para os próximos mandatos presidenciais – entendida como sendo a estabilidade da moeda um meio e não um fim da política econômica – não pode prescindir dos seguintes elementos: (i) ação firme do Banco Central no mercado de divisas, permitindo, assim, que a taxa de câmbio não sofra nenhum contratempo ao longo de sua flexibilidade; (ii) alongamento do perfil da dívida pública, resultando na redução da taxa de juros, imprescindível para viabilizar a recuperação do nível de atividade produtiva e, por conseguinte, a retomada do crescimento econômico; (iii) operacionalização de uma política comercial seletiva; (iv) recuperação da capacidade de financiamento auto-sustentável do setor público; e (v) implementação de uma política industrial que vise, não somente a adequação da demanda efetiva à capacidade produtiva da economia, evitando, assim, que *bottlenecks* de demanda efetiva sejam reiteradamente observados, mas, também, a inserção de nossas firmas no comércio internacional. Concluindo, ao invés da política econômica estar centrada em um regime de *inflation target*, esta deve ter como meta um *economic growth*.

CONCLUSÃO

O regime de âncora cambial implantado ao longo das duas últimas décadas do século XX nos diversos países em desenvolvimento apresentou, de forma generalizada, pontos positivos e negativos. Sua eficácia incontestável no combate à inflação mostrou um bom caminho para a estabilização dos preços e da economia como um todo, mas, ao mesmo tempo, o seu poder na geração de déficits no balanço de pagamentos e sua extrema dependência de grandes reservas internacionais, que se manifesta em taxas de juros cada vez mais elevadas, fizeram dele um plano mais destrutivo do que benéfico. Nesse sentido, todos países que passaram pelo regime tiveram, mais cedo ou mais tarde, que abandoná-lo. Com o seu fim, a maioria dos países passou por duras crises cambiais e financeiras, expostas em recessões prolongadas e aumento do nível de inflação. Apesar disso, não foi o que se verificou no Brasil. O país teve uma transição bem menos custosa do que outros países que passaram por processos semelhantes. Sendo assim, cabe explicitar os motivos pelo qual não vivenciamos uma destruição tão grande na transição para o câmbio flutuante.

De acordo com Averbug e Giambiagi:

[...] após o estouro da crise, o “colchão de liquidez representado pelo empréstimo de US\$ 42 bilhões do FMI permitiu ao Brasil superar circunstâncias dramáticas; as taxas de juros foram elevadas no momento apropriado e reduzidas na intensidade e na velocidade certas; a política de austeridade fiscal mudou radicalmente o contexto econômico do país – tradicionalmente visto como perdulário em matéria fiscal - ; a inflação subiu relativamente pouco; e o país voltou a crescer, em termos dessazonalizados, exatamente após a desvalorização – embora o *carry over negativo* herdado de 1998 tenha impedido que esse crescimento se traduzisse em um número melhor para 1999. (2000, p.36)

O primeiro ponto, talvez o mais importante, que justifica a não generalização da crise foi o da não ocorrência da volta galopante da inflação. Segundo Modenesi (2005), diante do baixo nível de demanda agregada (reprimida pela política monetária e devido

ao desaquecimento da economia), é bem verdade que o impacto da desvalorização cambial sobre os custos dificilmente seria repassado para os preços. Ou seja, uma desvalorização do real não representaria uma ameaça efetiva à estabilidade de preços. Nessas condições, não há como se apavorar com os efeitos inflacionários da desvalorização. Para que a inflação voltasse, teríamos que ter um colapso de proporções russas ou indonésias.

Em adição, para Pinheiro *et al.*(2001), a desvalorização coincidiu com um período de lento crescimento, e isso se explica, parcialmente, por que a inflação não explodiu como se temia. Outros elementos importantes também contribuíram para isso: a) a boa administração da política monetária, que permitiu oportunos e precisos ajustes de “sintonia fina” nas taxas de juros; b) a renegociação do acordo com o FMI, que demonstrou a credibilidade dada aos ajustes fiscais e proporcionou ao Banco Central a folga necessária para intervir no mercado cambial;c) o anúncio de aumentos apenas moderados no salário mínimo em maio; e d) a decisão de adotar um regime de metas de inflação.

