

DILEMAS DA POLÍTICA CAMBIAL BRASILEIRA NOS ANOS 90

*Mário Ferreira Presser**

Este artigo examina as relações entre o regime cambial, a estabilidade macroeconômica e a competitividade externa no Brasil, nos anos 90. No primeiro item, efetua-se uma breve resenha do debate teórico recente sobre a escolha de regimes cambiais para países em desenvolvimento. No segundo, analisam-se os regimes cambiais brasileiros do Plano Collor às vésperas do Plano Real. No terceiro, observam-se as mudanças no regime cambial introduzidas pelo Plano Real. No quarto, discutem-se os efeitos do atual regime cambial sobre a estabilidade econômica e a inserção internacional da economia brasileira, destacando-se os dilemas que o regime enfrenta.

1 - O debate sobre a escolha do regime cambial

A discussão sobre o regime cambial mais adequado aos países em desenvolvimento tornou-se mais complexa nos anos recentes. A suposição de que uma estratégia de desenvolvimento orientada para as exportações requer uma taxa cambial relativamente desvalorizada e estável (em termos reais), predominante no início dos anos 80, tem sido crescentemente desafiada em termos teóricos (COLLIER, JOSHI, 1989; AGHLEVI, KHAN, MONTIEL, 1991) e pelas ações das autoridades econômicas em vários países da América Latina (POLÍTICA... 1992), no início dos anos 90.

* Professor do Instituto de Economia da UNICAMP-SP.

Há na literatura sobre o tema o reconhecimento generalizado das dificuldades teóricas de escolher uma taxa de câmbio "ótima". Regras de aplicabilidade geral para o regime cambial não podem ser deduzidas da teoria, uma vez que os objetivos das autoridades econômicas, o tipo de choque externo e as características estruturais das economias afetam essa escolha (AGHLEVI, KHAN, MONTIEL, 1991). Na prática, os países em desenvolvimento têm crescentemente optado por regimes cambiais flexíveis, nos quais a moeda nacional é freqüentemente ajustada, com o objetivo de manter ou de alcançar o ajustamento externo (Ibid.).

A novidade na discussão atual é a preocupação com o papel dual do regime cambial: além da competitividade internacional, necessária para manter um balanço de pagamentos sustentável, surge a ênfase no papel da taxa de câmbio como âncora para os preços domésticos nos países que enfrentam elevada instabilidade macroeconômica. No debate sobre o papel dual do regime cambial, diferentes são os pesos dados a cada função da taxa de câmbio, conforme as preferências dos participantes.

Há um relativo predomínio da estabilização como o objetivo principal da política cambial no novo ambiente macroeconômico criado na América Latina com os processos de liberalização comercial e financeira, renegociações das dívidas externas no contexto do Plano Brady e renovado acesso aos mercados financeiros internacionais. Vale dizer, as mudanças nos fluxos de capital, embora sejam majoritariamente capitais de curto prazo, têm predominado como o principal fator causal na escolha dos regimes cambiais em diversos países da América Latina. Para os regimes cambiais, a consequência prática da ênfase no papel crucial da taxa de câmbio no esforço de estabilização tem sido a valorização das taxas de câmbio efetivas reais frente aos níveis apresentados, em meados da década passada, em vários países da região.

Esse novo enfoque destacando o papel dual e conflitivo da taxa de câmbio como promotora da competitividade internacional e da estabilidade dos preços domésticos tem o mérito de salientar os dilemas presentes no processo de estabilização e a importância do cenário internacional nas escolhas das políticas econômicas possíveis. Afinal, essa preferência pela estabilização na determinação da taxa de câmbio em vários países latino-americanos tornou-se viável quando os fluxos externos líquidos de capital para a América Latina ficaram positivos, a partir de 1991. Da mesma forma, a crise mexicana, em dezembro de 1994, colocou essa preferência em xeque.

Com a generalização dos regimes de alta inflação na América Latina nos anos 80, iniciou-se um maior aprendizado das ligações entre política cambial, política fiscal, política monetária e inflação. Os efeitos macroeconômicos das desvalorizações cambiais assumiram uma dimensão mais ampla no debate acadêmico.

As primeiras contribuições de análise reconheceram que restrições especiais que afetavam os países com alta inflação na América Latina impediam que o processo de estabilização se resumisse apenas à resolução do problema fiscal. Dornbusch e Bruno resumiram essas restrições especiais ao enfatizar que o grau de indexação dessas economias, a falta de credibilidade das autoridades econômicas, a distribuição da renda, a dívida externa do setor público, a natureza dos choques externos e as expectativas dos principais agentes tornavam o processo de estabilização muito mais complexo e difícil (DORNBUSCH, 1991; BRUNO, 1991). Uma terapia gradual para esse tipo de inflação era virtualmente impossível; porém os efeitos de uma terapia de choque eram complexos e difíceis de controlar, dada a persistência da memória inflacionária e a falta de credibilidade da política econômica. Fixar a taxa de câmbio, tornando-a a âncora nominal do sistema, como forma de sinalizar aos agentes uma mudança radical no regime de política econômica, havia sido um ingrediente essencial nas rápidas estabilizações alcançadas nas hiperinflações históricas, e a sua importância reafirmou-se nas estabilizações dos regimes de alta inflação dos anos 80.

