

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

**OS REGIMES CAMBIAIS NO BRASIL:  
Uma análise da Influência das Variações Cambiais sobre os Preços  
de Mercado na Década de 90**

Aluna: Vera Teresinha Daniel Stringhini

Professor Orientador: Gentil Corazza

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Mestre em Economia na modalidade Profissionalizante.

PORTO ALEGRE, 2002

## **AGRADECIMENTOS**

- *Primeiramente agradeço ao meu esposo Cidinei Vitório Stringhini e a minha filha Giovanna Daniel Stringhini por me incentivarem e principalmente por entenderem a minha ausência ao longo da realização do presente trabalho.*
- *Agradeço à minha mãe Edy Cardoso Daniel e minha irmã Odete Maria Daniel, como também a toda a família pelo carinho, incentivo, mas, principalmente, pelo apoio logístico, sem o qual seria inviável esta minha realização.*
- *Agradeço a Paulo Feilstrecker, Ana Maria Toaldo e Sérgio Citolin cujo incentivo e apoio não me deixaram desistir quando as circunstâncias assim se prediziam, mas, principalmente, por serem meus amigos.*
- *Agradeço ao Prof. Dr. Gentil Corazza, meu orientador, que com seu profissionalismo e paciência me conduziu brilhantemente ao longo e à finalização deste trabalho. Aos demais professores da UFRGS pelos conhecimentos e dedicação ao longo destes mais de dois anos de aprendizagem.*
- *Agradeço ao UNILASALLE pela confiança e apoio e aos meus colegas e amigos professores pelo incentivo na condução deste trabalho.*
- *Agradeço a todas as pessoas que, de alguma forma ou de outra, me auxiliaram ao longo desta jornada.*
- *Finalmente, agradeço a Deus por me conceder energia, clareza e persistência e a oportunidade de mais esta etapa rumo ao meu aprimoramento pessoal.*

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	08
1 O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL E OS REGIMES CAMBIAIS .....	11
1.1 SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL .....	11
1.2 REGIMES CAMBIAIS .....	15
1.2.1 Taxas de Câmbio Fixas. ....	16
1.2.2 Taxas de Câmbio Flexíveis .....	17
1.2.3 Regimes Cambiais Intermediários .....	20
1.3 CONCLUSÃO .....	24
2 A TRAJETÓRIA CAMBIAL BRASILEIRA .....	25
2.1 O PERÍODO DE MINIDESVALORIZAÇÕES CAMBIAIS .....	26
2.2 O PLANO REAL .....	28
2.2.1 O Câmbio Flexível .....	32
2.2.2 Bandas de Flutuação Cambial .....	34
2.3 A LIBERAÇÃO CAMBIAL BRASILEIRA .....	38
3 INDICADORES ECONÔMICOS: ESTUDO E INTERPRETAÇÃO .....	42
3.1 A ESTATÍSTICA E AS CORRELAÇÕES .....	42
3.2 TESTES E RESULTADOS .....	45
3.3 A INTERPRETAÇÃO ESTATÍSTICA .....	45
3.3.1 Período Completo - Década de 90 .....	46
3.3.2 Período I – Minidesvalorizações Cambiais .....	47
3.3.3 Período II – “Câmbio Flexível” .....	49
3.3.4 Período III – Bandas de Flutuação Cambial .....	50
3.3.5 Período IV – Câmbio Flutuante .....	52
CONCLUSÃO .....	54
BIBLIOGRAFIA .....	56
ANEXOS .....	59
ANEXO A: Período Completo Década de 90 .....	61
ANEXO B: Período I - Minidesvalorizações .....	63
ANEXO C: Período II - O Câmbio "Flexível": .....	64
ANEXO D: Período III - Bandas de Flutuação Cambial .....	65
ANEXO E: Período IV - A Liberação Cambial Brasileira "Câmbio Flutuante" .....	66
ANEXO F: Boletim BACEN - Bandas Cambiais .....	67
ANEXO G: Reservas Internacionais Brasileiras .....	68
ANEXO H: Gráfico Reservas Internacionais Brasileiras .....	69

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Coeficiente de Correlação de Pearson - Período Completo Década de 90 .....	46
Quadro 2- Coeficiente de Correlação de Pearson - Período de Minidesvalorização: jan/91 a jun/94.....	47
Quadro 3- Coeficiente de Correlação de Pearson - Período II - Câmbio Flexível .....	49
Quadro 4- Coeficiente de Correlação de Pearson - Período III Bandas de Flutuação Cambial. ....	51
Quadro 5- Coeficiente de Correlação de Pearson - Período IV - Câmbio Flutuante .	52

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Período Completo Década de 90 .....	47
Gráfico 2- Período de Minidesvalorização: jan/91 a jun/94.. .....	48
Gráfico 3- Período II - Câmbio Flexível .....	50
Gráfico 4- Período III Bandas de Flutuação Cambial. ....	51
Gráfico 5- Período IV - Câmbio Flutuante .....	52

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é fazer uma análise do sistema monetário internacional e dos diversos regimes cambiais que compõem este sistema, identificar as diversas políticas cambiais que nortearam a economia brasileira na década de 90 e, ainda, ressaltar as vantagens e desvantagens de cada política, identificando qual foi a melhor para o país em termos de menor influência nos preços. O presente trabalho objetiva, também, além dos propósitos acima expostos, encontrar argumentos de sustentação ao regime cambial ora vigente no Brasil e desta forma responder a pergunta: O regime de taxas flutuantes é sustentável frente a atual conjuntura econômica internacional?

## ABSTRACT

The aim of this paper is to analyse the international monetary system and the diverse cambial managements that make up this system; to identify the diverse political cambials that directed the Brazilian economy in the 90's, and yet to point out the advantages and disadvantages of each policy identifying which was the best one for the country in terms of a less influence in prices. In addition to the purposes mentioned above, this paper also aims at finding argumentations of sustenance to the cambial management now effective in Brazil, and by this way to answer the following question: Is the floating taxes management sustainable before the present international economic conjuncture?

## INTRODUÇÃO

Crises financeiras internacionais sempre conduziram à retomada das discussões sobre as políticas econômicas adotadas pelos países. Num mundo globalizado e com capitais cada vez mais voláteis, os países não conseguem fixar sua taxa cambial e ao mesmo tempo manter políticas monetárias independentes. Devem decidir entre a estabilidade e confiança propiciada por um regime de taxa fixa e o controle sobre a política oferecida por regime de taxas flutuantes. Razão pela qual, ao passar dos anos, os países se revezam entre as modalidades extremas de câmbio fixo e câmbio flutuante e arranjos cambiais intermediários tais como bandas de flutuação cambial, câmbio fixo ajustável, prefixação das desvalorizações cambiais ou ainda flutuação administrada ou *dirty floating*.

Nos anos 90, vários países da periferia partiram para tentativas de estabilização de suas economias, via mudanças cambiais. O Brasil, tomando posição de destaque neste grupo, experimentou os mais diversos regimes cambiais identificados pelos economistas mais respeitados no mundo. As equipes econômicas se sucederam ao longo da década, transitando desde o regime cambial fixo com suas aparentes vantagens de estabilidade e segurança, passando pelo regime misto de bandas cambiais e encerrando com a instalação do regime de câmbio de taxas flutuantes, parecendo ser este o único a fazer frente a choques externos provocados pela violenta mobilidade dos capitais internacionais. As justificativas foram as mais diversas: o crescimento econômico nacional, a agregação de valor à cadeia produtiva complementando a poupança interna com capital a custos condizentes com o mercado internacional e, principalmente, o incremento do mercado externo como suporte a uma política de estabilização de preços internos.

O propósito deste trabalho é analisar as relações existentes entre as variações cambiais e os índices de preços do Brasil, ao longo da década de 90 e, identificar, entre os diversos regimes cambiais do período, qual foi o melhor para o país, em termos de menor impacto nos preços.



A análise será procedida comparando-se a variação mensal do dólar comercial com dois indicadores de preços. Um dos indicadores será o Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna (IGP-DI), cuja responsabilidade de levantamento e administração é da Fundação Getúlio Vargas (FGV) e o outro é o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), de responsabilidade do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. A escolha pelos dois indicadores acima foi baseada na importância que cada um representa na atualidade econômica brasileira: O IGP-DI é um indicador síntese da inflação nacional com ênfase nos preços por atacado e o IPCA representa as variações de preços ao consumidor e é o indicador utilizado pelo Banco Central do Brasil - BACEN para o acompanhamento dos objetivos estabelecidos no sistema de metas de inflação adotado pelo governo brasileiro na atualidade.

A taxa do dólar comercial é divulgada em boletim diário de fechamento de mercado, pelo Banco Central do Brasil, através da transação Ptax800, do Sistema de Informações do Banco Central - SISBACEN, e representa uma média das operações de câmbio do segmento comercial efetivadas no dia em referência.

Na busca do proposto neste trabalho, primeiramente, se identificarão aspectos conceituais dos diferentes regimes cambiais registrados pelos formadores da teoria econômica mundial, identificando pontos favoráveis e desfavoráveis de cada teoria.

Na seqüência visa-se buscar, na história econômica brasileira da última década, os regimes adotados pelo país, classificando-os em períodos, de acordo com as características conceituais acima identificadas.

Vencidas as etapas anteriores, o trabalho direciona-se ao ponto central da nossa pesquisa: a identificação, através de ferramentas estatísticas, dentre os diversos regimes cambiais adotados pelo país, qual foi ou vem sendo, o melhor, em termos de influência nos preços da economia interna.

O presente trabalho objetiva também, além dos propósitos acima expostos, encontrar argumentos de sustentação ao regime cambial ora vigente no Brasil e desta forma responder a pergunta: O regime de taxas flutuantes é sustentável frente a atual conjuntura econômica internacional?

Após esta introdução, o trabalho está estruturado em três capítulos. O primeiro identifica o sistema monetário internacional e os diversos regimes cambiais

nele inseridos, com um relato histórico da evolução cambial no contexto econômico mundial. O segundo capítulo relata a trajetória cambial brasileira, identifica os diversos regimes cambiais que o Brasil vivenciou na década de 90, incluindo um exame detalhado do Plano Real e a sua subdivisão quanto às políticas que o país adotou com relação ao câmbio. O terceiro capítulo estrutura os conceitos dos indicadores econômicos e instrumentos estatísticos utilizados nesta pesquisa, seguindo um detalhamento e a interpretação dos resultados encontrados.

Passa-se, neste momento, à construção do capítulo 1, identificando o Sistema Monetário Internacional e os Regimes Cambiais, num alinhamento histórico da sua evolução.

# 1 O SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL E OS REGIMES CAMBIAIS

Neste capítulo analisaremos o Sistema Monetário Internacional na sua amplitude e especificamente focando os regimes cambiais descritos na literatura mencionada ao final deste trabalho, bem como identificando vantagens e desvantagens de cada regime mencionado.

## 1.1 SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL

Gonçalves *et al* (1998), define **Sistema Monetário Internacional** como um conjunto de regras e convenções que governam as relações financeiras entre os países. Elas formam o aparato institucional que mantém as relações entre as diversas economias. Tais normas referem-se: ao regime de conversão de uma moeda e o padrão monetário adotado. A conversão de uma moeda está associada aos padrões de ajuste das taxas de câmbio, ou seja, aos seus preços relativos. Já os padrões monetários são definidos pela natureza dos ativos de reserva, os quais podem ser baseados em reservas em espécie (ouro), com valor intrínseco, ou reservas fiduciárias, cujas relações são baseadas no valor que os agentes econômicos outorgam a cada momento aos diversos ativos.

Um sistema monetário eficiente tem como principal objetivo viabilizar a fluidez das relações econômicas entre países, maximizando os ganhos com o comércio e os benefícios oriundos dos movimentos de capital. Desta forma permite aos produtores se especializarem naqueles bens em relação aos quais, cada país tem vantagens comparativas e, aos poupadores, buscar em outros países oportunidades mais rentáveis de investimento.

Um Sistema Monetário pode, ainda, ser identificado por três características básicas: a forma pela qual um mercado de câmbio é organizado, os tipos de ativos utilizados para financiar desequilíbrios de pagamentos entre países e o mecanismo de ajuste de déficits e superávits de pagamento. (Mayer *et al*,1993)

O nome dado ao sistema monetário internacional tem acompanhado as mudanças institucionais para a organização do mercado de câmbio e produção de ativos de reserva internacional e desta forma também tem mudado.

Antes da Primeira Guerra Mundial (1880-1914), a expressão padrão-ouro era aplicada aos acordos financeiros internacionais. Consistia basicamente em três características: (1) conversibilidade das moedas nacionais em ouro; (2) liberdade para o movimento internacional de ouro e (3) um conjunto de regras que relacionem a quantidade de moeda em circulação no país ao estoque de ouro desse país. Com o preço do ouro definido no mercado internacional e cada país fixando sua moeda a uma quantidade pré-definida de ouro, isto resulta numa paridade fixa entre a moeda do país e o preço do ouro e assim entre as diversas moedas. Este regime é considerado um mecanismo eficiente para assegurar a estabilidade de preços, por limitar o raio de ação das autoridades monetárias nacionais, evitando desequilíbrios do balanço de pagamentos.

Depois da Primeira Guerra Mundial, o mecanismo adotado fora o de padrão de câmbio-ouro. Surgido no início da década de 1920, em resposta a uma prevista escassez de ouro, consistia em manter as reservas dos bancos centrais em ouro e moedas, cujos preços em termos de ouro são fixos, e cada banco central fixa sua taxa de câmbio a uma moeda com um preço fixo em ouro. Este regime deu maior flexibilidade ao sistema, pois permitia que as reservas internacionais fossem compostas por outros ativos além do ouro, ainda assim mantendo a vantagem do sistema anterior, ou seja, a de restringir o crescimento monetário excessivo no mundo.

Mayer, (1993), afirma que o termo **sistema** vem sendo aplicado desde a Segunda Guerra Mundial para designar as combinações para organizar o mercado cambial e a produção de ativos de reserva internacionais. A partir de então o sistema monetário internacional passou a ser conhecido com o nome de Sistema de Bretton Woods, governado pelas regras do Fundo Monetário Internacional (FMI), uma das instituições criadas em conferência ocorrida em 1944 entre os 45 delegados de países não-comunistas, na cidade de Bretton Woods, estado de New Hampshire, EUA, cujo propósito foi o de reformar o sistema financeiro mundial. A outra instituição criada nessa conferência foi o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) também conhecido como Banco Mundial cujo papel teve

e vem tendo importância fundamental no desenvolvimento econômico mundial, principalmente nos países associados. O sistema de Bretton Woods pressupõe dois tipos de medidas: uma para lidar com desequilíbrios externos dos diversos países participantes tais como parâmetros para eventuais alterações nos valores de moedas nacionais e outra para ajudar a definir o aparato institucional com o objetivo de prover liquidez e financiar o desenvolvimento econômico, realizados através do próprio Fundo Monetário Internacional (FMI) e Banco Mundial.

O Sistema de Bretton Woods foi desenhado a partir das experiências traumáticas de flutuações de taxas de câmbio no período entre as duas guerras mundiais, as quais estimularam desvalorizações competitivas entre os países e resultaram em redução significativa do comércio mundial. Por isso, no novo sistema, os países membros se comprometeram em manter suas taxas de câmbio atreladas ao dólar norte-americano, com variações numa margem de 1% dos níveis fixados, apenas permitindo variações maiores com justificativa, num teto de até 10%. Em situação que extrapolasse estes limites presumia a autorização do FMI e sua possível interveniência.

Conforme Gonçalves *et al* (1998) a expansão do mercado de Eurodólares na década de 60 dos investimentos norte-americanos no exterior recuperando as economias européias, os conseqüentes déficits do Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos, o financiamento do programa espacial norte-americano e da Guerra do Vietnã via emissões, mais a desaceleração do crescimento mundial de ouro resultaram numa pressão inflacionária nos Estados Unidos e provocaram desconfiança em relação ao dólar. Este fator, adicionado da aceleração do processo inflacionário dos demais países industrializados e o aumento do nível das reservas internacionais esgotaram as condições originais de conversibilidade oficial estabelecidas em Bretton Woods, levando, em 1971, à suspensão da conversão do dólar em relação ao ouro e subseqüentemente a conversão entre o dólar e outras moedas.

Nos anos subseqüentes a 1971 inúmeras negociações entre os países, principalmente no âmbito do G-10 (os dez países industrializados mais ricos do mundo) resultaram em assinaturas de vários acordos na tentativa de restabelecer-se a ordem no sistema monetário mundial, sem, no entanto obterem sucesso.

Finalmente, em novembro de 1975, na França, representantes das principais nações industrializadas concordaram em modificar as regras constitutivas do FMI para comportar a existência do regime de taxas de câmbio flutuantes. Mas, a legitimidade da prática de taxas flutuantes de câmbio só foi concedida em janeiro de 1976 em conferência realizada na Jamaica.