A adoção de um sistema de metas para a inflação também pode ser considerada uma importante medida no intuito de evitar a eclosão de uma transição mais dramática. No sistema de metas, segundo Soares (2011), o combate ao processo inflacionário se dá prioritariamente por meio da política monetária. Assim, havendo uma pressão inflacionária, onde as expectativas inflacionárias se aproximam do limite superior da meta, as autoridades monetárias aumentam a taxa de juros básica da economia. Por outro lado, não havendo pressões inflacionárias, nem atuais e nem em termos de expectativas, a política monetária pode ser afrouxada por meio da redução da taxa de juros básica da economia. O governo ficaria “livre” do processo de formação do câmbio e se focaria no problema em si que era a inflação.

Além disso, outro ponto importante e também crucial para uma transição relativamente pacífica entre os regimes cambiais em 1999 foi o baixo nível de *financial depth*. Segundo Averbug e Giambiagi (2000), em 1996, por exemplo, o crédito total do setor privado em relação ao PIB no Brasil representava 31%, muito abaixo dos números muitas vezes superiores a 100% do PIB de vários países asiáticos. Esses números indicam que o Brasil, quando comparado aos países asiáticos, tem um sistema financeiro muito menos vulnerável, garantindo mais estabilidade e confiança ao mercado e diminuindo as chances de um colapso de “efeito dominó” no sistema devido a uma possível série *defaults*, como a que ocorreu na Ásia em consequência dos altos níveis de alavancagem. Essa realidade é fruto de diversas mudanças realizadas no sistema financeiro nacional desde o primeiro choque ocorrido com a crise mexicana. Por isso, o sistema financeiro no Brasil é, provavelmente, o mais sólido da América latina por sua diversidade, pela presença de instituições internacionais forte, sua boa automação, nível de capitalização e esses baixos índices de alavancagem.

Expostas as particularidades que a economia brasileira possuía no momento da transição entre o regime de âncora cambial para o câmbio flutuante, pode-se expor o ponto crucial deste trabalho. Como o Brasil estava com a sua economia desaquecida, não possuía em seu sistema financeiro um alto grau de endividamento e apresentou uma política monetária e fiscal fortemente rígida e contracionista, os ataques especulativos originados desde a crise asiática e da moratória da Rússia não foram capazes de impor um “efeito dominó” como se evidenciou em outros países que passaram pelo mesmo processo. Essas especificidades da economia nacional, apesar de não serem totalmente positivas para o país (manutenção de altas taxas de Juros, por exemplo), salvaram o país do que poderia ter sido uma crise sem precedentes para a nação. Ocorreu sim uma grave crise cambial, que afetou sistematicamente a política do governo e abalou a sua credibilidade, mas, apesar disso, o país mostrou ser capaz de se adaptar e enfrentar a crise, mesmo que tenha contado um pouco com o panorama internacional da época e também, como não podia deixar de ser, com a sorte.

Referências bibliográficas

ALMEIDA, Clovis de Oliveira; BACHA, Carlos Jose Caetano; **Evolução da política cambial e da taxa de cambio no Brasil, 1961-97.** PESQUISA & DEBATE, SP, volume 10, número 2 (16), 5-29, 1999 .

AVERBUG, André; GIAMBIAGI, Fábio. **A crise brasileira de 1998/1999 – origens e conseqüências.** Textos para Discussão, Rio de Janeiro, n.77 maio 2000.

Banco Central do Brasil. Disponível em <http://www.bcb.gov.br> Acesso em 10 de março de 2011.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. **Dolarização: significado e conseqüências.** Revista econômica. V. 3, p. 37-62. Junho 2000.

BATISTA JR., Paulo Nogueira. **“Globalização” financeira e regimes cambiais.** Revista de Economia política, v. 18, N. 2(70). Abril-junho.1998

CARVALHO, Fernando J. Cardim. **Economia Monetária e financeira. Teoria e política.** 8ª Tiragem. São Paulo: Campus, 2001

CARVALHO, Fernando J. Cardim. **Revista Novos Estudos**, 70ª Ed., 2004.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo. **Dependência sem desenvolvimento: os limites e contradições da inserção internacional brasileira dos anos 90.** R. param. Desenv., Curitiba, n.97, p. 3-32, set/ dez. 1999.

DONBUSCH, Rudiger & STANLEY, Fischer & STARTZ, Richard. **Macroeconomia**, 7ª Edição, 1998, Editora McGraw Hill, Alfragide(nome da cidade) PORTUGAL

FERRARI F., Fernando. **O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico?** Revista Análise econômica, N.35, ano 19. Março, 2001.