Uma resenha da literatura sobre política cambial nos países em desenvolvimento, efetuada ao final da década passada, concluiu que taxas cambiais flutuantes tendiam a reduzir a disciplina antiinflacionária (COLLIER, JOSHI, 1989). Esse regime cambial não era considerado o único fator decisivo nessa tendência a uma maior inflação, uma vez que supunha um comportamento acomodatório das autoridades monetárias. No entanto os autores reconheceram que, em determinadas circunstâncias, esse regime cambial poderia colocar pressão intolerável sobre as autoridades monetárias, principalmente na ausência de controles ao fluxo de capitais. Por precaução, a ênfase nas conclusões foi a de que a disciplina antiinflacionária não deveria ser adquirida à custa de uma valorização excessiva da taxa de câmbio.

Na hipótese do ajuste externo estar consolidado, esses autores concluíram que a política cambial poderia desempenhar um papel auxiliar no esforço antiinflacionário em dois aspectos: minimizar os "erros contratuais" e reforçar a credibilidade das autoridades econômicas. Os "erros contratuais" resultam da indexação e das expectativas de continuidade do fenômeno

inflacionário contidas nos contratos, ocasionando a inércia dos índices passados de inflação no presente. A baixa credibilidade pode comprometer o esforço de estabilização, quando a inflação se torna crônica e as tentativas anteriores fracassam. Os autores sugeriram a criação de um novo regime orçamentário, com suas respectivas instituições, para assegurar a volta da credibilidade. Todavia o custo elevado e o longo tempo necessários para mudar as expectativas dos agentes privados, em ambos os casos, tornavam recomendável utilizar a trajetória nominal futura (por exemplo, a pré-fixação) da taxa de câmbio como âncora auxiliar para essas expectativas.

As críticas mais severas às políticas de manutenção de taxas de câmbio reais constantes foram formuladas por técnicos do Fundo Monetário Internacional (FMI). Um dos primeiros ataques sublinhou que os freqüentes ajustes da taxa de câmbio, segundo os diferenciais de inflação (visando à manutenção da *purchasing power parity*), ocasionam problemas monetários, indexando a oferta de moeda, via balanço de pagamentos, ao nível de preços (ADAMS, GROS, 1986). A oferta de moeda torna-se, assim, endógena, com a perda de controle sobre a inflação. O patamar inflacionário é mantido, acrescido de novos choques eventuais. O controle do crédito doméstico e a taxa de câmbio nominal não exercem mais o papel de âncora para os preços nominais. O sistema torna-se instável (não converge para uma posição de equilíbrio de longo prazo) devido à completa acomodação monetária. Os autores sublinharam que a perda de controle do crédito doméstico era devida à própria elevação das taxas de juros para combater a inflação: os maiores juros internos ocasionavam a entrada de capitais externos e/ou a monetização do acréscimo do déficit público resultante da elevação do serviço financeiro da dívida pública. O ponto essencial da argumentação é que a tentativa de manter uma taxa de câmbio real e de controlar o crédito doméstico ocasiona a perda de controle sobre outras variáveis macroeconômicas.

Outro estudo de técnicos do FMI procurou verificar quais os efeitos de choques externos ou induzidos pela própria política econômica quando perseguida a manutenção de uma taxa de câmbio real, principalmente em níveis muito desvalorizados (MONTIEL, OSTRY, 1991). A maioria desses choques requer uma elevação da taxa inflacionária para manter o equilíbrio do modelo nesse regime cambial. Os autores destacaram que os choques externos, principalmente, podem aumentar o patamar inflacionário da economia. Se o nível inicial da taxa de câmbio é muito desvalorizado, pode inclusive suceder o caso em que a taxa inflacionária se torna impotente para restabelecer o

equilíbrio estático, requerendo uma mudança de políticas. O ensaio atacou a visão fiscalista da inflação: níveis elevados de inflação podem ser sustentados sem grandes déficits fiscais ou mesmo com equilíbrio fiscal; de fato, os déficits fiscais podem resultar da alta inflação, ao invés de causá-la, nesse regime cambial. De qualquer maneira, políticas fiscais expansionistas efetivamente aumentariam o nível da inflação no modelo.

Ainda nesse ensaio, foram examinados os prováveis resultados das tentativas de utilizar âncoras monetárias nominais preservando a taxa de câmbio real. Mesmo sendo eliminado o déficit fiscal e utilizado o crédito nominal como âncora, o superávit em conta corrente mais as entradas na conta capital pressionariam a oferta de moeda continuamente. A taxa de inflação tenderia a aumentar nesse modelo estático para compensar o efeito-riqueza positivo do setor privado (MONTIEL, OSTRY, 1991).

Um terceiro estudo recente de técnicos do FMI sobre regimes cambiais também concluiu que as tentativas de estabilização sem âncoras cambiais nominais acabariam por resultar na perda de controle de outras variáveis macroeconômicas (AGHLEVI, KHAN, MONTIEL, 1991). A utilização do crédito doméstico como âncora nominal, em presença de fortes entradas de capital, teria fôlego curto. A combinação de elevadas taxas de juros, recessão e arrocho salarial tornar-se-ia insustentável em pouco tempo. A principal recomendação de política econômica foi a de atingir o ajuste externo, ao menos parcialmente, através de políticas financeiras restritivas, em vez de se apoiar inteiramente em desvalorizações cambiais. Como os próprios autores reconheceram, essa recomendação pressupõe uma relativa flexibilidade dos preços e dos salários, para não causar uma forte recessão, condição normalmente ausente em regimes de alta inflação.