O período que se seguiu ao término de Bretton Woods e se estende até a atualidade é chamado pelos economistas como um “não sistema” pois permite a adoção de qualquer tipo de política cambial por parte dos países. Esta liberdade resultou numa multiplicidade de regimes cambiais, tanto no que se refere a critérios de ajuste (atrelados às variações de uma moeda ou de uma cesta de moedas, se determinados pelo mercado ou por meio de acordos etc) quanto à moeda utilizada como referência (dólar norte-americano, ou moeda de qualquer outro país).

Segundo Sayad, (2001), os países da América Latina e Sudeste Asiático possuíam suas taxas cambiais fixadas ao dólar, até meados da década de 90, e, depois de diversas crises cambiais, mudaram para o regime de câmbio flutuante. Já a Europa adotara o regime de taxas flutuantes com relação ao dólar, mas, após 1979 as variações com relação às taxas de outros países europeus eram limitadas, movimentando-se conjuntamente com relação ao dólar ao que se denominou de “serpente”. Em seguida é criada pelos países europeus uma moeda regional denominada Unidade Monetária Européia (ECU) baseada numa cesta de moedas européias e servindo como parâmetro para o financiamento dos déficits dos países da região. Já em Janeiro de 1999, os países da Europa constituintes da União Européia instituem uma moeda única para a região, o Euro, concebido no Tratado de Maastricht (1992). O Euro passa a ser adotado integralmente em Janeiro de 2002, substituindo as moedas de doze dos quinze países participantes do Mercado Comum Europeu.

Na atualidade, os países de maior importância na economia mundial adotam sistemas de taxas flutuantes, interferindo nas flutuações (flutuação suja ou “*dirty floating*”) coordenando as políticas monetárias de forma a reduzir as instabilidades resultantes de modificações de taxas cambiais reajustando os desequilíbrios do balanço de pagamentos. No entanto, com a globalização atual dos mercados financeiros, a política monetária de cada país interfere diretamente no mercado cambial. Uma elevação na taxa de juros atrai o capital estrangeiro, soluciona o

déficit do Balanço de Pagamentos, mas também interferem no preço das ações, criando desta forma problemas para a continuidade do financiamento das atividades internas do país. E, quando o país a adotar este mecanismo é uma potência mundial acaba exercendo influência, negativas ou positivas em todas as economias do mundo.

## 1.2 REGIMES CAMBIAIS

Segundo Carvalho *et al* (2000, p.409).

Um regime cambial é definido, fundamentalmente, 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 este e o mercado monetário, cabendo destacar aqui as regras relativas ao grau de conversibilidade da moeda doméstica, isto é, o grau de liberdade que os residentes de um país têm para adquirir moeda estrangeira com moeda doméstica para diferentes finalidades.

O método de estabelecimento da taxa de cambio no Brasil nos permite defini-la como sendo o preço de uma moeda estrangeira em termos de unidades de moeda nacional.

No sistema monetário internacional encontramos dois casos extremos de sistemas cambiais quais sejam o de taxas de câmbio fixas e o de taxas totalmente flutuantes. No entanto entre estes dois extremos, encontramos sistemas alternativos os quais se aproximam ora mais das taxas fixas, ora mais das flutuantes, os quais são denominados pelos economistas de sistemas cambiais alternativos ou arranjos cambiais.

Podemos citar como exemplos desses processos monetários: o regime de câmbio fixo ajustável de Bretton Woods; o sistema de minidesvalorizações cambiais, também denominado no mercado internacional de *crawling peg* que representa um sistema onde as desvalorizações são estabelecidas gradualmente pelas autoridades monetárias, de acordo com políticas internas de preços ou de controle da inflação; o regime de bandas cambiais, onde a autoridade monetária estipula uma "banda" de flutuação e deixa o mercado atuar dentro deste intervalo (como exemplo o do Sistema Monetário Europeu antes da introdução do Euro). Na seqüência dos modelos monetários alternativos encontramos o de *zonas-alvo* onde as autoridades estipulam um intervalo de flutuação não anunciado e sem limites rígidos e finalmente

o regime considerado mais próximo ao da flutuação pura, o sistema chamado de flutuação suja (*dirty floating*) ou sem metas onde o governo apenas intervém para evitar instabilidades exageradas no mercado cambial, mas sem pretensão de influir no nível da taxa de câmbio.

Há que se destacar ainda a interpretação dos termos valorização e desvalorização de uma moeda como também de apreciação e depreciação, um tanto quanto discordantes nas constatações. Segundo Dornbusch e Fisher (1991), ocorrem uma desvalorização quando o preço de uma moeda estrangeira é aumentado por uma decisão oficial no regime de câmbio fixo, e uma depreciação quando uma moeda, sob o regime de taxas flutuantes, se torna menos cara em termos de moedas estrangeiras.

Constata-se na bibliografia certas discordâncias quanto ao enquadramento dos regimes cambiais acima mencionados, pois, os denominados fixos permitem um maior ou menor grau de desvalorização bem como o flutuante admite certo grau de interferência da autoridade monetária, sendo uma “flutuação suja”.

Carvalho *et al* (2000) menciona um levantamento do Fundo Monetário Internacional, divulgado em 1999 no periódico *International Financial Statistics* onde demonstra que, entre mais de 180 países estudados, metade tinha regimes cambiais intermediários e a outra metade dividida praticamente ao meio entre as economias adeptas às taxas flutuantes e as de paridades fixas.

### 1.2.1 Taxas de Câmbio Fixas

Neste regime, a fixação das taxas de câmbio, pode ser com relação a uma moeda ou a uma cesta de moedas estrangeiras, ou ainda por uma mercadoria, neste caso, o ouro. O processo de instalação desse regime pode ser via decisão governamental ou através de lei, e ainda pode ser totalmente ou relativamente rígido sem perder a sua classificação inicial. Carvalho *et al.* (2000), afirma que entre as experiências de câmbio fixo com propósito permanente destacam-se: o padrão-ouro internacional, o qual vigorou por dois grandes períodos da história econômica mundial, (1873-1913; 1925-31), e os experimentos de conselho da moeda ou *currency board* em países como a Argentina (1991-2001), Hong Kong (desde 1983), e Estônia (desde 1993) e mais recentemente a criação do euro em 1999, através de



uma união monetária com o estabelecimento de paridades irrevogáveis entre 11 moedas européias. O Sistema Monetário Europeu, ao dar origem ao euro, estabeleceu taxas de câmbio mútuas fixadas, mas permitem que os preços de suas moedas em dólares flutuem.

Num regime de taxas totalmente fixas, o Banco Central intervêm no mercado comprando ou vendendo moeda estrangeira, de acordo com a necessidade do mercado interno, a preços predeterminados, em termos de moeda nacional. Nesse regime é o balanço de pagamentos que mede o volume de intervenção de moeda estrangeira que os bancos centrais necessitam. Assim que o banco central tem a reserva necessária, ele pode continuar a intervir nos mercados cambiais estrangeiros como forma de manter a taxa de câmbio constante. Entretanto, se um país persistentemente apresentar déficits no balanço de pagamentos, o banco central eventualmente poderá ter suas reservas de moedas estrangeiras esgotadas e se tornar incapaz de continuar sua intervenção.

Podemos destacar três grandes vantagens nesse sistema de câmbio: a primeira é que ele permite uma rápida estabilização monetária, eliminando de imediato o aumento dos preços dos bens negociados com o exterior, e, desta forma busca a convergência entre a inflação doméstica e a internacional. A segunda é que, em havendo o comprometimento das autoridades com tal política, a expectativa de desvalorização cambial cai a zero, o que permite a baixa das taxas internas de juros e sua convergência para o nível das taxas internacionais. Em terceiro e, destacado por Simonsen (1995), este regime concede maior previsibilidade às variáveis nominais da economia, oferecendo um horizonte positivo à tomada de decisões dos agentes econômicos, levando ao desenvolvimento da produção e do emprego.

Há que se considerar, no entanto, as desvantagens de um sistema de câmbio fixo. A manutenção de taxas fixas de câmbio, sem conversibilidade, pode levar a situações de perdas de reservas e crises cambiais. Taxas fixas e sustentáveis de câmbio implicam que a expansão monetária interna não pode ser sensivelmente diferente da existente na moeda-âncora. Ou seja, as taxas de juros domésticas devem acompanhar o movimento das internacionais e é absolutamente necessária a coordenação entre as políticas monetária e fiscal, de modo que a inflação doméstica não difere significativamente da inflação externa. Se estas condições de sustentabilidade não estiverem reunidas, os capitais tenderão a defluir do país e as

reservas diminuirão, forçando a que se abandone à paridade cambial existente. Uma das principais desvantagens desse regime é o fato de que a política monetária está submetida ao único objetivo de manter a taxa de câmbio no patamar anunciado. Contudo, a taxa de câmbio é apenas uma das muitas variáveis que podem ser influenciadas por meio da política monetária.

Os problemas de câmbio fixo são intensificados em condições de livre movimentação e de alta volatilidade dos fluxos de capitais. A antevisão de um menor compromisso das autoridades com a política cambial pode provocar grande perda de divisa até o ponto que a desvalorização realmente se fará necessária, mesmo que os fundamentos da economia sejam bons. Ainda, dada a impossibilidade de se alterar o preço da moeda, e a ausência de plena flexibilidade dos demais preços e salários (situação usual nas economias modernas), retrações na demanda agregada interna ou nas condições de crédito externo implicam, em condições de câmbio fixo, sério risco de recessão, que é a válvula de escape por meio da qual as exportações aumentam, as importações diminuem e os capitais voltam a fluir para dentro do país. O balanço de pagamentos retorna ao equilíbrio através das reduções nas quantidades negociadas de bens e serviços, e não através de mudanças em preços relativos. Assim, se a instabilidade dos fluxos de capital é a norma, a economia nacional tende a ficar sujeita a ciclos extremos de *booms* e recessões econômicas.

### 1.2.2 Taxas de Câmbio Flexíveis

Este regime é caracterizado pelo fato de que a taxa de câmbio é determinada, exclusivamente, pelas forças de mercado, diferentemente do regime fixo onde as autoridades monetárias estabelecem os preços da moeda estrangeira. Este fato leva à grande vantagem do regime: o de deixar os formuladores de políticas monetárias livres para buscar alcançar outras metas como a estabilização do emprego e dos preços.

Neste regime, por definição, as reservas internacionais do banco central estão protegidas, pois todo o excesso de demanda ou oferta de divisas é eliminado pelos movimentos de preços (taxas de câmbio), em vez de pelas quantidades (a venda ou compra de moeda estrangeira em excesso por parte da autoridade monetária). Em conseqüência, uma crise cambial não se pode produzir. Em função disto, o país não

precisa manter um elevado nível de reservas e incorrer nos custos fiscais respectivos.

Como um segundo aspecto, o sistema de câmbio flexível, pelo fato de conceder maior grau de independência à política monetária doméstica, tende a isolar o setor real da economia de perturbações econômicas adversas provenientes do exterior. É claro que esse isolamento não é perfeito se ocorrer uma séria crise internacional. Mas ele permite que o ajuste interno ocorra de forma mais balanceada entre variações de produção, emprego e vendas (possivelmente, devido a mudanças nas taxas de juros e na política fiscal) e alterações de preços, por meio de mudanças no preço das moedas estrangeiras.

Como um terceiro aspecto, o referido sistema adiciona maior risco à ação dos especuladores quando eles movem recursos para dentro e para fora do país em antecipação a possíveis mudanças na economia.

O regime de taxas flutuantes também acumula algumas desvantagens. Este regime tende a provocar rapidamente inflação se prevalecer à indisciplina monetária e fiscal. Uma política monetária expansionista, causando a queda das taxas internas de juros e a expansão da demanda agregada aumentaria a procura por bens importados e, conseqüentemente, por moeda estrangeira, resultando em pressão de baixa do câmbio; o mesmo efeito tende a se produzir, via conta de capitais, devido à redução do diferencial entre juros internos e externos. O impacto de alta da inflação tende a ser rápido.

O regime de câmbio flexível é menos previsível, o que pode prejudicar a produção e o comércio exterior. Em situações de grande instabilidade, esse fato costuma ser atenuado pelos formuladores de política econômica por meio de intervenções de compra e venda de divisas, induzindo o mercado a operar dentro de faixas amplas de flutuação cambial, formais ou informais. Nesse caso, a livre flutuação cambial é restringida e o regime, chamado *dirty floating*, ou seja, flutuação suja. Os bancos centrais intervêm no mercado de divisas, usando suas reservas, para impedir que a taxa de câmbio ultrapasse determinados limites que possam ter impactos negativos nas demais variáveis da economia. Uma outra maneira de compensar a menor previsibilidade do regime de câmbio flexível é através do uso dos mercados futuros de câmbio. A compra ou a venda futura de moeda que ocorre

nesses mercados permite aos agentes econômicos a proteção (*hedge*) contra flutuações mais abruptas do câmbio.

Mais uma desvantagem que pode ser apontada no regime de câmbio flutuante é que, nem sempre as mudanças nominais das moedas estrangeiras trazem o esperado equilíbrio do balanço de pagamentos, resultando num possível “*overshooting*” (desvalorização desenfreada) das taxas de câmbio e os efeitos nocivos à economia interna.

### 1.2.3 Regimes Cambiais Intermediários

Entre os dois exemplos clássicos e extremados de taxas de câmbio totalmente fixas e, o de total liberdade de flutuação encontramos os sistemas intermediários, os quais se aproximam ora mais das taxas fixas, ora mais das flutuantes. Tais regimes são denominados pelos economistas de sistemas cambiais alternativos ou arranjos cambiais e são constituídos de diferentes modalidades de câmbio fixo ajustável, e de flutuação suja ou administrada.

#### 1.2.3.1 Câmbio Fixo Ajustável

O arranjo cambial de Câmbio Fixo Ajustável pode ser subdividido em duas categorias: a de Câmbio Fixo Ajustável de Bretton Woods e o sistema chamado de Minidesvalorizações Cambiais, também denominado no mercado internacional como *Crawling Peg*.

##### 1.2.3.1.1 Câmbio Fixo Ajustável de Bretton Woods

Numa ordem crescente de liberdade cambial, encontramos o regime chamado de Câmbio Fixo Ajustável de Bretton Woods. Resultante de um acordo firmado entre EUA e Inglaterra durante a Segunda Guerra Mundial em documento firmado na conferência de *Bretton Woods*, denominado de Ordem Monetária Internacional este regime visava conciliar três importantes objetivos: um mundo com estabilidade cambial associada a uma autonomia dos estados nacionais na perseguição de metas macroeconômicas próprias e ainda liberdade cambial (ou seja,

convertibilidade, trazendo com o tempo grande mobilidade de capitais), Carvalho, *et al* (2000). O equilíbrio entre os três objetivos mencionados, apesar de frágil e dependente de circunstâncias específicas, foi mantido por 25 anos, de 1946 a 1971, período em que o mundo passou por uma fase de prosperidade quebrada por alterações das circunstâncias específicas mundiais que sustentavam o regime.

As características que nortearam este regime foram: padrão-dólar, com todas as moedas mantendo paridade fixa com a moeda norte-americana, e esta com o ouro. Os Bancos Centrais defendiam as paridades das moedas mediante a compra e venda de moedas nacionais com dólares. A Grã-Bretanha e os EUA intervinham no mercado privado de ouro, até 1968, mantendo a cotação do dólar em ouro no nível da paridade oficial. Além disso, os Bancos Centrais dos países podiam solicitar ao governo dos EUA a conversão dos seus estoques de dólares em ouro. O Câmbio era fixo, porém, permitia ajustamentos. Desta forma o ajustamento dos Balanços de Pagamentos poderia ser feito através de desvalorizações cambiais, quando os desequilíbrios fossem considerados fundamentais, ou seja, quando nenhuma outra política macroeconômica poderia corrigir esse desequilíbrio, sem, no entanto se afastar permanentemente do equilíbrio interno. Empréstimo do FMI e as reservas eram usadas para financiar desequilíbrios temporários.

Nos últimos anos de vigência do regime, as paridades fixas passaram a sofrer ataques especulativos, dificultando cada vez mais a ordem econômica mundial. Os EUA estavam cada vez menos dispostos a sacrificar interesses econômicos internos em favor de políticas e regras em nome da ordem econômica internacional sustentada na sua moeda. A suspensão da convertibilidade oficial do dólar em ouro pelo presidente Nixon determinou o fim da era de Bretton Woods.

O próximo regime a vigorar na economia mundial e por um breve período de transição, (1971 a 1973), foi o de padrão-dólar, porém sem a âncora em ouro. Após 73 o regime que passou a dominar a ordem monetária internacional foi o baseado num regime de flutuação cambial, por vezes sem e outras com intervenção (suja) das autoridades.

#### 1.2.3.1.2 Minidesvalorizações Cambiais ou *Crawling Peg*

Dentro do regime de câmbio fixo ajustável encontramos o sistema de minidesvalorizações cambiais, onde as taxas são mudadas com frequência, obedecendo regras que muitas vezes podem não ser explícita. A este sistema é dado também o nome de *crawling peg* (ajustes graduais) no mercado internacional. Este tipo de arranjo cambial tem sido usado por países com inflação alta e a política cambial que ampara o regime pode ser passiva (apenas repassando a inflação passada às taxas de câmbio, acomodando-o aos preços internos) ou ativa, onde as variações das taxas são desvinculadas da inflação e podem servir de âncora a uma estabilização progressiva dos preços internos.