FILGUEIRAS, Luiz Antônio Mattos. **História do Plano Real.** 3ª ed. São Paulo: Boitempo, 2006

FRANCO, Gustavo H. B. **Auge e declínio do inflacionismo no Brasil.**

FREITAS, Maria Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. **A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências.** Economia e sociedade, Campinas, v.17: 81-111, dez , 2001.

GIAMBIAGI, Fábio [et al.] . **Economia Brasileira contemporânea.** 2ª reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

HERMANN, Jennifer. **Ancoragem Cambial em ambiente de Elevada Mobilidade Internacional do Capital: Alcance, limites e soluções.** Est. Econ. São Paulo, v. 29, n.4, p. 475-511, out/dez. 1999.

IAHN, Jaicy Fidelis; MISSIO, Fabrício José. **Uma revisão da macroeconomia brasileira dos anos 90: O mix da política fiscal, monetária e cambial.** Pesquisa & Debate, São Paulo, v.20, n.1 p.1-29, 2009.

KRUGMAN, Paul; **Economia internacional – teoria e política.** 6ª edição. 2003.

- MARGARIDO, Sérgio P. e VASCONCELOS, Marcos R. **Algumas considerações sobre a escolha de regimes cambiais na América Latina**. VI Encontro Nacional de Economia Política. Período de 12 a 15 de junho de 2001.
- MODENESI, André de Melo. **Política monetária no Brasil pós Plano Real (1995-2008)**. Economia & Tecnologia, ano 6, v. 21, abr./jun. 2010.
- MODENESI, André de Melo. **Regimes monetários: Teoria e experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005
- MOURA, Alkimar R. **PAEG e Plano Real: Dois Planos que mudaram a economia brasileira**. Rio de Janeiro: FGV, 2007.
- NEUTZLING JUNIOR, João. **O setor externo da economia brasileira durante e após o Plano Real**. Perspectiva econômica, v. 3, n. 1, p 96-122. Jan./jun. 2007.
- NICCHIO, José Adolfo. **Política cambial e a relação com a dívida pública: o caso brasileiro no período 1994/1998**. Maringá: UEM. 2000.
- PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de; ALVES JUNIOR, Antônio José. **Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real**. Revista de economia política., v.19, n.1, jan./mar. 1999.
- PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fábio. MOREIRA, Maurício Mesquita. **O Brasil na década de 90: uma transição bem-sucedida?** Textos para Discussão, n.91, Rio de Janeiro: BNDES-IE-UFRJ-Idesp, 2001.
- PRATES, Daniela M. CUNHA, Andre M.;LELIS, Marcos T. C.; **A gestão do regime de cambio flutuante no Brasil**.
- SÁ, Jayme Magrassi de. **Taxa de câmbio**. Jornal do Comércio, Rio de Janeiro, 21 nov 2005.
- SEABRA, F. **O modelo de bandas cambiais e a variabilidade da taxa de câmbio**. Estudos Econômicos, São Paulo, V.28, N.2, p. 199-224, abr./jun. 1998.
- SILVA, Maria L. F. **Plano Real e âncora cambial**. Revista de Economia Política, V.22, N.3 (87), julho-setembro 2002.
- SOARES., Fernando Antônio Ribeiro. **A administração da taxa de câmbio no Plano Real e os fundamentos econômicos brasileiros..** Brasília: Tese (Doutorado) Universidade de Brasília. 2006.
- SOARES, Fernando Antônio Ribeiro. **Economia Brasileira: Da primeira República ao Plano Real**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011
- SOUZA, Francisco Eduardo Pires de. **A política de câmbio do Plano Real(1994-1998): Especificidades da âncora cambial brasileira**. Revista de economia contemporânea, N. 5. Jan-jun. 1999.
- VERSIANI, Flavio de R.; GONCALVES, Flavio de O. **Notas sobre Taxas de cambio e Mercado Cambial**. Universidade de Brasília, Brasília, 2000.

ZINI JR., Álvaro A. **Política cambial com liberdade ao câmbio.** In: BAUMANN, Renato (org.). O Brasil e a Economia Global. Rio de Janeiro: Campus: SOBEET, p. 109-131, 1996.