Essa recomendação reintroduziu na discussão a relação entre regime cambial e credibilidade. No caso de baixa credibilidade das autoridades monetárias para manter uma disciplina financeira julgada apropriada, num cenário em que choques externos sejam pouco prováveis, os autores sugeriram a adoção de regras nominais para a taxa de câmbio para diminuir as expectativas inflacionárias. Em casos extremos, com falta de credibilidade total, poderia ser recomendável a adoção imediata de taxas cambiais fixas. Os custos políticos e econômicos do abandono das metas cambiais nominais anunciadas seriam de tal ordem que obrigariam as autoridades monetárias a empregarem todos os meios para manter a disciplina financeira. Como seria de se esperar, os autores recomendaram que o programa de estabilização recebesse a chancela do FMI, para reforçar a

credibilidade do Governo e para diminuir os custos do ajustamento em termos de nível de atividade e de emprego.

Um estudo de técnicos do Banco Mundial sobre os programas de estabilização que utilizaram recentemente a taxa de câmbio como a principal âncora nominal concluiu que o ciclo econômico associado a essas tentativas teria características próprias (KIGUEL, LIVIATAN, 1992). Como regra geral, o nível de atividade aumentou, o desemprego diminuiu e os salários reais recuperaram-se na fase inicial, expansiva, dessas estabilizações. Em vários casos, ocorreu um *boom* de consumo, uma vez que a credibilidade inicial das equipes econômicas era elevada. A expansão do investimento privado quase sempre foi bem menos dinâmica, à exceção do caso mexicano. O déficit fiscal, em geral, foi rapidamente reduzido pelo aumento da arrecadação fiscal, fortemente pró-cíclica. Entretanto a deterioração na balança comercial e em conta corrente foi muito rápida. A ameaça de crise cambial quase sempre forçou a adoção de políticas restritivas, revertendo a expansão inicial. Nesse tipo de estabilização, preveniram os autores, as condições externas favoráveis são fundamentais, e todo cuidado deve ser tomado para evitar uma excessiva expansão interna inicial que diminua os ganhos no combate à inflação e deteriore rapidamente a balança comercial, comprometendo, em curto prazo, a credibilidade do programa. A sugestão dos autores é que essa estratégia de estabilização seja seguida em duas etapas, substituindo o papel da taxa cambial como âncora nominal por um programa ortodoxo (as estabilizações monetárias) logo que possível (KIGUEL, LIVIATAN, 1992). Os custos políticos de uma reversão do ciclo expansivo inicial, no entanto, foram desconsiderados.

Não são somente custos políticos que estão associados a uma possível mudança na estratégia de estabilização. A abertura financeira, que geralmente precedeu essas experiências, impôs novas restrições às mudanças de rumo na política econômica, sentidas principalmente na política cambial. As recentes crises dos sistemas financeiros da Argentina, do México e da Venezuela testemunham essas restrições.

A abertura financeira está ligada à crescente integração dos mercados financeiros internacionais nos anos 80 da qual os países latino-americanos estavam, até muito recentemente, excluídos pelo elevado risco-país que representavam. No início dos anos 90 a normalização das relações com os credores privados, alcançada pela renegociação das dívidas externas, e a elevada liquidez dos mercados internacionais de capitais, conjugada às crises em vários mercados de ativos nos países da OCDE, ocasionaram o retorno dos fluxos

de capital voluntários privados para a América Latina. Ambos os processos contribuíram para diminuir o risco-país na região (para os investidores externos) e o risco cambial de empréstimos externos (para os devedores internos).

A entrada de capitais, associada às reformas comerciais liberalizantes, teve como efeito mais notório a valorização das taxas de câmbio real e efetiva real em vários países da região, resultando em sensível deterioração nas balanças comerciais desses países (POLÍTICA..., 1992). Em suma, o movimento da taxa de câmbio real foi determinado pelos movimentos de capital, apesar de algumas medidas compensatórias tomadas pelas autoridades monetárias desses países para diminuir a intensidade desse fenômeno. A dupla face da taxa de câmbio — comercial e financeira — tornou-se mais explícita, e a crescente importância da segunda, mais evidente.

A questão central para os países latino-americanos que avançaram rapidamente na abertura financeira é se os fluxos externos (a integração dessa economia aos mercados financeiros internacionais) são transitórios ou permanentes (ZAHER, 1992). A avaliação predominante até a crise do México, no final de 1994, era que se tratava de uma mudança permanente (por exemplo, POLÍTICA..., 1992).