Importante se registrar que nas duas variantes do Câmbio Fixo Ajustável é a autoridade monetária quem determina as mudanças de taxas e com o objetivo de mantê-las nos patamares fixados acaba intercedendo no mercado, por isso esse sistema se aproxima em grande escala do regime de taxas fixas. Por esta razão registra-se uma grande proximidade entre o mercado monetário e cambial e entre juros internos e externos, mas com a grande vantagem atribuída ao câmbio flutuante, de permitir com que o ajuste do balanço de pagamentos seja feito também via câmbio e não apenas através de políticas de controle da demanda e assim corrigindo desequilíbrios externos.

#### 1.2.3.2 Prefixação das Desvalorizações Cambiais

Este sistema é mais uma das variantes entre o regime de taxas fixas de câmbio e de taxas totalmente flutuantes, e muito próxima do sistema de minidesvalorização cambial acima especificado. Caracteriza-se pela predeterminação da cotação da moeda estrangeira pela Autoridade Monetária, por certo período à frente, a cotação diária da moeda estrangeira referendada. O objetivo principal deste regime é de através da taxa de câmbio, alcançar a redução da inflação. Segundo Simonsen (1995), esta foi uma experiência não muito feliz adotada pela Argentina em 1980, batizada de “tablita” e seguida pelo Brasil em 1980, onde a taxa diária do dólar era fixada antecipadamente, para um certo período de validade. Uma das desvantagens demonstradas por esse regime na Argentina foi

à perda de credibilidade, pois o mercado não acreditava que a inflação cedesse no mesmo ritmo da prefixação da moeda, levando a uma forte valorização da taxa real da moeda, estimulando a exportação de capital e provocando agravamento do déficit de transações correntes do balanço de pagamentos. Para enfrentar a situação o governo teve que manter taxas internas de juro elevadíssimas e mesmo assim, ao finalizar o regime provocou uma maxidesvalorização da moeda local.

### 1.2.3.3 Bandas de Flutuação Cambial

Seguindo a escala de flexibilização cambial encontramos o arranjo cambial denominado Bandas de Flutuação Cambial. Este regime é caracterizado como um regime misto entre os dois extremos de flutuação. É um arranjo institucional onde é estabelecida uma paridade central e um intervalo de flutuação. A autoridade monetária interfere obrigatoriamente quando as taxas de câmbio, a partir de uma atuação livre do mercado, atingem os dois extremos da banda. Este regime apresenta duas características importantes: A primeira delas se refere ao ajuste do Balanço de Pagamentos o qual se efetiva, em determinadas proporções, através dos preços relativos, promovidos pelo mercado e desta forma sem impactar a oferta de moeda doméstica. A segunda característica importante é a que a flutuação dentro da Banda determina um certo risco ao especulador, maior ou menor de acordo com a amplitude da banda, desestimulando possíveis especulações contra a moeda do país. É nesse ponto que este sistema oferece grande vantagem ao país que a adota, permitindo flexibilidade na amplitude da banda de acordo com a Política necessária à estabilidade econômica. Porém, quanto mais amplo for à banda estabelecida, mais próximo o sistema se encontra do regime flutuante de câmbio, descaracterizando este tipo de regime. O Sistema Monetário Europeu, antes da introdução do Euro foi uma das experiências mundiais de destaque desse regime.

### 1.2.3.4 Flutuação Administrada ou Flutuação Suja (Dirty Floating)

Finalmente o regime considerado mais próximo ao da flutuação pura, o sistema chamado de flutuação suja (dirty floating) ou sem metas. Neste sistema, o governo apenas intervém para evitar volatilidade excessiva com a conseqüente

instabilidade exagerada no mercado cambial e na economia como um todo, mas sem pretensão de influir no nível da taxa de câmbio. Uma das desvantagens apresentada neste regime é a possibilidade de desalinhamentos prolongados na taxa de câmbio, podendo se tornar permanentes, o que valida a intervenção da autoridade monetária. A dificuldade do regime consiste em saber até onde as oscilações são desvios especulativos em relação a uma tendência.

### 1.3 CONCLUSÃO

Concluindo este capítulo, nos foi possível observar, a evolução histórica do Sistema Financeiro Internacional e o seu comportamento quanto aos diferentes regimes cambiais, buscando-se dirimir as divergências teóricas entre os autores pesquisados.

Dando continuidade ao nosso trabalho, passamos agora a analisar a trajetória cambial brasileira, identificando-se os diversos regimes ou políticas cambiais que determinaram o período.



## 2 A TRAJETÓRIA CAMBIAL BRASILEIRA

A década de 90 foi rica em acontecimentos econômicos para o Brasil. Viveu-se nesse período uma variedade de planos econômicos, um amplo processo de privatização, renegociação da dívida externa, forte reestruturação e regulamentação do sistema financeiro (a partir de 1995), o desaparecimento da maioria dos bancos estaduais e o início de alguma disciplina do setor público. Mas foi na área externa que o país teve seu maior destaque. A abertura econômica, conjugada com a desvalorização cambial de 1994, foi utilizada para manter sob controle os preços internos através da expansão das importações. É neste contexto que os regimes cambiais tomam grande importância e passa a ser a razão deste estudo.

Para Zini Júnior, (1995), o regime cambial do Brasil é de Monopólio Cambial, o que quer dizer que somente o Banco Central pode legalmente efetuar transações com divisas estrangeiras no país ou autorizar, sob fiscalização, que agentes as façam. Em termos de fixação de taxa existem três segmentos no mercado cambial brasileiro. O primeiro e mais importante deles por abranger a maior parte das operações de comércio e de capital é denominado de Câmbio Livre ou Comercial. O segundo é o mercado de câmbio-turismo ou flutuante que abrange as operações desse mercado e outras tais como investimentos no exterior, participações em seminários etc. Este segmento foi autorizado pelo Banco Central em 1989, iniciando uma modesta flexibilização do mercado cambial brasileiro. E, por último há o segmento do mercado paralelo (*black*) que abrange todas as operações não autorizadas nos dois segmentos oficiais.

A determinação do preço da divisa estrangeira (a taxa de câmbio), por sua vez, não deve ser confundida com este conceito de monopólio cambial.

Sob o conceito da determinação da taxa e, a partir das sugestões arroladas no capítulo 1, passaremos a analisar os regimes cambiais encontrados na economia brasileira ao longo do período selecionado – de Janeiro de 1991 a Dezembro de 2000 - mais propriamente as políticas cambiais, tarefa árdua frente à diversidade de opiniões dos economistas pesquisados.

Seguindo a análise descrita identificaram-se, no período analisado, quatro regimes cambiais, ou melhor, quatro políticas cambiais. O primeiro deles foi o Período de Minidesvalorizações Cambiais, o segundo e o terceiro, denominados respectivamente de Câmbio Flexível e regime de Bandas Cambiais, os quais fazem parte do Plano Real. Por último o chamado de regime de Câmbio Flutuante, sendo a política adotada após a liberação cambial de Janeiro de 1999 a qual vigora até os dias atuais.

A seguir, cada período será analisado individualmente, e, seguindo o propósito da pesquisa, procurar-se-á ressaltar as vantagens e desvantagens de cada regime.

## 2.1 O PERÍODO DE MINIDESVALORIZAÇÕES CAMBIAIS

O período identificado como o de Minidesvalorizações Cambiais no nosso estudo foi considerado de Janeiro de 1991 a Junho de 1994, mas, segundo Carvalho et al. (2000), este regime vinha sendo adotado pelo país por mais de duas décadas, com breves interrupções, e se caracterizava por exercer minidesvalorizações cambiais passivas.

A política das minidesvalorizações consistia em desvalorizar a taxa de câmbio nominal em intervalos freqüentes e a taxas pequenas, corrigindo a taxa de câmbio pelo valor da diferença entre a inflação doméstica e a inflação internacional (denominado critério de manutenção da paridade relativa do poder de compra). A idéia das “minis” é simplesmente que haja uma política de administrar pequenas mudanças na taxa de câmbio, a fim de evitar mudanças abruptas no valor da moeda doméstica. (Zini Júnior, 1995; p. 30).

Com pequenas desvalorizações periódicas que acompanhavam a inflação passada, com as exceções que relataremos a seguir, o objetivo dessa política era, de maneira abrangente, o de manter a taxa de câmbio real estável, preservando o poder de compra da moeda e a competitividade externa da economia.

O plano Collor, implementado no país em Março de 1990, previu três mudanças na política cambial do país na época: o Banco central deixaria de fixar a taxa de câmbio, (deixando-a ser formada pela oferta e pela procura no mercado), deixaria também de interceder na compra e na venda da moeda estrangeira e deixariam de existir limites de posições compradas e vendidas de moedas dos Bancos (o saldo ao final de cada movimento bancário das instituições autorizadas a

operar neste mercado). Mas, dado o despreparo do mercado e a inédita crise de liquidez decorrente do confisco de cruzados, esta “carta de intenções” falhou e ao final de algumas semanas o Banco Central voltou a atuar, agora com novos mecanismos, em busca da estabilidade da moeda necessária à economia. (Garófalo, 2002).

A interferência constante no mercado pelo Banco Central e a prefixação da taxa é que classifica este período como o de minidesvalorizações cambiais, também chamado de “*Crawling Peg*” (identificado no item 1.2.3.1.2 deste trabalho), ou seja, um regime bem próximo ao câmbio fixo.

Segundo Zini Júnior (1995) a política de minidesvalorizações trouxe maior estabilidade à taxa de câmbio real, porém teve um subproduto negativo sério. As freqüentes minidesvalorizações desviaram a atenção para a necessidade de uma correção da taxa real diante de choques externos e desta forma a política não evitou a deterioração do balanço comercial, sendo parcialmente responsável pela crise do setor externo.

A freqüência das minidesvalorizações foi interrompida em duas ocasiões. A primeira foi em 31 de Janeiro de 1991, com a edição do Plano Collor II sendo precedida por uma sobrevalorização de mais ou menos 30%, frente uma inflação inferior a 20%. A segunda exceção, em Setembro do mesmo ano, caracterizou-se por uma maxidesvalorização superior a 20% tentando impedir a queda contínua do nível de reservas internacionais, e restabelecer o volume de exportações do país. Garófalo, (2000).

Apesar do período ter sofrido várias alterações na equipe econômica, mudança de governo (Itamar Franco assume em Outubro de 1992) e mudanças inclusive da moeda (em Agosto de 1993 o cruzeiro real substitui o cruzeiro e em Fevereiro de 1994 é criada a URV sendo utilizada como indexador único da economia e na prática passa a ser a moeda da economia brasileira até o início do Real), a política de minidesvalorizações cambiais sobrevive até o início do Plano Real, ocorrido em Julho de 1994, momento que inicia uma nova política cambial, a qual analisaremos a seguir.

## 2.2 O PLANO REAL

Neste tópico trataremos das políticas cambiais do Plano Real. Para a melhor compreensão dessas políticas, julgamos conveniente fazer um breve resumo do Plano e os seus resultados em termos econômicos, monetários e sociais.

Em maio de 1993, durante a presidência de Itamar Franco, ao ser empossado no ministério da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso iniciou, juntamente com sua equipe, um plano denominado de Plano de Ação Imediata. Os principais objetivos desse plano foram o de combater a inflação e ajustar as contas públicas. Seus pontos mais importantes foram o de redução das despesas públicas, controle das transferências da União para os Estados e municípios, controle sobre a ampliação do crédito dos bancos federais e estaduais, combate à sonegação, aceleração das privatizações e a assinatura do acordo da dívida externa com o Fundo Monetário Internacional-FMI e os bancos credores. Passando seis meses de sua implementação o plano obteve relativo êxito apenas no combate à sonegação, não alcançando o principal objetivo de combate à inflação, razão pela qual foi preparado o próximo plano de estabilização econômica denominado de Plano Real. (Sandroni, 2001)

Partindo de um diagnóstico de inflação inercial e adotando uma proposta de reforma monetária, o Plano Real foi considerado o mais engenhoso plano de combate à inflação que o país já teve. (Gremaud, 2002)

Iniciada sua implementação ao final de 1993 e efetivado em 01 de Julho de 1994, após várias tentativas fracassadas, o plano muda a moeda para o Real, fixa a taxa de câmbio na paridade de R\$ 1,00 para US\$ 1,00, acelera as privatizações, eleva os juros, facilita as importações, busca medida de apoio à modernização das empresas e mantém o processo de abertura econômica.

A Unidade Real de Valor, chamada de URV teve papel de destaque no contexto do Plano Real. Instrumento utilizado como indexador, a partir de 20 de Fevereiro de 1994, na preparação à implementação do Plano Real, foi um dos principais elementos deste Plano. Fortemente vinculado à taxa de câmbio, este indexador foi utilizado inicialmente pelo governo federal para indexar suas receitas, deixando sua adoção voluntária ao setor privado. O Valor da URV, em cruzeiros reais, passa a ser utilizado como parâmetro básico para as negociações em moeda

estrangeira, e assim o dólar passa ter paridade fixa com a URV e só depois com o real. Assim, em 1.º de Março de 1994, foi adotada a paridade URV 1 = US\$ 1 e URV 1 valendo CR\$ 647,50. Na prática, a URV se transformou numa moeda (unidade de conta) de transição e, quando o Plano Real foi decretado, a 1º de Julho de 1994, quase todos os preços já estavam sendo cotados em URV e cruzeiros reais (a moeda oficial em vigor), na relação de 1 URV para 2750,00 cruzeiros reais, e ambos os valores equivalendo, a partir de então, a 1,00 real, por consequência também igual a US\$ 1,00. A adoção dessa moeda foi de vital importância para a estabilização dos preços logo no segundo semestre de 1994, fazendo com que a inflação, outrora muito elevada, se reduzisse drasticamente sem a necessidade do recurso de congelamento dos preços utilizado nos planos anteriores.

O Real, a nova moeda criada pela Medida Provisória nº. 542, de 30 de Junho de 1994, passa a vigorar em 1.º de Julho de 1994, substitui o Cruzeiro Real, moeda de vida curta (criada em 1.º de agosto de 1993), depois de ter substituído também o indexador URV, é uma moeda de significativa importância na história econômica mundial.

Moeda cunhada em prata em Portugal no final do século XIV durante o reinado de dom João I. No Brasil colônia – durante a dominação espanhola -, os reais circularam aqui com o nome de *patacas*, pois tinham origem nas moedas de prata espanholas denominadas *reales espanhóis*. A maioria dessas moedas vinha da casa da Moeda de Potosi, no Peru, entre 1590 e 1640. (Sandroni, 1999, p. 511).

Para Garófalo Filho (2002), o Plano Real foi mais que um plano comparado aos adotados no país anteriormente. Num ano de grandes acontecimentos - eleições, conclusão da renegociação da dívida externa - o Real pode ser considerado como uma mudança de postura e filosofia que, em oito anos conseguiu manter no país níveis civilizados de inflação, num sentido mais amplo, uma situação externa favorável, apesar de não ter conseguido, ainda, melhorar todos os indicadores socioeconômicos do país.

Dado o diagnóstico do plano sobre o caráter inercial da inflação, seu sucesso estava vinculado à importância do componente tendencial da inflação e à ausência de choques no momento posterior a conversão, ou ainda à capacidade de impedir que os choques se transformassem em processo inflacionário. Deveria ser quebrada a possibilidade de os agentes repassarem choques de custos para preços, fazendo com que os efeitos dos choques fossem dissipados no tempo. Na busca deste

objetivo, o governo anunciou com o plano, metas de expansão monetária bastante restritivas, assim como impôs restrição às operações de crédito e impôs depósito compulsório de 100% sobre as captações adicionais do sistema financeiro. Posteriormente revisando estas metas, o governo sinalizava que a política após o plano controlaria a demanda com o propósito de desestimular processos especulativos, através da manutenção de taxas de juros elevadas. Através do controle da demanda e da expansão monetária seria limitada aos agentes a capacidade de repassar custos aos preços. A esse controle foi atribuído o nome de a “**âncora monetária**” do plano real nessa fase.

A valorização da taxa de câmbio, num grau crescente de abertura ao comércio, associada a um nível elevado de reservas, foi um outro fator importante que impediu o processo de repasse aos preços. Com a manutenção da taxa real de juros elevada e como permanecia o excesso de liquidez internacional, o fluxo de capitais externos se manteve. Em vez de continuar a acumular reservas, o que pressionaria a expansão monetária, o Banco Central deixou o câmbio flutuar, o que provocou uma profunda valorização da taxa de câmbio. Com a economia aberta e um volume significativo de reservas, a possibilidade de importações estava colocada; como esta se tornava atrativa em decorrência da valorização cambial, travava-se os preços internos, rompendo a possibilidade de propagação dos choques, ou seja, o repasse aos preços e a tentativa de elevações. Esta foi à chamada “**âncora cambial**” do Plano Real.