Essa avaliação trouxe uma mudança radical no manejo da taxa de câmbio, nos países latino-americanos. A competitividade do setor externo, fator fundamental para assegurar um balanço de pagamentos sustentável ao longo do tempo, não poderia mais repousar numa política cambial agressiva. Há o perigo de uma tal tentativa ocasionar uma fuga massiva de capitais pela mudança das expectativas nos mercados financeiros, desencadeando uma rápida crise cambial, com consequências devastadoras para essas economias. A competitividade externa deve ser estimulada preferencialmente por um conjunto articulado de políticas de oferta, as políticas industriais. A proteção efetiva às atividades internas também deve ficar menos dependente da taxa de câmbio real, utilizando-se mais intensamente os recursos do "novo protecionismo", com ênfase nos direitos compensatórios, salvaguardas, ações "anti-dumping", etc., permitidos pelas novas regras do comércio internacional estabelecidas na Rodada Uruguai.

Por outro lado, o nível inicial da taxa de câmbio é crucial para o fôlego de programas de estabilização que utilizem a âncora cambial. Esses programas devem conciliar a defesa de uma taxa de câmbio real julgada adequada para o ajuste intertemporal do balanço de pagamentos com os objetivos antiinflacionários. Uma série de mecanismos podem ser empregados, individualmente ou em conjunto, pelas autoridades monetárias para evitar a

excessiva valorização que costuma acompanhar esses programas: pactos sociais, política monetária ativa, aumento da poupança interna (principalmente da poupança pública, sob maior controle dessas autoridades), diminuição das tarifas de importação, aceleração da abertura da conta capital para residentes, esterilização das entradas de capital e controle — estabelecendo prazos mais dilatados e termos mais onerosos — das entradas de capital julgadas excessivas ou eminentemente especulativas (ZACHER, 1992; TITELMAN, UTHOFF, 1994).

A opção por uma abertura gradual da conta capital, acompanhada, portanto, de controles, é a alternativa sugerida pelos analistas que enfatizaram os riscos de desorganização das atividades produtivas pela abertura financeira (ZACHER, 1992; AKYUZ, 1992).

2 - O regime cambial e as tendências recentes do balanço de pagamentos no Brasil — antecedentes do Plano Real

2.1 - A mudança no regime cambial com o Plano Collor (1990-91) e os seus resultados

Em 1990, com o advento do Plano Collor, o regime cambial brasileiro foi modificado. As minidesvalorizações foram substituídas por um regime de taxas cambiais flutuantes, administradas com restrições cambiais (sem livre convertibilidade). Ressalte-se que esse novo regime cambial contou com o apoio de vários especialistas na área de comércio exterior (SOUZA, 1991; MOREIRA, VEIGA, coords., 1992). Além disso, 13 outros países na América Latina já haviam adotado o regime de flutuações administradas até 1990 (POLÍTICA..., 1992). As principais vantagens da introdução do regime de flutuações administradas seriam (SOUZA, 1991): a possibilidade de lançar mão do mercado como um instrumento de aproximação da taxa de câmbio de equilíbrio; a compatibilização do novo regime com a política monetária empregada no programa de estabilização; e a despolitização das mudanças na taxa de câmbio. As principais desvantagens seriam o aumento da volatilidade da taxa de câmbio e os possíveis movimentos especulativos associados a esse aumento.

Na prática, as desvantagens superaram as possíveis vantagens no novo regime cambial (SOUZA, 1991; MOREIRA, VEIGA, coords., 1992). A volatilidade da taxa de câmbio real manteve-se, entre janeiro de 1990 e agosto de 1991, em torno do nível alcançado no período crítico, que vai de 1988 a 1990 (MOREIRA, VEIGA, coords. 1992). As intervenções no mercado cambial pelo Banco Central, por intermédio de leilões de aquisição e fornecimento de divisas, foram numerosas desde o início (SOUZA, 1991). A taxa de câmbio real efetiva atingiu a sua média anual mínima desde 1979 em 1990. Após a política de realinhamento cambial adotada no último trimestre de 1990, houve nova tendência de valorização da taxa de câmbio efetiva real até setembro de 1991 (Tabela 1). Finalmente, no novo regime cambial, registraram-se duas importantes crises no mercado de câmbio, nos últimos trimestres de 1990 e 1991 respectivamente.

Tabela 1

Índices das taxas de câmbio real e efetiva real para o total das exportações no Brasil - 1990-91

MESES	1990		1991	
	Real	Efetiva	Real	Efetiva
Jan.	70,3	69,2	90,2	94,3
Fev.	66,4	66,0	83,4	89,0
Mar.	58,6	57,7	79,7	82,0
Abr.	66,8	66,2	80,1	80,4
Mai	66,3	66,2	82,6	82,5
Jun.	67,8	67,3	82,8	81,1
Jul.	71,3	72,3	81,2	79,8
Ago.	69,3	71,3	79,3	80,9
Set.	67,2	69,0	80,0	86,8
Out.	75,6	78,5	85,5	89,4
Nov.	82,5	86,8	86,4	95,0
Dez.	88,5	93,1	90,3	94,2

FONTE: IPEA.

NOTA: Base: média de 1988 = 100.

Destaque-se que a adoção do novo regime cambial foi acompanhada pela reforma do regime de comércio exterior, iniciada em 1988, porém acelerada somente a partir de 1990. Inicialmente, em 1990, procedeu-se à "tarificação" das barreiras não tarifárias existentes. A segunda fase, iniciada em 1991 e que se estendeu até 1993, procedeu à liberalização comercial propriamente dita, com o anúncio de um cronograma de redução da média, moda e desvio padrão do universo tarifário, bem como das tarifas máximas (MOREIRA, VEIGA, coords., 1992).

Outra novidade importante em matéria de política comercial foi a assinatura do Tratado de Assunção, em 1991, para a constituição do Mercosul pela Argentina, pelo Brasil, pelo Paraguai e pelo Uruguai. O Tratado fixou a data de 31 de dezembro de 1994 para a constituição final do mercado comum entre os quatro países. Um dos principais instrumentos delineados para a constituição do mercado comum foi o Programa de Liberação Comercial, que consistiu de reduções tarifárias progressivas, lineares e automáticas, acompanhadas da eliminação das barreiras não tarifárias. O objetivo era atingir 31 de dezembro de 1994 com tarifa zero entre os países-membros, sem barreiras não tarifárias, para a totalidade do universo tarifário.

2.2 - As modificações no cenário internacional e o desempenho das contas externas: da crise cambial no final de 1991 às vésperas do Plano Real

A crise cambial no último trimestre de 1991, quando a nova equipe econômica, liderada por Marcílio Marques Moreira, havia recém-assumido a condução da política econômica, apresentou características inéditas na sua resolução. A mididesvalorização, no último dia de setembro, foi seguida por um mês (outubro) bastante crítico do ponto de vista da condução da política cambial. O ágio no mercado paralelo do dólar, um bom indicador das expectativas futuras de desvalorização, chegou a superar 50% no início de setembro. No entanto, ao longo de novembro, os elevados juros reais resultantes da política monetária restritiva e a reindexação da taxa de câmbio reverteram com inesperada rapidez a crise cambial. As razões desse sucesso devem ser procuradas na economia internacional, em particular no novo cenário econômico para a América Latina.

A queda das taxas de juros de curto prazo nos mercados internacionais de capitais, que acompanhou a generalização da recessão nos países da OCDE, foi a grande novidade da economia internacional em 1991. A combinação taxas de juros reais internacionais em baixa e taxas de juros internas em alta, num momento em que os riscos cambiais das operações privadas com a América Latina se tornavam menores¹ e escasseavam as oportunidades para aplicações de curto prazo com alta rentabilidade na economia internacional (as Bolsas de Valores latino-americanas, por seu lado, encontravam-se substancialmente subvalorizadas), recolocou o Brasil na rota de aplicação dos capitais voluntários, ainda que em posição menos destacada do que a Argentina, o Chile, o México e a Venezuela.

Destaque-se, porém, que boa parte dos recursos privados voluntários aplicados na América Latina desde 1991 foram em bolsas e em outras aplicações de curto prazo, que se caracterizam por um intenso grau de volatilidade. A maior parte desses recursos, no início do processo, pode ser atribuída ao repatriamento de capitais latino-americanos.

A captação bruta de recursos externos no Brasil foi de US\$ 11,6 bilhões em 1991 contra US\$ 5,4 bilhões em 1990. Esses movimentos se acentuaram até o final do primeiro semestre de 1994: a captação bruta de recursos externos atingiu US\$ 17,8 bilhões em 1992, US\$ 32,7 bilhões em 1993 e US\$ 21,3 bilhões no primeiro semestre de 1994. As empresas privadas e algumas grandes estatais emitiram bônus, *commercial papers*, realizaram operações de *leasing*, etc.; os bancos privados reiniciaram as operações; fundos estrangeiros de investimento atuaram com maior destaque nas Bolsas de Valores; e as transnacionais aumentaram discretamente os investimentos diretos e os empréstimos "intercompanies".

Além da mudança favorável no cenário internacional, ressalte-se que o aumento da captação bruta de recursos externos contou com o apoio de diversas medidas de liberalização financeira adotadas durante o Governo Collor. Uma série de decretos-leis que se seguiram ao anúncio do Plano Collor II facultou a captação de recursos externos por parte de bancos brasileiros de capital nacional, de empresas exportadoras e de algumas estatais. Esses decretos permitiram a diversificação das modalidades de captação externa em resposta às inovações financeiras introduzidas nos últimos anos nos mercados internacionais de capitais.

¹ Em 1991, o serviço da dívida externa latino-americana foi o menor desde 1981, e, pela primeira vez nos últimos 10 anos, as transferências líquidas de recursos para a região foram positivas.

A legislação recente colocou especial ênfase na captação de recursos institucionais externos para aplicações nos mercados mobiliários, facilitando inclusive o acesso desses investidores aos mercados de opções e de futuros para operações de *hedge*. Os investimentos em carteira foram responsáveis pela entrada de US\$ 30 bilhões do início de 1991 até o final do primeiro semestre de 1994. Outra prioridade da abertura financeira, a atração do investimento direto, obteve resposta muito menor: foram atraídos apenas US\$ 4,2 bilhões no período acima.

Como parte do processo de liberalização financeira, diversas operações que envolvem o uso de divisas antes não autorizadas foram incluídas no mercado de taxas de câmbio flutuantes. Juntamente com o aumento das reservas internacionais, que cresceram de US\$ 8,6 bilhões (conceito caixa) no final de 1991 para US\$ 40,1 bilhões em junho de 1994, essas medidas eliminaram o ágio entre os mercados paralelo e comercial do dólar (houve um deságio em 1993 e no primeiro semestre de 1994).