A implantação do Plano Real provocou mudanças substantivas nos agregados macroeconômicos brasileiros. A valorização do câmbio, decorrente da sustentação da estabilidade de preços na âncora cambial, inverteu situação da balança comercial, transformando um megasuperávit até 1994 em um megadéficit a partir de então. Em conseqüência, o déficit em transações correntes cresceu e tornou muito mais elevadas as necessidades de financiamento do setor externo. Isso tornou a economia brasileira mais dependente dos fluxos externos de capital e obrigou a manutenção de altas taxas de juros internas. O déficit público também se expandiu não apenas porque os encargos financeiros da dívida interna cresceram, como também pela necessidade de ajustar as contas dos Estados e municípios e dos bancos fragilizados pela baixa da inflação. Com a crise mexicana no final de 1994, o Plano Real sofreu seu primeiro abalo no primeiro trimestre do ano seguinte.

Melhor dizendo, o real sofreu seu primeiro ataque especulativo entre março e abril de 1995, quando foram criadas as bandas cambiais, permitindo que a taxa de câmbio fosse ajustada pelas autoridades monetárias dentro de estreitos limites. O Brasil superou este ataque sem desvalorizar significativamente sua moeda. No entanto, como o déficit em conta corrente se agravou e as contas públicas não foram ajustadas, ou seja, não foi conseguido o prometido equilíbrio fiscal, com a crise no Sudeste e Nordeste asiáticos no segundo semestre de 1997, a moeda brasileira voltou a ser atacada. Apesar de as perdas de reservas terem sido substanciais, o real não sofreu desvalorização, permanecendo praticamente a mesma política cambial, embora o custo tenha sido uma brusca e intensa elevação da taxa de juros no último bimestre de 1997 e uma elevação de tributos para o equilíbrio das contas públicas.

A crise russa, ocorrida ao longo de 1998, intensificou a perda de reservas que o país já vinha tendo, reforçando rumores de uma mudança de política cambial ou de patamar de taxas de câmbio, principalmente com vistas à melhoria da balança comercial para suprir o país de dólares, já que começavam a escassear os fluxos financeiros de ingresso e engrossar aqueles de saída.

Finalmente, na segunda semana de Janeiro de 1999, o governo decidiu-se por alterar a política cambial. Foi realizada uma mudança nas bandas cambiais onde estava implícita uma desvalorização maior da moeda nacional, uma maxi, adotando-se um novo modelo de variação periódica das próprias bandas, com base em uma média móvel das cotações observadas e, desenhando-se, no intervalo das bandas definidas, uma linha diagonal endógena, que delinearía o ritmo das desvalorizações futuras da moeda. O mercado não entendeu este processo e a pressão sobre o câmbio se intensificou, gerando uma demanda tão violenta por dólares que a taxa, prevista para flutuar até 1,32 reais por dólar, chegou rapidamente a 2,20. (Garófalo, 2002).

O Banco Central se retira do mercado cambial, à vista e futuro, e deixa então a moeda flutuar. A princípio livremente, no ideal de taxas livres de câmbio mas, alguns meses depois, iniciando a introdução de uma *dirty floating*, com o Banco Central operando pontualmente no mercado.

“É irônico observar que, após ter sobrevivido a vários episódios de crise financeira internacional, inclusive com apoio financeiro de organismos internacionais,

como o FMI, o câmbio tenha colapsado por problemas domésticos, após o anúncio da moratória da dívida do governo de Minas Gerais”. (Hillbrecht, 1999, p.255).

Diversos autores dividem o plano real em quatro políticas cambiais distintas, mas, para efeito da nossa análise, a divisão está feita em três períodos: o primeiro, que chamaremos de período de Câmbio Flexível, iniciando em 01 de Julho de 1994, coincidindo com o início do plano e finalizando em fevereiro de 1995; o segundo, o de Bandas de Flutuação Cambial, perdurando de março de 1995 a janeiro de 1999, e, por último o período da Liberação Cambial Brasileira, vigindo de Janeiro de 1999 até os dias atuais. Para efeito de nossa análise, como a proposta é analisar as políticas cambiais da década de 90, este período encerrar-se-á em Dezembro de 2000. Analisaremos, a seguir, cada um dos períodos mencionados, individualmente.

### 2.2.1 O Câmbio “Flexível”

Uma das principais mudanças na economia brasileira a partir da entrada em vigor do Plano Real, a 1.º de Julho de 1994, foi exatamente a substituição da moeda anterior, o cruzeiro real, pela nova moeda, o real. Após ser substituído por uma URV à qual tinha sido fixada em CR\$ 2.750,00, à nova moeda foi atribuído o valor equivalente a 1 dólar, o que justificou a âncora cambial, instrumento fundamental de sustentação na condução do Plano a partir de então.

“A taxa de câmbio entre o Real e o dólar não foi fixada rigidamente em um para um. Em vez disso, o Banco central anunciou que venderia dólares por um Real, mas deixou a taxa de compra flutuando livremente no mercado”. (Baumann, 1996, p.126)

Passados três meses de livre flutuação, dada a forte valorização da moeda e os efeitos negativos no setor exportador, o Banco Central volta a operar no mercado, por meio de leilões cambiais, estabelecendo um sistema de bandas não-explícitas, mas sem direcionar o mercado, apenas para cessar a valorização excessiva da moeda nacional. Conforme mencionado anteriormente, existe grande discrepância entre o pensamento de economistas quanto às divisões das políticas cambiais. A maioria deles classifica este fato como o início de uma nova política, no entanto, na nossa análise, considerou-se um período inteiro, até março de 1995.



Com a manutenção da taxa real de juros interna elevada e da abertura ao mercado externo (Lanzana, (2001), mostra um quadro com fonte no Banco Mundial onde o Brasil aparece, em 1980 com um grau de abertura da economia de 10%, em 1990 cai para 6,8% e já em 1998 passa para 8,9%), a liquidez internacional se intensificou provocando forte entrada de moeda estrangeira no país por conta de investidores internacionais e pelo grande superávit comercial que perdurava já do período econômico anterior. Ora, num regime de taxas flutuantes, como já vimos, uma oferta maior do que a demanda e sem a interferência da autoridade monetária, o preço da moeda é jogado para baixo. Assim, após três meses de liberdade cambial, o preço do dólar chega a ser negociado a R\$ 0,83, provocando a maior valorização do real até a liberação da taxa cambial a Janeiro de 1999.

A sobrevalorização do real nesse período trouxe conseqüências positivas e negativas. Entre as positivas podemos destacar: auxiliou na derrubada da inflação; fortaleceu a confiança dos brasileiros na nova moeda; provocou a redução dos preços dos produtos importados, forçando a queda dos preços internos; auxiliou na aceleração da modernização das empresas estabelecidas no país; favoreceu a importação de máquinas e equipamentos, contribuindo na modernização das indústrias e o conseqüente aumento da produtividade, da eficiência e da competitividade.

Entre as conseqüências negativas da sobrevalorização cambial encontramos: desequilíbrio acentuado da balança comercial, resultante do pequeno crescimento das exportações e do aumento exagerado das importações, pois fez com que o país passasse de um superávit de mais de US\$ 10 bilhões em 1994 para sucessivos déficits nos anos seguintes; crise generalizada dos setores ligados à exportação, os quais perderam competitividade pelo valor do dólar, resultando em perda de mercados; falência de indústrias, principalmente as pequenas e médias, às quais não conseguiram enfrentar a concorrência dos produtos importados; aumento do desemprego, em função da competição das importações, da falência de empreendimentos econômicos e do processo de modernização e reestruturação das empresas. Perdeu quem tentou especular contra o dólar, apostando no fracasso do Plano Real. Brum (2000).

O programa de estabilização, amparado na âncora cambial, é altamente dependente do financiamento externo. Com o fato de o real estar atrelado ao dólar,

é necessário que o país possua um estoque elevado de reservas cambiais. No conceito de caixa, as reservas cambiais ou reservas internacionais (disponível), compreendem o volume de dólares e ouro de que o país dispõe, e, no conceito de liquidez internacional, incluem também os haveres de longos e médios prazos, a receber de outros países. Um estoque elevado dá mais credibilidade internacional e dá uma garantia de que o país tem condições de atender a seus compromissos financeiros e fazer importações.

Não se pode esquecer, no entanto, que a âncora cambial é um recurso de caráter transitório e, assim como o uso de bengala ou muletas, pode ser útil numa situação de fraqueza ou de convalescença. Se, representa um apoio para sustentar o valor da nova moeda, em determinada situação, ela revela também uma fragilidade da economia e do país. É importante reconstruir a confiança para que a credibilidade interna (e externa) na moeda, na economia e no país tenha sustentação própria, sem necessidade do apoio na moeda externa.

Em 01 de Janeiro de 1995, Fernando Henrique Cardoso assume seu primeiro mandato como Presidente e apesar da remontagem da equipe econômica, com a ascensão de Pedro Malan ao Ministério da Fazenda e a permanência de Gustavo Franco no BACEN, é mantida a essência da política cambial.

O governo confiava no grande estoque das reservas cambiais para fazer frente ao aumento do consumo e das importações (que julgava passageiro), provocado pelo fortalecimento do poder aquisitivo de parcela significativa da população. Porém, a onda consumista de fim de ano (1994) não arrefeceu no início de 1995, como era esperado. Ao contrário, continuou a expandir-se, o que pôs o governo em alerta. Entretanto, foi um fato externo – a crise financeira e cambial do México, desencadeada em dezembro de 1994, com repercussões negativas na América Latina – que fez as autoridades econômicas mexer no câmbio, passando-se a adotar uma política de cautelosa flexibilidade. Essa interferência veio em março de 1995, com a criação do Sistema de Bandas Cambiais que analisaremos a seguir.

### 2.2.2 As Bandas de Flutuação Cambial

Em março de 1995 é feita a primeira tentativa por parte do Banco Central de fixar bandas de flutuação, explícitas. Com a intervenção, o governo desvalorizou o

câmbio em torno de 7% estabelecendo uma banda de flutuação, chamada de banda larga, o que causou grande confusão, pois o mercado não entendeu a linguagem usada pelo Banco Central nessa mudança e reagiu aumentando a procura por dólares. O regime de bandas pressupõe que a autoridade monetária interfira no mercado, comprando o excesso de moeda cada vez que a taxa de câmbio chegar no limite mínimo da banda e vendendo moeda ao mercado, cada vez que a taxa atingir o teto fixado na banda.

A reação do governo, para frear a perda de reservas, foi ampliar o controle da demanda interna, estabelecendo restrições ao crédito e elevando as taxas de juros. A banda larga que inicialmente estabelecia uma desvalorização de 6% da taxa de câmbio foi alargada, projetando-se uma desvalorização nominal da taxa de câmbio na faixa de 7% a/a, além de buscar incentivos para estimular os exportadores, principalmente através dos Adiantamentos dos Contratos de Câmbio (ACC), que permitia aos exportadores se beneficiarem das elevadas taxas de juros internas (ao tomarem os ACCs, baseados em taxas de juros internacionais, o exportador aplicava os recursos em moeda nacional no mercado interno). Observou-se, a partir de então, um retrocesso no processo de abertura comercial, com a elevação de tarifas de importação de uma série de produtos, destacando-se os automóveis, para os quais se introduziu, inclusive, o regime de quotas. Gremaud (2002).

Em junho de 1995 há a introdução de uma novidade no mercado cambial: a adoção de um processo chamado de “minibandas”, dentro da banda larga previamente definida. A alternativa de operar no modelo conhecido como “intrabanda” permite ao Banco Central, por meio de compras e vendas em leilões específicos (operados através do SISBACEN), conduzir mais suavemente, sem sobressaltos, a desvalorização, até o limite superior estabelecido para a banda larga, momento que esta deverá ser novamente alterada.

A alteração da política cambial, com a adoção do sistema de minibandas e uma desvalorização previamente projetada, impedia novas apreciações da taxa de câmbio, mas não compensava imediatamente a apreciação registrada nos meses anteriores. Essa política sinalizava a opção do governo por uma estratégia gradualista de correção cambial. Assumindo que a inflação ficasse abaixo desse patamar, a defasagem cambial seria eliminada após algum tempo, bastando que os investidores estrangeiros financiassem o tempo necessário. Enquanto isso se

ocorressem às reformas econômicas, e em havendo ganhos significativos de produtividade (advindo da alardeada modernização da economia brasileira), a taxa de câmbio real seria corrigida sem ter que recorrer à desvalorização nominal. (Gremaud, 2002).

Para Brum (2000), o governo demorou demais a intervir no câmbio e sinalizar mais segurança aos investidores e agentes econômicos. Os fatos demonstraram também que o real permaneceu sobrevalorizado em relação ao dólar por muito tempo, comprometendo o equilíbrio da balança comercial, ao penalizar as exportações e favorecer as importações. O pânico no mercado decorrente da crise mexicana e a falta de clareza na divulgação das medidas adotadas a partir de março de 1995, provocou o primeiro ataque especulativo contra o real, levando a uma perda de cerca de US\$ 10 bilhões das reservas cambiais, que ajudavam a ancorar o real. Pelo conceito de liquidez internacional, o total das reservas brasileiras era, em julho de 1994, aproximadamente de US\$ 43 bilhões e caiu para pouco mais de US\$ 33 bilhões entre março e junho de 1995.

Deve ser destacado o sucesso do governo em abortar o ataque especulativo e manter a taxa de câmbio, quando da crise mexicana (efeito tequila), mas a política adotada trouxe uma série de conseqüências para a economia, agora com a política monetária como principal instrumento.

Como efeito da política adotada e com a reversão das expectativas dos agentes, verificou-se grande retração na atividade econômica, a partir de segundo trimestre de 1995. Como grande parte da expansão anterior tinha-se dado com base no crédito e a retração se deu antes que as decisões anteriores de investimento tivessem maturado, verificou-se um grande aumento na taxa de inadimplência da economia, o que acabou provocando o princípio de uma crise financeira com a quebra de dois grandes bancos privados. Além da inadimplência das empresas, verificou-se também o aumento da inadimplência dos consumidores que tomaram recursos emprestados a taxas de juros altas, num contexto de retirada da indexação dos salários. Segundo alguns autores, registrou-se, nesse período, uma certa irracionalidade dos consumidores, auxiliada pelo comportamento dos bancos, na expansão do crédito, sem análises mais prudentes do risco, na tentativa de ajustar-se à queda da inflação. Desta forma, tanto a reversão da atividade econômica como

o despreparo dos bancos para concessão de crédito colocou o sistema em dificuldades em meados de 1995. Gremaud, (2002).

A crise financeira não se espalhou devido à atuação do Banco Central como prestador de última instância, socorrendo rapidamente o sistema bancário, através de um processo de reestruturação chamado de PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional), provocando fusões, transferências acionárias e abertura para bancos estrangeiros, na expectativa de aumentar a solidez do sistema. Simultaneamente, lançou-se um programa semelhante aos bancos estaduais, chamado de PROES (Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária) – o qual concedia empréstimos da União para cobrir rombos nesses bancos, porém, vinculados ao comprometimento dos estados em privatizá-los ou transformá-los em agências de desenvolvimento.

No intuito de evitar um colapso financeiro semelhante ao do México, o governo brasileiro teve de reduzir o ritmo de crescimento da economia, conter o consumo e elevar substancialmente as taxas de juros. Fazia-se mister recuperar as reservas cambiais, o que dependia da recuperação da credibilidade internacional e da confiança dos investidores no país. A recuperação, de fato, já ocorreu em setembro de 1995, com as reservas atingindo a cifra de US\$ 48,7 bilhões, mantendo-se em crescimento. No final de 1996 já estavam em US\$ 61,1 bilhões. O volume elevado dava significativa segurança, mas continha um grau de fragilidade: calculava-se que mais de um terço desse total era de capital especulativo, (de curto prazo) que, diante de qualquer suspeita de crise poderia se retirar imediatamente do país.

O governo acreditava que o reequilíbrio da balança comercial seria conseguido gradualmente, através da moderada desvalorização do real frente ao dólar, acompanhada do aumento da competitividade das exportações e da redução do “Custo Brasil”. Descartava-se uma média ou máxima desvalorização, por considerar que poderia comprometer a estabilidade da moeda e abalar a confiança dos investidores internacionais. Dessa forma, o governo esperava, também, ativar a economia, estancar o desemprego e qualificar a capacidade produtiva das empresas, tornando-as mais eficientes e competitivas.

No entanto, a realidade não foi tão favorável quanto o governo esperava. Ao contrário, ocorreu progressiva deterioração. Depois de um ano de relativa bonança, o impacto das crises asiático e russo pôs por terra as perspectivas animadoras: novos ataques especulativos, perda de reservas cambiais, juros altos, retração econômica, deterioração das contas externas, aumento da dívida pública interna, déficit público, aumento do desemprego, agravamento dos problemas sociais e o conseqüente abalo da credibilidade internacional. As reservas cambiais que atingiram o pico de US\$ 74,6 bilhões em abril de 1998, despencaram para US\$ 44,5 bilhões em poucos meses. Diante da contínua fuga de capitais, em janeiro de 1999, tornou-se insustentável manter a política cambial gradualista.