O apoio do FMI à equipe de Marcílio, aceitando a Carta de Intenções enviada no último trimestre de 1991, e o apoio dos grandes bancos internacionais, reconhecendo a mudança da postura brasileira na renegociação da dívida externa, consolidada na proposta de securitização enviada pela nova equipe econômica, foram outros fatores externos importantes que, com a entrada de capitais, modificaram as expectativas privadas internas, permitindo a rápida superação da crise cambial do último trimestre de 1991.

Em resumo, a característica distinta do ajustamento brasileiro no final do Governo Collor foi a renovada prioridade concedida ao ajustamento externo pela equipe de Marcílio Marques Moreira. Para viabilizá-lo, o estabelecimento de uma taxa cambial real favorável às atividades exportadoras, desde o último trimestre de 1991, foi o elemento central, orientador das estratégias empresariais. O regime de taxas cambiais flutuantes tornou-se, na prática, muito semelhante a um *crawling peg*.

A relativa estabilidade das taxas de câmbio reais em 1992 (Tabela 2) e os ganhos financeiros nas operações de adiantamentos de contratos de câmbio (que se beneficiam dos diferenciais entre as taxas de juros internacionais e as internas), somados à forte recessão nas atividades ligadas ao mercado interno, garantiram um renovado dinamismo exportador, apesar da fraca demanda mundial. As exportações subiram para um novo patamar de US\$ 36 bilhões em 1992, enquanto as importações, apesar da abertura comercial, foram mantidas pela forte recessão interna no nível anterior (Gráfico 1). Como consequência, gerou-se um megassuperávit comercial de US\$ 15,2 bilhões em 1992.

Outros fatores impulsionaram as exportações em 1992: o forte crescimento dos mercados regionais (principalmente o Mercosul), a volta do financiamento externo de curto prazo para as exportações e o restabelecimento de uma série de incentivos fiscais à atividade exportadora.

Na perspectiva da estabilidade macroeconômica, o desajuste básico da economia brasileira, no Governo Collor, assentava-se na incompatibilidade entre o nível de ajuste alcançado pelo setor externo e o desequilíbrio fiscal do setor público (MIRANDA, 1993). Não sendo possível ao setor público gerar um superávit primário equivalente aos megassuperávits comerciais, com o agravante das crescentes entradas de capitais, as autoridades monetárias eram obrigadas a recorrer ao mercado financeiro interno para se financiarem (através da emissão de títulos da dívida pública) ou a utilizar o seu direito de *seignorage* na emissão de moeda nacional.

Tabela 2

Índices das taxas de câmbio real e efetiva real para o total das exportações no Brasil - 1992-95

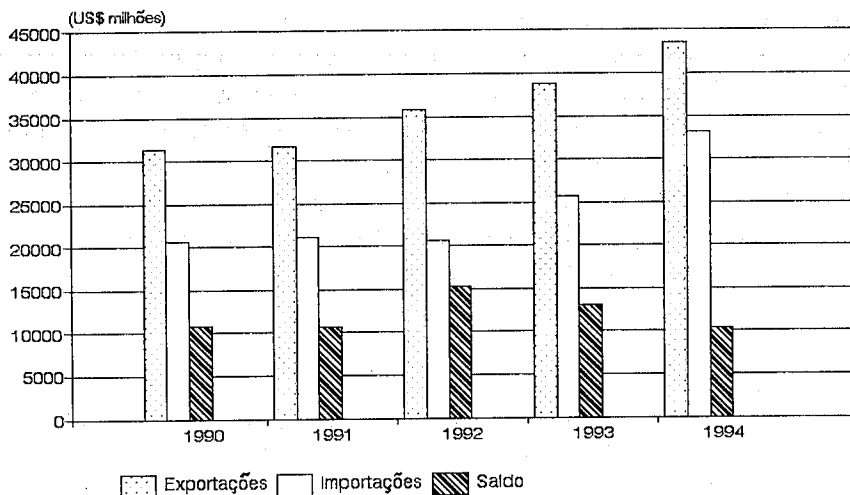
MESES	1992		1993		1994		1995	
	Real	Efetiva	Real	Efetiva	Real	Efetiva	Real	Efetiva
Jan.	89,3	91,8	85,4	86,0	78,5	76,4	59,5	61,2
Fev.	88,2	92,6	86,1	86,0	77,3	75,8	59,1	61,0
Mar.	90,3	95,7	85,2	85,2	75,4	74,4	61,7	65,4
Abr.	93,0	95,9	85,5	87,0	77,5	76,6	62,3	66,9
Mai	92,5	97,0	83,5	84,8	79,4	79,4	62,8	67,0
Jun.	92,5	99,0	83,3	83,9	79,1	79,5	63,3	67,9
Jul.	92,0	95,7	81,7	80,7	70,7	72,5	...	...
Ago.	88,0	92,7	80,4	79,8	66,1	67,5	...	...
Set.	85,7	90,5	78,6	79,3	62,5	64,3	...	...
Out.	85,8	87,9	79,4	79,2	59,8	62,3	...	...
Nov.	86,0	86,7	79,1	77,9	59,0	61,0	...	...
Dez.	84,6	86,2	78,0	76,6	59,9	61,1	...	...

FONTE: IPEA.

NOTA: Base: média de 1988 = 100.

Gráfico 1

Exportações, importações e saldo comercial no Brasil — 1990-94



FONTE: Bacen.

As autoridades monetárias optaram por esterilizar as crescentes entradas de divisas para manter o crédito interno sob controle e a taxa cambial desvalorizada. A esterilização foi feita através da emissão de títulos públicos, com taxas de juros reais várias vezes mais elevadas do que aquelas recebidas na aplicação das reservas internacionais.²

Esse particular arranjo de políticas econômicas minou rapidamente a melhoria anteriormente alcançada das contas públicas. A combinação explo-

² Os rendimentos dos títulos internos de curto prazo (em dólares) ultrapassaram 42% em 1992 (TURNER, 1995).

siva de desvalorização, recessão, taxas de juros reais elevadíssimas e estoque crescente da dívida pública interna inviabilizou qualquer ajuste permanente das contas públicas, apesar do selvagem corte nas despesas com salários, custeio e investimentos em 1991-92.³

Como os agentes privados têm no déficit público, particularmente no aumento do estoque da dívida pública, o balizador das suas expectativas inflacionárias, a credibilidade da equipe econômica⁴ foi sendo colocada progressivamente em xeque. A inflação entrou novamente em espiral ascendente, e as taxas de câmbio iniciaram um processo de valorização que se estendeu até o final de 1993 (Tabela 2).

Quando do *impeachment* de Collor, o novo processo altista da inflação estava plenamente instalado. A inflação de setembro de 1992, superior a 27%, era a maior desde março de 1990. A equipe econômica do novo Presidente, Itamar Franco, assumiu com a preocupação principal de evitar a hiperinflação e, se possível, de reverter o quadro fortemente recessivo em que se encontrava a economia brasileira no terceiro trimestre de 1992.

A redução das taxas de juros nominais internas, facilitada pela queda das taxas de juros internacionais em 1993, permitiu a recuperação da economia, liderada pelas atividades industriais, no último trimestre de 1992. O crescimento acelerou-se no primeiro semestre de 1993, porém a elevação da inflação⁵ forçou mais um *stop* na economia brasileira, no terceiro trimestre de 1993.⁶

Em 1993, gerou-se novo megassuperávit comercial de US\$ 13 bilhões (Gráfico 1). As exportações subiram para o patamar de US\$ 38,5 bilhões, crescendo pouco mais de 8%. Além dos países da ALADI, outro grande mercado brasileiro — os EUA, recém-saídos de uma longa recessão — absorveu o incremento das exportações. Com a recuperação do nível de

³ A dívida mobiliária interna fora do Banco Central subiu de US\$ 11,6 bilhões em dezembro de 1991 para US\$ 36,4 bilhões em dezembro de 1992. Ver: **Indicadores IESP** (1995).

⁴ No caso brasileiro, a credibilidade do próprio Presidente da República dissolveu-se em 1992, resultando no seu *impeachment* pelo Congresso Nacional.

⁵ Sem registrar um comportamento explosivo, a inflação elevou-se continuamente. A média mensal do IGP-DI da FGV passou de 24% no segundo semestre de 1992 para 27%, 30% e 34% no primeiro, no segundo e no terceiro trimestres de 1993 respectivamente.

⁶ Dada a política econômica de *stop-and-go* em 1992-93, as entradas de capital externo não contribuíram para a elevação da taxa de investimentos da economia brasileira, que atingiram os seus níveis mínimos do Pós-Guerra (13,6% do PIB em 1992 e 14,4% em 1993, segundo o IBGE).

atividade interna, as importações cresceram 24% (as importações não-petróleo cresceram 30%), passando para US\$ 25,5 bilhões, refletindo a crescente abertura comercial da economia brasileira. Com o superávit comercial e as entradas de capital, as reservas internacionais (conceito caixa) atingiram US\$ 25,9 bilhões em dezembro de 1993.

O comportamento das taxas de câmbio real e efetiva real refletiram a aceleração da inflação em 1992-93: em dezembro de 1993, registravam-se atrasos de 9,6% e de 16,7%, respectivamente, frente às cotações de outubro de 1991, logo após a última desvalorização (Tabela 2).

Em dezembro de 1993, quando a inflação medida pelo IGP-DI da FGV atingiu a elevada média mensal de 36%, a nova equipe econômica, liderada por Fernando Henrique Cardoso, propôs um plano de estabilização em três fases. A primeira, ainda em dezembro, realizou um ajuste fiscal de curto prazo. Esse ajuste era reconhecidamente precário, mas julgado suficiente pela maioria dos observadores, para garantir a consistência da política fiscal em 1994-95.

A segunda fase, iniciada em 1º de março de 1994, foi a criação da URV. Procurou-se, através da URV, permitir a indexação generalizada da economia numa unidade de conta estável, a fim de promover o realinhamento dos preços relativos e de evitar o conhecido problema da passagem de um elevado resíduo inflacionário para a terceira fase, a da reforma monetária.