Carvalho *et al* (2000), afirma que, embora o governo tenha mantido uma prática, desde março de 1995, de anunciar as bandas cambiais – uma larga e outra estreita - não houve, até o início de 1999, espaço para o mercado determinar a taxa de câmbio. Esta continuava a ser fixada através da política de intervenção do Banco Central. A banda larga era, no entanto, figura decorativa, pois não havia significado prático. Mesmo a banda mais estreita (a intrabanda) não chega a se caracterizar num regime que foi chamado de banda de flutuação, pois sua amplitude era muito reduzida – inferior a 0,5% até 1998, quando foi ampliada progressivamente para cerca de 1%. Observa-se que mesmo no regime de câmbio fixo há uma pequena margem de flutuação, para que o mercado possa funcionar normalmente. No regime de Bretton Woods, por exemplo, esta margem de flutuação possuía uma amplitude de 2% (1% para cada lado da paridade central). Este fato leva Carvalho a identificar este período como uma continuação do regime de minidesvalorizações ativas.

Em consenso com a maioria dos autores consultados, consideramos o período iniciado em março de 1995 e encerrando-se a janeiro de 1999 como sendo de um regime de bandas cambiais, dando início a um novo regime cambial, agora de câmbio flutuante, o qual passará a ser analisado a seguir.

### 2.3 A LIBERAÇÃO CAMBIAL BRASILEIRA E O CÂMBIO FLUTUANTE

Em decorrência da insuficiência da política cambial de correção gradual, associada às crises dos países do leste da Ásia em 1997 e da Rússia em 1998, foi abalada a confiança dos investidores (e especuladores, os quais possuem um papel

importante na liquidez do mercado) nos países emergentes. O Brasil também passou a sofrer novos ataques especulativos o que acabou jogando-o “no olho do furacão”.

O quadro recessivo em que se encontrava a economia brasileira, ou seja, elevada taxa de desemprego, deterioração do saldo de transações correntes, a elevação da razão da dívida pública/PIB, enfim, todos os fatores já poderiam justificar a mudança cambial em meados de 1998. Alguns autores alegam que, mesmo nesse quadro, seria possível a manutenção da política cambial e que o país no final de 1998 já começara a recuperar-se da crise russa. Havia se estancado a perda de reservas e a taxa de juros já entrara numa trajetória declinante. Nesse momento eram outros os determinantes da crise cambial brasileira: a queda nos termos de troca (preços das exportações com relação aos preços das importações), a não aprovação de medidas importantes para o ajuste fiscal pelo Congresso Nacional no segundo semestre de 1998 e a “moratória mineira” decretada por Itamar Franco em janeiro de 1999 (efeito pão de queijo).

Parece, no entanto, que a mudança cambial já estava definida na crise russa e a espera de seis meses decorreu do calendário eleitoral e do processo de transferência do risco cambial para o setor público. O acordo com o FMI, firmado no segundo semestre de 1998, já pode ter sido um sinalizador da disposição à mudança. Gremaud (2002).

Na segunda semana de janeiro de 1999, o governo decidiu alterar a política cambial. A liberação do câmbio somente ocorreu após uma tentativa frustrada de um sistema concebido por Francisco Lopes (substituindo Gustavo Franco na presidência do Banco Central. Não chegou a assumir em função da crise cambial estabelecida no mercado), denominado de banda diagonal endógena que delinearía o ritmo de desvalorização da moeda, ainda dentro as variações das bandas.

Brum (2000), coloca que, com a mudança da política cambial, substituindo o regime de banda cambial pela liberdade cambial administrada, provocou-se uma maxidesvalorização do real. A âncora cambial passa a ser substituída pelas âncoras fiscal e monetária, com respaldo externo (FMI e governos de 20 países ricos, através do BIS – Banco para Pagamentos Internacionais). Assim, o país passará por um período de severas dificuldades. Superada a fase de turbulência, esperam-se corrigir as distorções provocadas na condução da política macroeconômica e criar

condições para assegurar a estabilidade da moeda e novos patamares. Para isso é condição fundamental, mais uma vez, restaurar a credibilidade internacional do país e a confiança da sociedade, criando condições, a médio e longo prazo, para a retomada do desenvolvimento econômico e social sustentado.

Carvalho *et al* (2000) indaga: quais as características deste novo regime? Aproxima-se mais da flutuação pura, da flutuação suja, sem metas para taxa de câmbio ou algum outro regime?

No que se refere à determinação da taxa de câmbio, os documentos do governo não são explícitos. Embora haja uma determinação clara no que concerne à interferência do governo com o objetivo de limitar desordem ou excesso de volatilidade, o mesmo não ocorre com relação à pretensão do governo de influir ou não no nível (ou intervalo de flutuação) das cotações da moeda estrangeira. O estabelecimento, em julho de 1999, da política de metas inflacionárias, juntamente com a avaliação, pelo Banco Central, de que variações da taxa de câmbio constituem fator importante na determinação da inflação esperada, ampliou as razões para intervenções no mercado de câmbio, a partir de determinadas cotações, mesmo que não explicitadas pelas autoridades.

Assim, na falta de uma explicitação maior, pode-se considerar a política cambial brasileira instaurada em 1999, alternativamente, como própria de um regime do tipo “zonas alvo” ou simplesmente como uma flutuação suja. (Carvalho, 2000).

Ainda segundo Carvalho *et al* (2000), além das mudanças nas regras de determinação da taxa de câmbio, existe uma outra dimensão importante na transformação do regime cambial brasileiro nos anos 90, que foi a liberação do acesso ao mercado de câmbio. Até finais da década de 80 havia enorme limitação à compra de moeda estrangeira para fins de pagamentos de mercadorias e serviços no exterior, e restrições maiores ainda para a saída de capitais. Um exemplo dessa política é o da compra de dólares para viagem ao exterior: Ao final de 1983, um turista que quisesse ir ao exterior poderia comprar no máximo US\$ 500, legalmente (e quando o destino fosse países da América do Sul ou Central o limite baixava para US\$ 100). Em conseqüência, paralelamente ao mercado oficial de dólares, o qual era com taxas fixadas pela autoridade monetária, florescia um mercado ilegal de dólares, ao qual chegou a distanciar-se em 100% da cotação do dólar oficial. Esta situação começou a ser amenizada quando o Banco Central permitiu, em 1989, a



criação de um segmento com taxas flutuantes, separado do mercado de taxas fixadas pelo Banco Central, onde os agentes poderiam comprar e vender moedas para operações que antes eram severamente limitadas. A este segmento foi dado o nome de *Flutuante* ou *Turismo* e que ainda hoje vigora, em paralelo com o *mercado comercial* ou também chamado de *mercado de taxas livres*.

No regime atual, as operações de compra e venda de moeda estrangeira são realizadas entre o público e as instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de câmbio (ou das instituições credenciadas pelo BACEN no mercado de taxas flutuantes). Uma vez que o Banco Central não é obrigado a fornecer ao mercado as divisas requeridas para atender uma demanda maior que a oferta, por parte dos agentes não bancários, o sistema bancário terá que sacar de suas reservas para atender ao público. Se os bancos concordarem em reduzir o nível das suas reservas em moeda estrangeira, ao nível vigente da taxa de câmbio, o mercado se equilibra, através de saques feitos nas suas contas mantidas no exterior. Caso contrário, se estes resistirem à redução do nível de suas reservas, haverá um desequilíbrio no mercado de câmbio que tenderá a produzir um aumento na taxa de câmbio até o ponto em que o aumento da oferta seja estimulado, ou a procura seja inibida, restaurando o equilíbrio. Se o aumento da taxa de câmbio, nessa situação, superar o limite considerado como aceitável pelo Banco Central, este poderá interferir, vendendo parte de suas reservas aos bancos, e desta forma reduzir a pressão de alta sobre as cotações da moeda. Mas esta não é a única forma do Banco central atuar em transações externas. As reservas podem ainda aumentar pela captação direta de recursos no exterior, através da colocação de títulos ou ainda tomando empréstimos junto a instituições como o FMI, sem que as divisas envolvidas transitem pelo sistema bancário. Da mesma forma, pagamentos de juros e amortizações sobre tais empréstimos reduzem as reservas internacionais do país.

Concluindo este capítulo, após ter-se analisado a evolução das diferentes políticas cambiais adotadas no período de análise, podemos colocar a questão sobre qual a melhor política, através dos resultados das análises estatísticas utilizadas. Antes, porém, se procederá a uma breve análise da estatística como ferramenta de análise e dos indicadores de preços tomados como parâmetro para o estudo em andamento.

### 3 INDICADORES ECONÔMICOS E O ESTUDO DE SÉRIES TEMPORAIS

Sendo o propósito deste trabalho, o de analisar a correlação entre as variações cambiais e os índices de preços do Brasil, identificou-se, como uma das formas de se alcançar os resultados, o uso da estatística nas suas diversas funções. Desta forma, passaremos a estudar, neste capítulo, os conceitos da estatística e algumas das suas ferramentas, identificando as mais apropriadas para a comprovação da nossa premissa.

Através do uso de séries temporais, estudar-se-ão as correlações existentes entre, a variação percentual mensal do dólar comercial e os indicadores de preços escolhidos, o IPCA e o IGP-DI. Na seqüência serão descritos os testes utilizados e a análise de seus resultados com a interpretação dos mesmos.

#### 3.1 A ESTATÍSTICA E AS CORRELAÇÕES

A palavra **estatística**, segundo Downing & Clark, possui dois significados distintos, embora relacionados. No sentido mais comum, estatística significa uma “coleção de dados numéricos”. Neste caso ela é usada, por exemplo, para resumir o desempenho de um time de futebol durante uma temporada ou relacionar os nascimentos e os óbitos de uma cidade. A estatística, nesta linha, tem importante função na administração do setor público, como medir a produção industrial do país (PIB) e também os indicadores de preços da economia como um todo, como, por exemplo, o Índice Geral de Preços (IGP) e o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (IPCA).

Mas **estatística** também representa o ramo da matemática que analisa dados estatísticos. Neste caso temos a estatística descritiva, cuja função é à obtenção de informações significativas a partir de conjuntos de números, em geral demasiadamente grandes para serem trabalhados diretamente. Um exemplo de estatística descritiva é o cálculo da média de um conjunto de números.

Embora a estatística descritiva seja um ramo importante da estatística e continue sendo amplamente utilizada, as informações estatísticas normalmente são obtidas de amostras (observações feitas apenas em parte de uma população de um grande número de elementos), e isto significa que sua análise exige generalizações que ultrapassem os dados. Desta forma, a característica mais importante do recente crescimento da estatística tem sido um desvio da ênfase a métodos meramente descritivos, para uma ênfase a métodos generalizados, ou seja, um desvio da ênfase à estatística descritiva para uma ênfase à **inferência estatística**, que, resumidamente consiste em estimar propriedades de uma grande população a partir de observações feitas em uma amostra da mesma. (Freund & Gary, 2001).

O Coeficiente de Correlação é uma medida estatística que mede a intensidade da relação linear entre duas variáveis. De um modo geral o coeficiente encontrado neste método mede a percentagem da variação total de uma variável que é explicada (ou causada) por sua relação com a variável que ela está sendo comparada. É uma medida importante de relação entre duas variáveis e permite comparações válidas da intensidade, ou força de várias relações. “Existe uma correlação entre duas variáveis quando uma delas está, de alguma forma, relacionada com a outra”. (Triola, 1999, p. 235).

### 3.1.1 Índices de Preços e Séries Temporais

De uma maneira geral um índice de valor mede as variações no valor da produção, do consumo, etc., comparando as variações nos preços e nas quantidades num determinado ano (mês, semana, etc.) com os preços e as quantidades num ano base.

O termo “**índice de preços**” se refere a um número que permite acompanhar a evolução do preço de um determinado produto (ou uma cesta de produtos) no tempo. A taxa de inflação, tradicionalmente chamada por índice de inflação, expressa a variação de um número índice que é calculado a partir da média ponderada de vários bens (previamente estabelecido por um instituto de pesquisa). Neste sentido, o “câmbio” nada mais é do que a variação do preço de uma moeda estrangeira (em geral dólar), podendo, igualmente, ser transformado em um número índice, cuja variação tradicionalmente é chamada por “variação cambial”.

Em seu significado genérico, um número-índice consiste numa média de variações relativas. Se as variações medidas são as correspondentes aos preços, um número-índice de preços deve ser construído, da mesma forma que outras variáveis, como taxas de câmbio, taxas de juros, salários, etc. Se as variações medidas são correspondentes às quantidades, um número-índice específico deve ser construído, como, por exemplo, o *quantum* da produção industrial, da agrícola, das exportações, das importações, etc. A utilização dos números-índices é registrada desde a primeira metade do século XIX. A capacidade de um número-índice refletir a variação real de um fenômeno econômico depende, não apenas dos cuidados técnicos anteriores como também da eficácia com que as informações foram obtidas, ou seja, da sua veracidade. Séries Temporais representam uma seqüência de observações sobre determinada variável, em um período de tempo - por dia, por semana, por mês ou ainda por ano - e fornecem uma visão geral sobre o comportamento do aspecto em questão ao longo do período escolhido. As séries temporais têm grande utilidade no estudo das relações entre as variáveis estudadas. (Sandroni, 2001).

Freund & Simon (2000) colocam que é possível usar os métodos da correlação para estudar relações internas, dentro de uma série de dados chamados de séries temporais, coletadas a intervalos regulares.

### 3.1.1.1 Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna - IGP-DI (FGV)

O Índice Geral de Preços é elaborado pela Fundação Getúlio Vargas, numa periodicidade mensal e tem um período de coleta “cheio” ou seja, a coleta das informações ocorre entre o primeiro e último dia do mês de referência.

A finalidade do IGP-DI é a de registrar o ritmo evolutivo de preços como medida síntese da inflação nacional, e é composto pela média ponderada entre: o IPA (Índice de Preços no Atacado), representando 60%, o IPC (Índice Preço Consumidor), com 30% cuja coleta de dados ocorre nas cidades de São Paulo e Rio de Janeiro dentre as famílias que tem renda de 1 a 33 salários mínimos, e pelo INCC (Índice Nacional da Construção Civil) contribuindo com 10%.

### 3.1.1.2 Índice Nacional de Preços ao Consumidor - IPCA (IBGE)

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA é utilizado pelo Banco Central do Brasil para o acompanhamento dos objetivos estabelecidos no sistema de metas de inflação, adotado a partir de julho de 1999, para o balizamento da política monetária.

Este índice é produzido pelo IBGE desde 1980 e mede as variações de preços ao consumidor ocorridas nas regiões metropolitanas de Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba e Porto Alegre, além de Brasília e Goiânia. Assim como o IGP-DI, o IPCA tem seu período de coleta do primeiro ao último dia do mês ao que ele se refere, desta forma é também um índice percentual mensal.

O IPCA reflete a variação dos preços das cestas de consumo das famílias com recebimento mensal de 1 a 40 salários mínimos, qualquer que seja a fonte.

## 3.2 TESTES E RESULTADOS

De acordo com a proposta deste trabalho, os testes utilizados para a obtenção dos resultados foram os de correlação linear auxiliados por gráficos onde demonstram a existência ou não e o grau das correlações entre os indicadores tomados para análise.

## 3.3 A INTERPRETAÇÃO ESTATÍSTICA

Serão analisados, neste item, os resultados encontrados em cada um dos períodos em estudo. A primeira análise será feita para o Período Completo tomado da análise da economia brasileira, de janeiro de 1991 a dezembro de 2000, seguindo-se pelos períodos: I-Minidesvalorizações Cambiais, II-Câmbio Flexível, III-Bandas Cambiais e o IV-Câmbio Flutuante.

### 3.3.1 Período Completo (Jan/1991 a Dez/2000)

O quadro 1 abaixo nos mostra um coeficiente de correlação de *Pearson* entre a variação do dólar e a do IGP-DI de 0,8903 que nos indica a existência de uma correlação positiva e significativa entre estes dois indicadores, no período em análise. Assim como o coeficiente encontrado entre o dólar e o IPCA, 0,8862 é também uma correlação positiva e significativa. Ambos os coeficientes indicam que as variações dos dois indicadores andaram, no período de análise, na mesma direção das variações do dólar.

O coeficiente, neste mesmo quadro, encontrado entre o IPCA e o IGP-DI de 0,9955 nos indica uma correlação positiva e fortíssima nos sugerindo que ambos andaram juntos durante todo o período da análise.

INDICADORES	US\$ (%)	IGP-DI (FGV)	IPCA (IBGE)
US\$ (%)	1		
IGP-DI (FGV)	0,8903	1	
IPCA (IBGE)	0,8862	0,9955	1

Quadro 1 – Coeficiente de Correlação de Pearson - Período Completo Década de 90  
Fonte: Elaborado pela autora baseado no banco de dados do Anexo A

Pode-se reforçar as afirmações do parágrafo acima no gráfico 1 a seguir. O gráfico nos mostra que, salvo nas grandes alterações do dólar ocorridas em out/91, jul/94 e jan. e fev/99 (períodos de grandes desvalorizações e valorizações do dólar), os três indicadores caminharam muito próximos um do outro.

Também pode-se confirmar no gráfico a grande proximidade entre as variações do IGP-DI e do IPCA, com divergências insignificantes ao longo do período em análise.

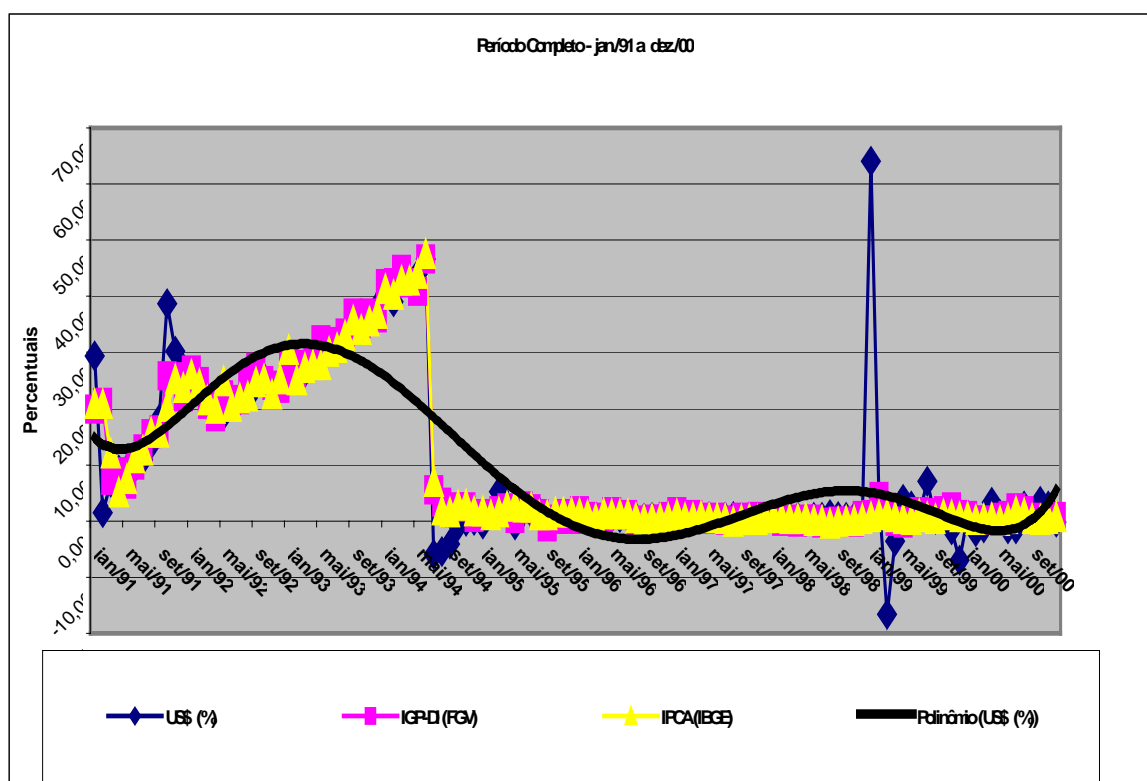


Gráfico 1 – Período Completo – Década de 90

Fonte: Elaborado pela Autora, baseado no banco de dados do Anexo A

### 3.3.2 Período I – Minidesvalorizações Cambiais

O valor encontrado do Coeficiente de Correlação de Pearson entre a variação do dólar e a do IGP-DI de 0,9134 neste período, nos indica a existência de uma correlação positiva e muito significativa entre estes dois indicadores. O valor deste mesmo coeficiente entre a variação do dólar e do IPCA de 0,8903 nos indica também a existência de uma correlação positiva e bastante significativa entre estes indicadores.

INDICADORES	US\$ (%)	IGP-DI (FGV)	IPCA (IBGE)
US\$ (%)	1		
IGP-DI (FGV)	0,9134	1	
IPCA (IBGE)	0,8963	0,9816	1

Quadro 2 – Coeficiente de Correlação de Pearson - Período de Minidesvalorizações: jan/91 a jun/94

Fonte: Elaborado pela Autora baseado nos dados do Anexo B

No gráfico 2 abaixo, representando o período de Minidesvalorizações Cambiais podemos observar que, à exceção das fortes oscilações do dólar em janeiro, fevereiro e outubro de 1991, os três indicadores caminharam no mesmo sentido e muito próximos um do outro, conforme nos aponta a linha de tendência traçada e também confirmando a forte correlação entre ambos apontada no parágrafo anterior. O gráfico também sinaliza a forte correlação entre o IGP-DI e o IPCA, confirmando o índice de correlação demonstrado no quadro acima de 0,9816, demonstrando que estes dois indicadores tiveram praticamente os mesmos movimentos ao longo deste período.

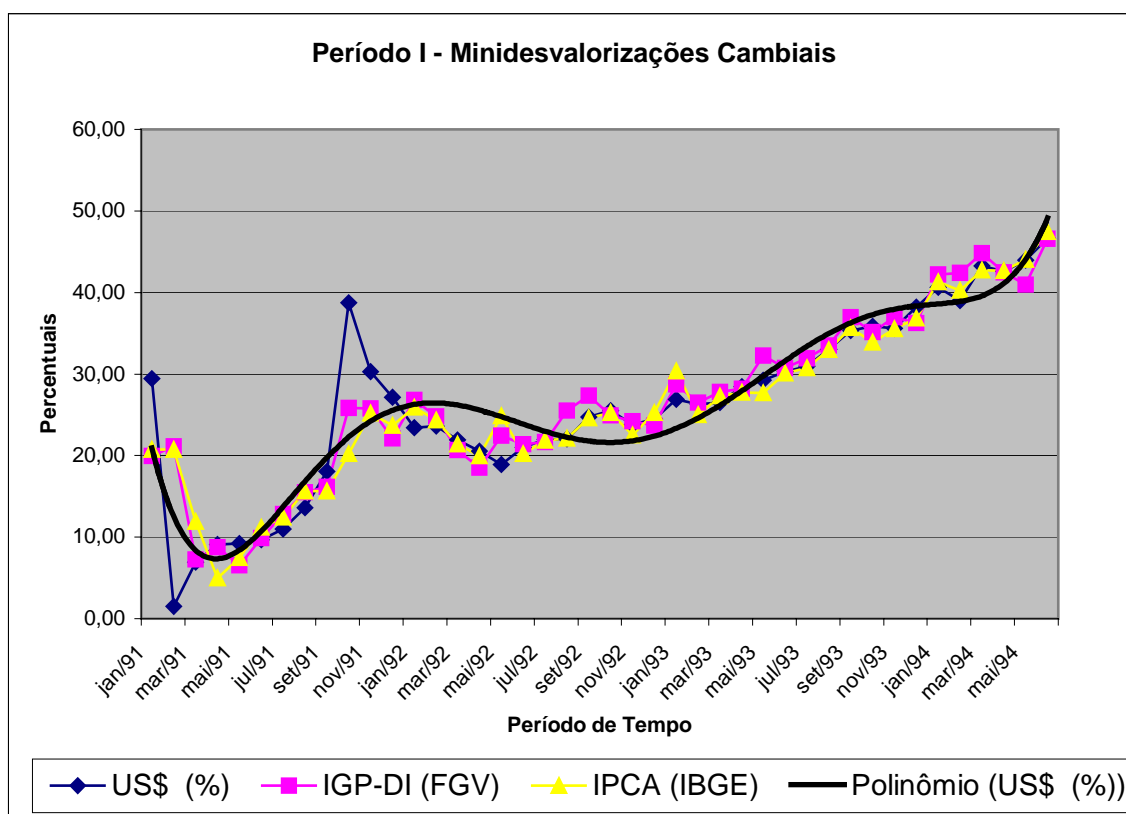


Gráfico 2 – Período I – Minidesvalorizações Cambiais

Fonte: Elaborado pela Autora, baseado no banco de dados do Anexo B



### 3.3.3 Período II – Câmbio “Flexível”

O valor encontrado do Coeficiente de Correlação de Pearson entre a variação do dólar e a do IGP-DI de  $-0,7564$  nos indica a existência de uma correlação negativa e bastante significativa neste período entre estes dois indicadores e demonstra que estes dois indicadores andaram em sentido contrário ao longo deste período. O valor do mesmo coeficiente entre a variação do dólar e do IPCA de  $-0,5609$  nos indica a existência de uma correlação negativa e ainda significativa entre estes indicadores.

Já o coeficiente entre o IPCA e o IGP-DI de  $0,8824$  indica uma correlação positiva e significativa entre estes dois indicadores, seguindo o mesmo comportamento observado nos períodos anteriores.

Neste período, conforme observado no gráfico 3, os dois indicadores de preços, o IGP-DI e o IPCA andaram na mesma direção e muito próximos, porém de maneira divergente ao dólar, convergindo mais fortemente a partir de outubro/94 e se aproximando ao final do período, de maneira mais intensa, demonstrando aí às mudanças na condução da política cambial, apesar de não mudar o regime em vigor. Cabe salientar que, estatisticamente, o período de análise é curto e o pequeno número de observações pode apresentar alterações no grau de confiança dos resultados encontrados.

INDICADORES	US\$ (%)	IGP-DI (FGV)	IPCA (IBGE)
US\$ (%)	1		
IGP-DI (FGV)	-0,7564	1	
IPCA (IBGE)	-0,5609	0,8824	1

Quadro 3 – Coeficiente de Correlação de Pearson - Período II - Câmbio Flexível  
 Fonte: Elaborado pela Autora baseado no banco de dados do Anexo C

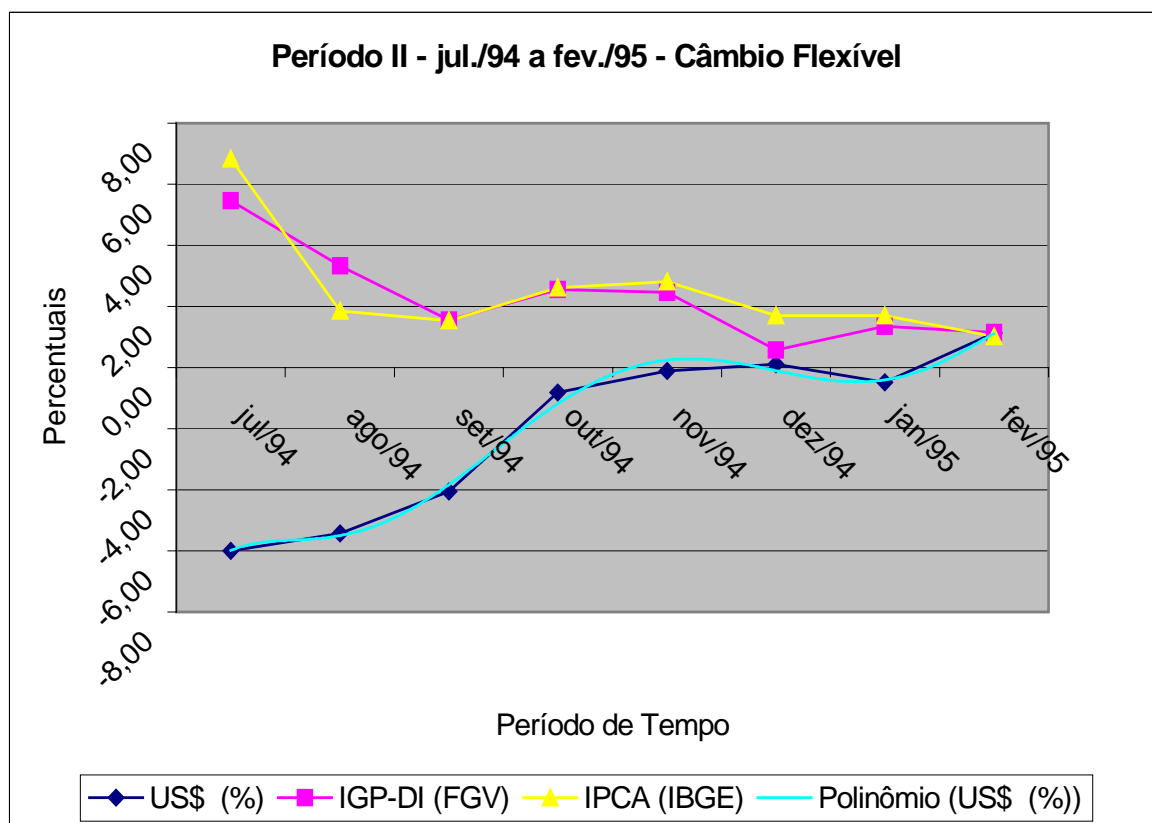


Gráfico 3 – Período II – Câmbio Flexível

Fonte: Autora, baseado no banco de dados do Anexo C

### 3.3.4 Período III – Bandas de Flutuação Cambial

O valor encontrado do Coeficiente de Correlação de Pearson entre a variação do dólar e a do IGP-DI neste período foi de 0,4604 e nos indica a existência de uma correlação positiva, porém, não muito significativa entre estes dois indicadores. O valor do mesmo coeficiente entre a variação do dólar e do IPCA no período de bandas de Flutuação Cambial foi 0,2343. Este coeficiente nos indica a existência de uma correlação positiva, porém, pouco significativa no comportamento destes indicadores. Já o coeficiente entre o IPCA e o IGP-DI de 0,6783 indica uma correlação positiva e ainda significativa entre estes dois indicadores. Neste período, conforme observado no quadro 3, os dois indicadores de preços, apesar de andarem na mesma direção não estiveram tão próximos.

INDICADORES	US\$ (%)	IGP-DI (FGV)	IPCA (IBGE)
US\$ (%)	1		
IGP-DI (FGV)	0,4604	1	
IPCA (IBGE)	0,2343	0,6783	1

Quadro 4 – Coeficiente de Correlação de Pearson - Período III Bandas de Flutuação Cambial  
Fonte: Elaborado pela Autora baseado no banco de dados do Anexo D

O gráfico 4 abaixo ilustra as correlações entre os três indicadores no período de Bandas de Flutuação Cambial, e aponta também os distanciamentos ao longo do caminho dos três indicadores ao longo desta etapa da política cambial brasileira, demonstrando as oscilações do dólar, principalmente, dentro das bandas de flutuação preestabelecidos pela autoridade monetária no período em questão. Uma relação completa das bandas que vigoraram neste período encontra-se em Boletim do Banco Central do Brasil, reproduzido no Anexo F.

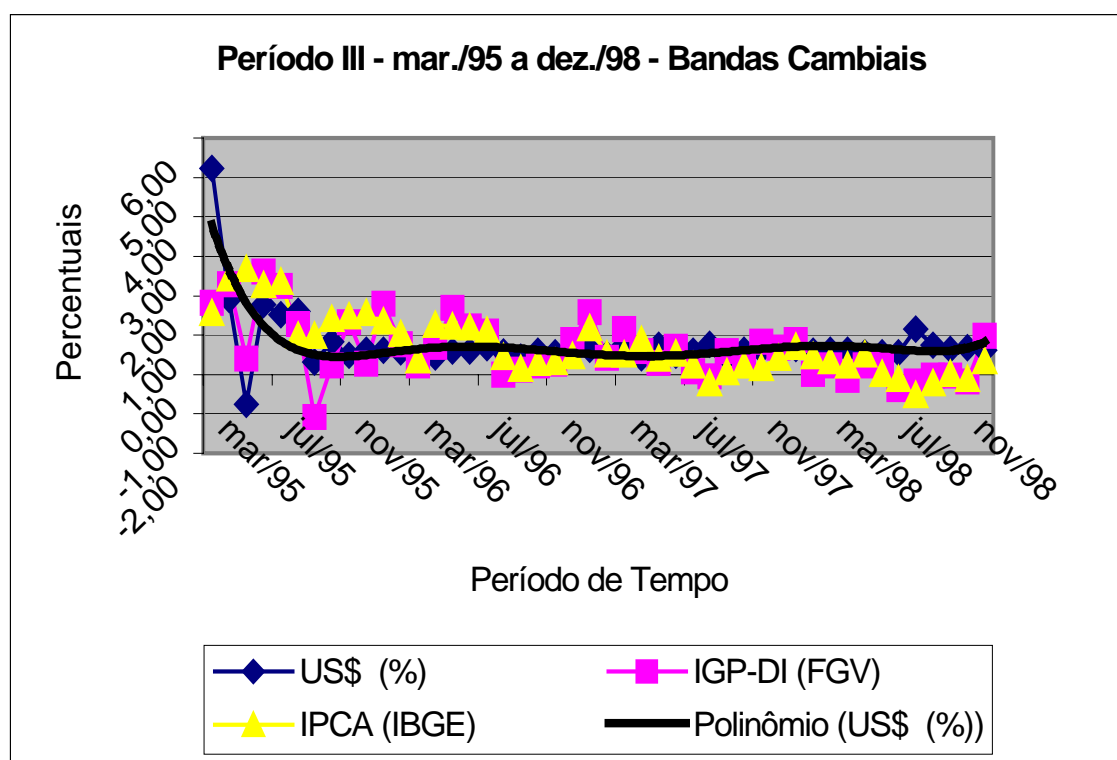


Gráfico 4 – Período III – Bandas de Flutuação Cambial  
Fonte: Autora, baseado no banco de dados do Anexo D

### 3.3.5 Período IV – A Liberação Cambial Brasileira “Câmbio Flutuante”

O quadro 5 abaixo sinaliza o coeficiente de correlação de Pearson entre o dólar e o IGP-DI neste período de  $-0,0227$  e nos indica uma correlação negativa, porém nada significativa, como também o coeficiente encontrado entre o IPCA e o dólar de  $-0,0234$ . O coeficiente encontrado entre o IGP-DI e o IPCA de  $0,6983$  demonstra uma correlação positiva e ainda significativa, mostrando que ambos seguiram um caminho bastante próximos um do outro, também neste período.

INDICADORES	US\$ (%)	IGP-DI (FGV)	IPCA (IBGE)
US\$ (%)	1		
IGP-DI (FGV)	-0,0227	1	
IPCA (IBGE)	-0,0234	0,6983	1

Quadro 5 – Coeficiente de Correlação de Pearson - Período IV – Câmbio Flutuante  
Fonte: Autora, baseado no Anexo E

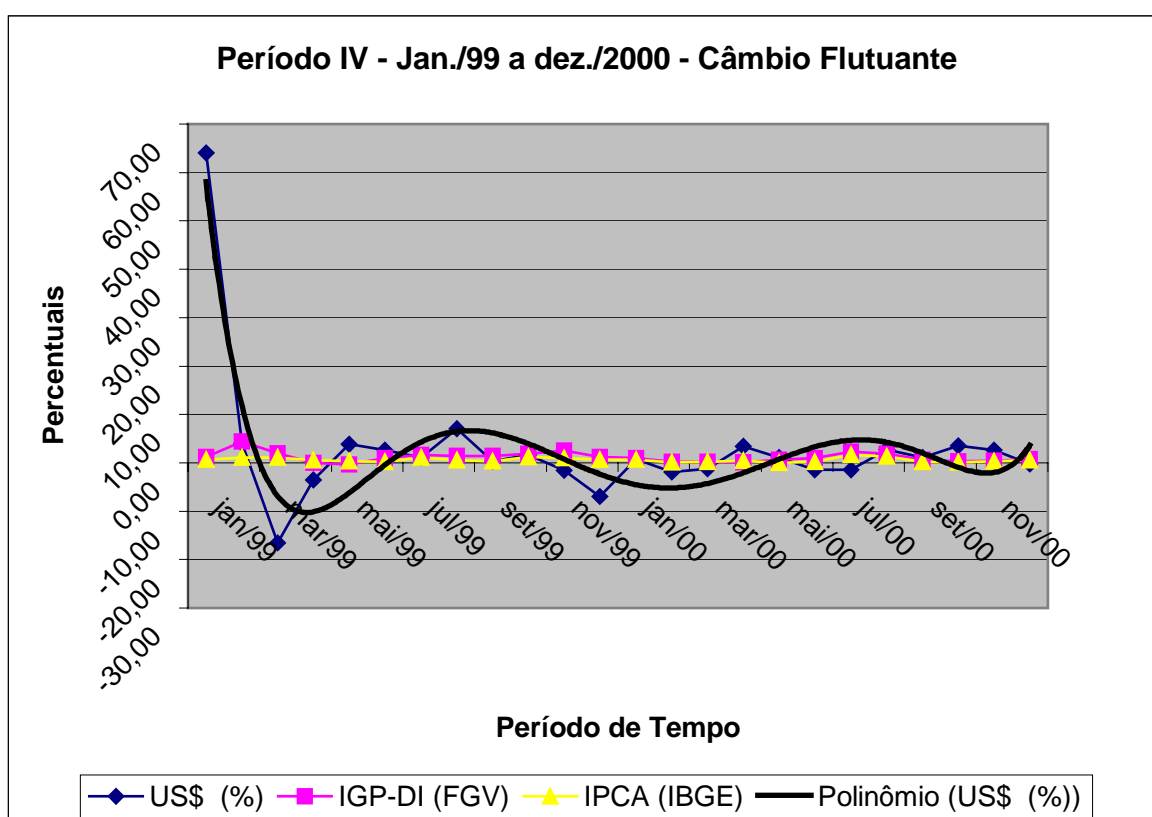


Gráfico 5 – Período IV – Câmbio Flutuante  
Fonte: Autora, baseada no Anexo E

Ao aprofundar-se a análise das correlações entre as variações do dólar e as do IGP-DI denota-se que o comportamento deste indicador em praticamente todos os períodos foi de uma correlação bem mais forte do que a do IPCA, o que sugere que seja uma influência do componente dos preços por atacado que é o maior peso neste indicador.

Cabe aqui o registro de que a ferramenta estatística de correlação mede a intensidade de relações lineares entre diferentes indicadores de uma série temporal. Assim, uma correlação forte não implica necessariamente uma relação de causa e efeito. Desta forma, não é possível afirmar-se que os indicadores de preços foram influenciados pelas variações do dólar em cada período, ficando a proposta para testar esta confirmação através de novos estudos a serem desenvolvidos futuramente.

Ao finalizar este capítulo, procedendo-se as análises individuais de cada período, através do uso de ferramentas estatísticas, passamos à conclusão deste trabalho, visando atender os objetivos propostos nesta pesquisa.

## CONCLUSÃO

O propósito deste trabalho foi o de analisar as relações existentes entre as variações cambiais e os índices de preços do Brasil, ao longo da década de 90 e, identificar, entre os diversos regimes cambiais do período, qual foi o melhor para o país, em termos de menor impacto nos preços.

Analisando os resultados obtidos, tanto na pesquisa bibliográfica como na interpretação dos resultados obtidos na aplicação de ferramentas estatísticas conclui-se que, o melhor regime para o Brasil no período em análise foi o de Câmbio Flutuante o qual entrou em vigor após a liberação cambial do país ocorrida em janeiro de 1999 permanecendo até os dias atuais.

Baumann, (1996) ao finalizar uma análise do Plano Real e a política cambial, conclui que os mercados cambiais operam bem com liberdade cambial. Segue afirmando que a instabilidade no mercado cambial não deve ser interpretada como inerente ao livre funcionamento do mercado, mas como um sintoma da falta de consistência das políticas governamentais, motivos causadores de incerteza. E a incerteza é o que leva às especulações. Finaliza recomendando a adoção da flutuação cambial, em uma banda larga determinada pela autoridade econômica, frente às exigências dos fluxos de comércio e de capital, pois esta prática minimiza a necessidade de intervenção do Banco central no mercado, conferindo-lhe maior liberdade na condução da política monetária em busca do objetivo principal de buscar a estabilidade do nível de preços domésticos.

Entende-se ainda que os depoimentos abaixo relacionados fornecem sustentação à pergunta proposta no início: O regime de taxas flutuantes é sustentável frente a atual conjuntura econômica internacional?

“A melhor opção para o Brasil seria o regime de taxas de câmbio flutuantes” afirma Carta do IBRE divulgada na Conjuntura Econômica de outubro de 1998. Segue a mesma afirmando que na situação atual do Brasil, algumas idéias devem ser rejeitadas. A melhoria das contas externas mediante o uso de controles de importações, do aumento de alíquotas aduaneiras, da imposição de quotas, etc., é

contraproducente, pois tais medidas tendem a provocar retaliações dos parceiros comerciais. Se todos os países restringirem suas importações, ocorrerá o mesmo com as exportações, causando redução no comércio mundial e piorando as perspectivas de solução da crise. O mesmo raciocínio é válido para a imposição de controles ou tributos sobre a saída de recursos, pois isto resulta, imediatamente, em desincentivo à entrada de novos recursos.

Para concluir, valemo-nos da abalizada opinião de Garófalo Filho:

Assim, o sistema de câmbio flutuante, com intervenções do Banco Central, independentemente de considerações filosóficas, tem sido, para o Brasil, o melhor sistema possível, dadas às regras vigentes, basicamente constitucionais. Mudar isso exigiria uma ampla reforma no arcabouço legal, que, pelas indicações, está a caminho. (2002, p.414).

## BIBLIOGRAFIA

BAUMANN, Renato (org). O Brasil e a Economia Global. Rio de Janeiro: Campus SOBEET, 1996.

BERCHIERI, Francisco O. Economia Monetária. São Paulo: Saraiva, 2000.

BLANCHARD, Olivier. Macroeconomia: Teoria e Política Econômica. Tradução de Ricardo Inojosa. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BRUM, Argemiro J. O Desenvolvimento Econômico Brasileiro. 21.ed. Rio Grande do Sul: UNIJUI, 2000.

BYRNS, Ralph T.; STONE JR, Gerald W. Macroeconomia. Tradução Celina Martins Ramalho; revisão técnica Roberto Luis Troster. São Paulo: Makron Books, 1995.

CARVALHO, Fernando C.; SOUZA, Francisco E.P., *et al.* Economia Monetária e Financeira. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CONJUNTURA ECONÔMICA. Regimes Cambiais: Qual o Mais Adequado? Rio de Janeiro, FGV, v. 52, n. 10, out. 1998.

DORNBUSCH, Rudiger; FISHER, Stanley. Macroeconomia. Tradução e Revisão Técnica Roberto Luis Troster. 5.ed. São Paulo: Makron, McGraw-Hill, 1991.

DOWNING, D.; CLARK, J. Estatística Aplicada. São Paulo: Saraiva, 2000.

FONSECA, J.; Martins, G. Curso de Estatística. São Paulo: Atlas, 1976.

FREUND, John E. Simon, Gary A. Estatística Aplicada: Economia, Administração e Contabilidade. 9.ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

FROYEN, Richard T. Macroeconomia. Tradução de Esther E. H. Herskovi, Cecília C. Bartalotti; revisão técnica de Roland Veras Saldanha Jr. São Paulo: Saraiva, 1999.

GARÓFALO FILHO, Emílio. Câmbios no Brasil. São Paulo: BMF & Cultura Associados, 2000.

GARÓFALO FILHO, Emílio. Câmbio, Ouro e Dívida Externa: de Figueiredo à FHC. São Paulo: Saraiva, 2002.

GONÇALVES, Reinaldo *et al.* A Nova Economia Internacional: Uma Perspectiva Brasileira. Rio de Janeiro: Campus, 1998.



GREMAUD, Amaury P. *et al.* Economia Brasileira Contemporânea. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

HILLBRECHT, Ronald. Economia Monetária. São Paulo: Atlas, 1999.

KAZMIER, L. Estatística Aplicada a Economia e Administração. São Paulo: McGraw-Hill, 1982.

KINDLEBERGER, Charles P. Economia Internacional. Tradução: Luiz Aparecido Caruso. São Paulo: Mestre Jou. 1974.

KRUGMAN, Paul R.; Obstfeld, Maurice. Economia Internacional: Teoria e Política. Tradução: Celina Martins Ramalho Laranjeira. Revisão Técnica: Maria Alejandra Caporale e Rubens Famá. 5.ed. São Paulo: Makron Books, 2001.

LANZANA, Antonio E. T. Economia Brasileira: Fundamentos e Atualidade. São Paulo: Atlas, 2001.

LAPONI, J. Estatística Usando Excel 5 e 7. Versão 7. São Paulo: Laponi Trein, 1997.

MANKEW, N. Gregory. Macroeconomia. Tradução: Maria José Cyhlar Monteiro. 3.ed. Rio de Janeiro: LTC, 1998.

MAIA, Jayme de M. Economia Internacional e Comércio Exterior. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1995.

MAYER, Thomas, *et al.* Moedas Bancos e a Economia. 4.ed. Rio de Janeiro: Campus, 1993.

PORTUGAL, Marcelo *et al.* A Economia do Real. Porto Alegre: Ortiz, 1996.

RATTI, Bruno. Comércio Internacional e Câmbio. 10.ed. São Paulo: Aduaneiras, 2000.

SACHS, Jeffrey D., Larrain B., Felipe. Macroeconomia. Tradução: Sara R. Gedanke. São Paulo: Makron Books, 1995.

SANDRONI, Paulo. Dicionário de Economia. 6.ed. São Paulo: Best Seller, 2001.

SANT'ANA, José A. Economia Monetária: a moeda em uma economia globalizada. Brasília: UnB, 1997.

SAYAD, João. O Dólar. São Paulo: Publifolhas, 2001.

SIMONSEN, Mario Henrique; Cysne, Rubens Penha. Macroeconomia. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1995.

SÖDERSTEN, Bo. Economia Internacional. Tradução: Flávio Wanderley Lara. Rio de Janeiro: Interciência, 1979.

STEVENSON, William J. Estatística Aplicada à Administração. São Paulo: HARBRA, 1981.

TRIOLA, Mario F. Introdução à Estatística. 7.ed. Rio de Janeiro: LTC, 1999.

VASCONCELOS, Marco A. S. et al. Economia Brasileira Contemporânea. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ZINI JÚNIOR, Álvaro Antonio. Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil. 2.ed. São Paulo: Edusp, 1995.

# **A N E X O S**

## RELAÇÃO DE ANEXOS

ANEXO A: Período Completo Década de 90 .....	61
ANEXO B: Período I - Minidesvalorizações.....	63
ANEXO C: Período II - O Câmbio "Flexível":.....	64
ANEXO D: Período III - Bandas de Flutuação Cambial.....	65
ANEXO E: Período IV - A Liberação Cambial Brasileira "Câmbio Flutuante" .....	66
ANEXO F: Boletim BACEN - Bandas Cambiais .....	67
ANEXO G: Reservas Internacionais Brasileiras .....	68
ANEXO H: Gráfico Reservas Internacionais Brasileiras.....	69

## Anexo A - Período Completo - Década de 90

Janeiro/1991 a Dezembro/2000			
Mês/Ano	US\$ (%)	IGP-DI (FGV)	IPCA (IBGE)
jan/91	29,45	19,93	20,75
fev/91	1,49	21,11	20,72
mar/91	6,94	7,25	11,92
abr/91	9,12	8,74	4,99
mai/91	9,19	6,52	7,43
jun/91	9,67	9,86	11,19
jul/91	11,00	12,83	12,41
ago/91	13,62	15,49	15,63
set/91	18,07	16,19	15,63
out/91	38,73	25,85	20,23
nov/91	30,29	25,76	25,21
dez/91	27,18	22,14	23,71
jan/92	23,45	26,84	25,94
fev/92	23,60	24,79	24,32
mar/92	21,90	20,70	21,40
abr/92	20,53	18,54	19,93
mai/92	18,91	22,45	24,86
jun/92	20,98	21,42	20,21
jul/92	21,99	21,69	21,83
ago/92	22,03	25,54	22,14
set/92	24,73	27,37	24,63
out/92	25,53	24,94	25,24
nov/92	23,85	24,22	22,49
dez/92	24,50	23,70	25,24
jan/93	26,90	28,73	30,35
fev/93	26,32	26,51	24,98
mar/93	26,50	27,81	27,26
abr/93	28,45	28,22	27,75
mai/93	29,23	32,27	27,69
jun/93	30,30	30,72	30,07
jul/93	30,95	31,96	30,72
ago/93	33,02	33,53	32,96
set/93	35,31	36,99	35,69
out/93	35,86	35,14	33,92
nov/93	35,62	36,96	35,56
dez/93	38,19	36,22	36,84
jan/94	40,65	42,19	41,31
fev/94	38,98	42,41	40,27
mar/94	43,28	44,83	42,75
abr/94	42,58	42,46	42,68
mai/94	43,99	40,95	44,03
jun/94	46,65	46,58	47,43
jul/94	-6,00	5,47	6,84
ago/94	-5,43	3,34	1,86
set/94	-4,05	1,55	1,53
out/94	-0,82	2,55	2,62
nov/94	-0,12	2,47	2,81
dez/94	0,12	0,57	1,71
jan/95	-0,47	1,36	1,70
fev/95	1,13	1,15	1,02
mar/95	5,23	1,81	1,55
abr/95	1,90	2,30	2,43
mai/95	-0,77	0,40	2,67
jun/95	1,77	2,62	2,26
jul/95	1,52	2,24	2,36
ago/95	1,60	1,29	0,99
set/95	0,32	-1,08	0,99
out/95	0,83	0,23	1,41
nov/95	0,49	1,33	1,47
dez/95	0,61	0,27	1,56
jan/96	0,63	1,79	1,34

Mês/Ano	US\$ (%)	IGP-DI (FGV)	IPCA (IBGE)
fev/96	0,57	0,76	1,03
mar/96	0,39	0,22	0,35
abr/96	0,46	0,70	1,26
mai/96	0,59	1,68	1,22
jun/96	0,60	1,22	1,19
jul/96	0,68	1,09	1,11
ago/96	0,56	0,00	0,44
set/96	0,45	0,13	0,15
out/96	0,60	0,22	0,30
nov/96	0,55	0,28	0,32
dez/96	0,60	0,88	0,47
jan/97	0,64	1,58	1,18
fev/97	0,52	0,42	0,50
mar/97	0,74	1,16	0,51
abr/97	0,42	0,59	0,88
mai/97	0,74	0,30	0,41
jun/97	0,49	0,70	0,54
jul/97	0,60	0,09	0,22
ago/97	0,76	-0,04	-0,22
set/97	0,44	0,59	0,06
out/97	0,61	0,34	0,23
nov/97	0,61	0,83	0,17
dez/97	0,59	0,69	0,43
jan/98	0,65	0,88	0,71
fev/98	0,60	0,02	0,46
mar/98	0,62	0,23	0,34
abr/98	0,61	-0,13	0,24
mai/98	0,54	0,23	0,50
jun/98	0,56	0,28	0,02
jul/98	0,56	-0,38	-0,12
ago/98	1,16	-0,17	-0,51
set/98	0,74	-0,02	-0,22
out/98	0,64	-0,03	0,02
nov/98	0,67	-0,18	-0,12
dez/98	0,62	0,98	0,33
jan/99	64,08	1,15	0,70
fev/99	4,11	4,44	1,05
mar/99	-16,60	1,98	1,10
abr/99	-3,56	0,03	0,56
mai/99	3,81	-0,34	0,30
jun/99	2,64	1,02	0,19
jul/99	1,11	1,59	1,09
ago/99	7,08	1,45	0,56
set/99	0,33	1,47	0,31
out/99	1,60	1,89	1,19
nov/99	-1,51	2,53	0,95
dez/99	-6,95	1,23	0,60
jan/00	0,75	1,02	0,62
fev/00	-1,88	0,19	0,13
mar/00	-1,20	0,18	0,22
abr/00	3,40	0,13	0,42
mai/00	1,10	0,67	0,01
jun/00	-1,46	0,93	0,23
jul/00	-1,40	2,26	1,61
ago/00	2,74	1,82	1,31
set/00	1,11	0,69	0,23
out/00	3,54	0,37	0,14
nov/00	2,65	0,39	0,32
dez/00	-0,21	0,76	0,59

Fonte: Autora, baseado em dados BACEN, IBGE e FGV.

## Anexo B - Período I – Minidesvalorizações Cambiais

<b>Janeiro/1991 a Junho/1994</b>			
<b>Mês/Ano</b>	<b>US\$ (%)</b>	<b>IGP-DI (FGV)</b>	<b>IPCA (IBGE)</b>
jan/91	29,45	19,93	20,75
fev/91	1,49	21,11	20,72
mar/91	6,94	7,25	11,92
abr/91	9,12	8,74	4,99
mai/91	9,19	6,52	7,43
jun/91	9,67	9,86	11,19
jul/91	11,00	12,83	12,41
ago/91	13,62	15,49	15,63
set/91	18,07	16,19	15,63
out/91	38,73	25,85	20,23
nov/91	30,29	25,76	25,21
dez/91	27,18	22,14	23,71
jan/92	23,45	26,84	25,94
fev/92	23,60	24,79	24,32
mar/92	21,90	20,70	21,40
abr/92	20,53	18,54	19,93
mai/92	18,91	22,45	24,86
jun/92	20,98	21,42	20,21
jul/92	21,99	21,69	21,83
ago/92	22,03	25,54	22,14
set/92	24,73	27,37	24,63
out/92	25,53	24,94	25,24
nov/92	23,85	24,22	22,49
dez/92	24,50	23,70	25,24
jan/93	26,90	28,73	30,35
fev/93	26,32	26,51	24,98
mar/93	26,50	27,81	27,26
abr/93	28,45	28,22	27,75
mai/93	29,23	32,27	27,69
jun/93	30,30	30,72	30,07
jul/93	30,95	31,96	30,72
ago/93	33,02	33,53	32,96
set/93	35,31	36,99	35,69
out/93	35,86	35,14	33,92
nov/93	35,62	36,96	35,56
dez/93	38,19	36,22	36,84
jan/94	40,65	42,19	41,31
fev/94	38,98	42,41	40,27
mar/94	43,28	44,83	42,75
abr/94	42,58	42,46	42,68
mai/94	43,99	40,95	44,03
jun/94	46,65	46,58	47,43

Fonte: Autora, baseado em dados BACEN, IBGE e FGV.

**Anexo C - Período II – O Câmbio Flexível**

<b>Junho/1994 a Fevereiro/1995</b>			
<b>Mês/Ano</b>	<b>US\$ (%)</b>	<b>IGP-DI (FGV)</b>	<b>IPCA (IBGE)</b>
jul/94	-6,00	5,47	6,84
ago/94	-5,43	3,34	1,86
set/94	-4,05	1,55	1,53
out/94	-0,82	2,55	2,62
nov/94	-0,12	2,47	2,81
dez/94	0,12	0,57	1,71
jan/95	-0,47	1,36	1,70
fev/95	1,13	1,15	1,02

Fonte: Autora, baseado em dados BACEN, IBGE e FGV.



## Anexo D - Período III – Bandas de Flutuação Cambial

<b>Março/1995 a Dezembro/1998</b>			
mar/95	5,23	1,81	1,55
abr/95	1,90	2,30	2,43
mai/95	-0,77	0,40	2,67
jun/95	1,77	2,62	2,26
jul/95	1,52	2,24	2,36
ago/95	1,60	1,29	0,99
set/95	0,32	-1,08	0,99
out/95	0,83	0,23	1,41
nov/95	0,49	1,33	1,47
dez/95	0,61	0,27	1,56
jan/96	0,63	1,79	1,34
fev/96	0,57	0,76	1,03
mar/96	0,39	0,22	0,35
abr/96	0,46	0,70	1,26
mai/96	0,59	1,68	1,22
jun/96	0,60	1,22	1,19
jul/96	0,68	1,09	1,11
ago/96	0,56	0,00	0,44
set/96	0,45	0,13	0,15
out/96	0,60	0,22	0,30
nov/96	0,55	0,28	0,32
dez/96	0,60	0,88	0,47
jan/97	0,64	1,58	1,18
fev/97	0,52	0,42	0,50
mar/97	0,74	1,16	0,51
abr/97	0,42	0,59	0,88
mai/97	0,74	0,30	0,41
jun/97	0,49	0,70	0,54
jul/97	0,60	0,09	0,22
ago/97	0,76	-0,04	-0,22
set/97	0,44	0,59	0,06
out/97	0,61	0,34	0,23
nov/97	0,61	0,83	0,17
dez/97	0,59	0,69	0,43
jan/98	0,65	0,88	0,71
fev/98	0,60	0,02	0,46
mar/98	0,62	0,23	0,34
abr/98	0,61	-0,13	0,24
mai/98	0,54	0,23	0,50
jun/98	0,56	0,28	0,02
jul/98	0,56	-0,38	-0,12
ago/98	1,16	-0,17	-0,51
set/98	0,74	-0,02	-0,22
out/98	0,64	-0,03	0,02
nov/98	0,67	-0,18	-0,12
dez/98	0,62	0,98	0,33

Fonte: Autora, baseado em dados BACEN, IBGE e FGV.

### Anexo E - Período IV – A Liberação Cambial Brasileira “Câmbio Flutuante”

<b>Janeiro/1999 a Dezembro/2000</b>			
<b>Mês/Ano</b>	<b>US\$ (%)</b>	<b>IGP-DI (FGV)</b>	<b>IPCA (IBGE)</b>
jan/99	64,08	1,15	0,70
fev/99	4,11	4,44	1,05
mar/99	-16,60	1,98	1,10
abr/99	-3,56	0,03	0,56
mai/99	3,81	-0,34	0,30
jun/99	2,64	1,02	0,19
jul/99	1,11	1,59	1,09
ago/99	7,08	1,45	0,56
set/99	0,33	1,47	0,31
out/99	1,60	1,89	1,19
nov/99	-1,51	2,53	0,95
dez/99	-6,95	1,23	0,60
jan/00	0,75	1,02	0,62
fev/00	-1,88	0,19	0,13
mar/00	-1,20	0,18	0,22
abr/00	3,40	0,13	0,42
mai/00	1,10	0,67	0,01
jun/00	-1,46	0,93	0,23
jul/00	-1,40	2,26	1,61
ago/00	2,74	1,82	1,31
set/00	1,11	0,69	0,23
out/00	3,54	0,37	0,14
nov/00	2,65	0,39	0,32
dez/00	-0,21	0,76	0,59

Fonte: Autora, baseado em dados BACEN, IBGE e FGV.

## Anexo F - Alterações das Bandas Cambiais

BACEN–Banco Central do Brasil / Relatório Trimestral – Jan. a Mar./99

Análise do Mercado de Câmbio

POLÍTICA CAMBIAL

### 2.5 - Mudanças nas Bandas e Intrabandas Cambiais

Banda Cambial											
Data	Limite		Normativo	Correção do Piso (%)	Correção do Teto (%)	Spread da Banda (%)					
	Inferior	Superior									
1995-Mar06	0,86	0,90	Comunicado nº 4.479	-	-	4,65					
Mar10	0,88	0,93	Comunicado nº 4.492	2,33	3,33	5,68					
Jun22	0,91	0,99	Comunicado nº 4.645	3,41	6,45	8,79					
1996-Jan30	0,97	1,06	Comunicado nº 4.987	6,59	7,07	9,28					
1997-Fev18	1,05	1,14	Comunicado nº 5.505	8,25	7,55	8,57					
1998-Jan20	1,12	1,22	Comunicado nº 6.002	6,67	7,02	8,93					
1999-Jan13	1,20	1,32	Comunicado nº 6.560	7,14	8,20	10,00					
1999-Jan15	-	-	Comunicado nº 6.563	Suspensão do Regime de Bandas Cambiais							
1999-Jan18	-	-	Comunicado nº 6.565	Extinção do Regime de Bandas Cambiais							
Intrabanda Cambial 1/ 2/											
Data	Limite		Dias Úteis Decorridos	Correção do Piso		Correção do Teto		Acumulado do Piso		Acumulado do Teto	
	Inferior	Superior		(R\$)	(%)	(R\$)	(%)	Mês (%)	Ano (%)	Mês (%)	Ano (%)
1998-Jan	1,1230	1,1280	-	0,0070	0,63	0,0070	0,62	0,63	0,63	0,62	0,62
Fev	1,1300	1,1350	-	0,0070	0,62	0,0070	0,62	0,62	1,25	0,62	1,25
Mar	1,1370	1,1420	-	0,0070	0,62	0,0070	0,62	0,62	1,88	0,62	1,87
Abr	1,1435	1,1495	-	0,0065	0,57	0,0075	0,66	0,57	2,46	0,66	2,54
Ma	1,1500	1,1570	-	0,0065	0,57	0,0075	0,65	0,57	3,05	0,65	3,21
Jun	1,1565	1,1645	-	0,0065	0,57	0,0075	0,65	0,57	3,63	0,65	3,88
Jul	1,1630	1,1720	-	0,0065	0,56	0,0075	0,64	0,56	4,21	0,64	4,55
Ago	1,1695	1,1795	-	0,0065	0,56	0,0075	0,64	0,56	4,79	0,64	5,22
Set	1,1760	1,1870	-	0,0065	0,56	0,0075	0,64	0,56	5,38	0,64	5,89
Out	1,1825	1,1945	-	0,0065	0,55	0,0075	0,63	0,55	5,96	0,63	6,56
Nov	1,1890	1,2020	-	0,0065	0,55	0,0075	0,63	0,55	6,54	0,63	7,23
Dez	1,1955	1,2095	-	0,0065	0,55	0,0075	0,62	0,55	7,12	0,62	7,89
1999-Jan-6	1,1965	1,2105	3	0,0010	0,08	0,0010	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
11	1,1975	1,2115	3	0,0010	0,08	0,0010	0,08	0,08	0,17	0,17	0,17

Fonte: SISBACEN.

Nota: 1/ Os leilões de spread foram instituídos pelo Comunicado nº 4.637, de 21/6/95. A partir de então, as mudanças na intrabanda têm se efetuado por meio desses leilões.

Nota: 2/ A partir de 15.01.99, a taxa de câmbio passou a ser definida livremente pelo mercado, podendo o BACEN intervir ocasionalmente para conter movimentos desordenados.

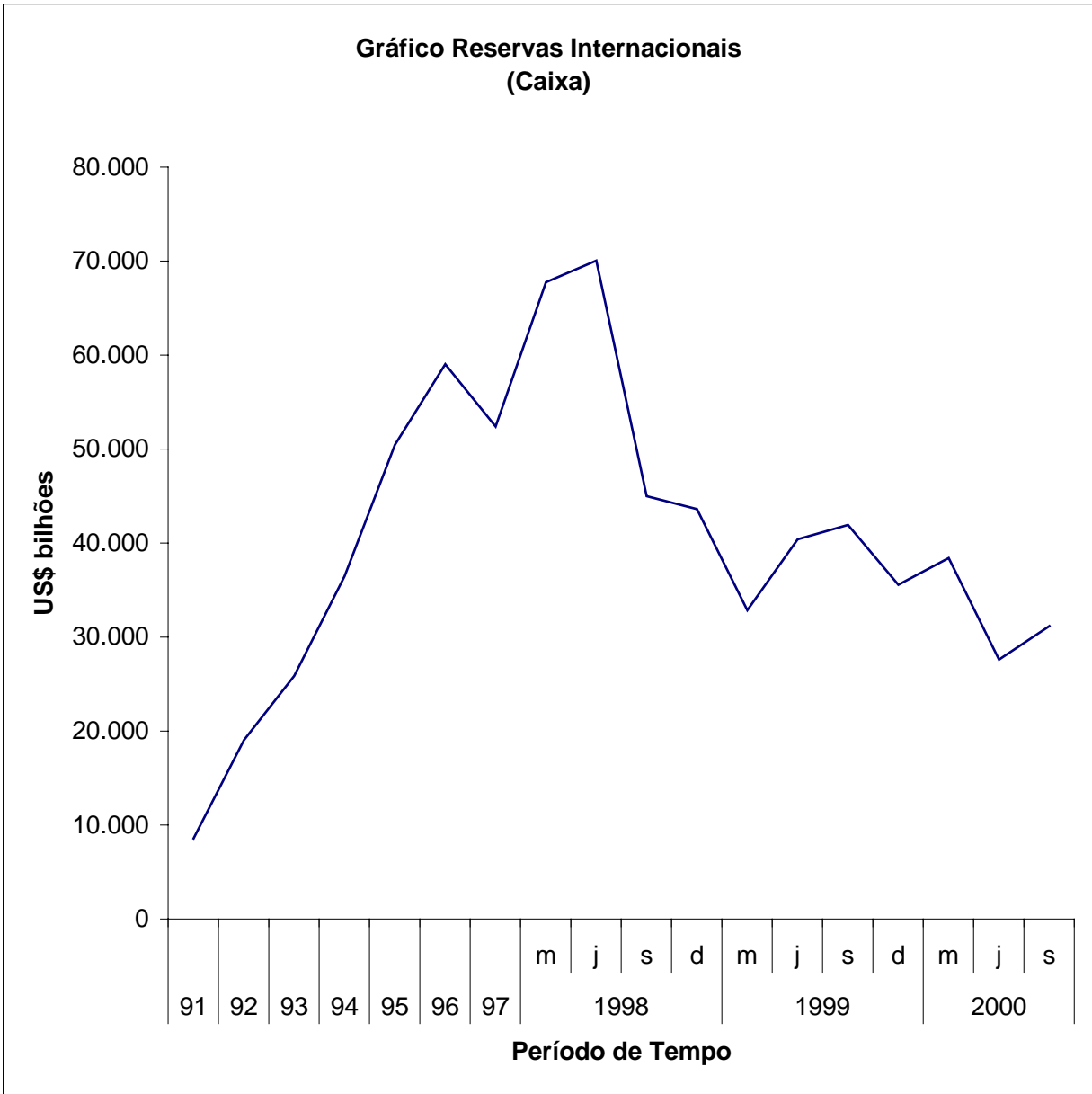
## Anexo G - Reservas Internacionais Brasileiras

## Reservas Internacionais Brasileiras

Ano		Caixa	Liquidez
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
1997		51.359	52.173
1998			
	mar	67.772	68.594
	jun	70.060	70.898
	set	44.986	45.811
	dez	43.617	44.556
1999			
	mar	32.873	33.818
	jun	40.417	41.346
	set	41.943	42.562
	dez	35.554	36.342
2000			
	mar	38.429	39.200
	jun	27.581	28.265
	set	31.154	31.431

Fonte: Banco Central do Brasil  
 Autor: Bruno Ratti, 2001.

**Anexo H – Gráfico Reservas Internacionais Brasileiras**



Fonte: Banco Central do Brasil  
Autor: Bruno Ratti, 2001.