A segunda fase obteve um sucesso apenas parcial, uma vez que houve um resíduo inflacionário importante em julho.⁷ Por outro lado, a ausência de congelamentos e de controles de preços no lançamento da terceira fase aumentou o apoio empresarial ao Plano Real.

Do ponto de vista do ajuste externo da economia brasileira, sete fatos capitais devem ser destacados entre dezembro de 1993 e junho de 1994: (a) as taxas de câmbio real e efetiva real não continuaram em sua trajetória anterior de valorização, mantiveram-se no patamar atingido no último trimestre de 1993 (Tabela 2); (b) as exportações e as importações, medidas pelo valor acumulado nos últimos 12 meses, continuaram ambas a subir, sem ameaçar substancialmente o nível do saldo comercial, que se situou em US\$ 12,5 bilhões em junho; (c) foi assinado, em abril, o acordo da dívida externa com os bancos comerciais;

⁷ A inflação em CR\$/R\$, segundo o IGP-DI da FGV, foi de 24,71% em julho de 1994.

(d) as reservas internacionais (conceito caixa) continuaram a aumentar, atingindo US\$ 40,1 bilhões em junho, por força da aceleração da contratação de câmbio pelos exportadores e da captação externa privada, sob o estímulo da forte elevação dos juros no período; (e) as taxas de juros de curto prazo norte-americanas iniciaram um movimento altista;⁸ (f) encerrou-se a Rodada Uruguai sem vantagens aparentes para os interesses comerciais dos países latino-americanos e restringindo severamente suas políticas industriais, principalmente as de promoção de exportações;⁹ e (g) *last but not least*, o México havia entrado em crise política e econômica, perdendo mais de US\$ 10 bilhões em reservas entre janeiro e junho de 1994 (LUSTIG, 1995).

3 - O regime cambial no Plano Real

A candidatura do ex-Ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, à Presidência da República exerceu uma influência considerável na condução inicial do Plano Real. Tratou-se de assegurar o sucesso imediato do Plano Real, em termos de estabilização, a qualquer custo. Na ausência de congelamento ou de controle de preços, a disciplina sobre a formação dos preços do setor privado ficou a cargo da taxa de câmbio e do rápido aprofundamento do processo de abertura comercial.

O regime da taxa de câmbio, formalmente, continuou flutuante, sem livre conversibilidade: no lançamento do Plano Real, foi anunciada uma versão branda de âncora cambial, considerando-se os compromissos explícitos assu-

⁸ A LIBOR de seis meses estava em 3,46% em dezembro de 1993 e passou para 4,31% em junho, um aumento moderado. As taxas de juros de curto prazo na Europa e no Japão estavam caindo, porém as taxas de juros de longo prazo subiram generalizadamente, a despeito da inflação baixa, com as expectativas de maior crescimento dos países industriais. Esse movimento inesperado acarretou as maiores perdas nas carteiras de *bonds* dos investidores internacionais dos últimos tempos em 1994, agravadas por quedas ou estagnação nas principais Bolsas de Valores internacionais (incluídos os mercados emergentes) (BIS, 1995).

⁹ "Não será a grande oportunidade para melhorar a participação regional na economia mundial e nem contribuirá, na medida necessária, para lograr os objetivos de desenvolvimento regional, para o qual é fundamental e prioritário o acesso aos mercados". *Apresiasi General de los Resultados de la Ronda Uruguay y su Impacto en la Integración Regional. Integración Latinoamericana* (1994).

midos pelo Governo. Na prática, a âncora cambial foi utilizada agressivamente nos primeiros meses do Plano. Dada a opção por uma política monetária ativa,¹⁰ com limites quantitativos para a expansão da base monetária, a ausência do Banco Central nas compras de divisas para sustentar as cotações do real foi fundamental para manter os tetos para emissão, neutralizando o principal fator de expansão da base monetária nos últimos anos.

Os mercados de câmbio, em 1º de julho, abriram com a cotação da taxa de câmbio em R\$ 0,90 por dólar, sinalizando que o Governo não pretendia sustentar o real por intermédio de operações de compra pelo Banco Central. O compromisso oficial era com a defesa de um teto para a taxa de câmbio: o Banco Central comprometeu-se em vender dólares por R\$ 1,00. Permitiu-se que a taxa de câmbio nominal fosse substancialmente valorizada até meados de outubro (as eleições presidenciais realizaram-se em 15 de outubro): a taxa de compra em 14 de outubro atingiu seu ponto mais baixo (R\$ 0,827). A surpreendente valorização nominal, somada à inflação residual, resultou numa supervalorização das taxas de câmbio nos primeiros meses do Plano.¹¹ Os atrasos respectivos nas taxas de câmbio real e efetiva real, entre junho e outubro, foram superiores a 32% e a 27%, substancialmente superiores aos atrasos respectivos de 8,1% e 12,5%, registrados no período de alta inflação entre outubro de 1991 e junho de 1994 (Tabelas 1 e 2).

Quanto ao aprofundamento da abertura comercial, decidiu-se reduzir as alíquotas de importação de diversos setores e antecipar a entrada em vigência da Tarifa Externa Comum (com tarifa máxima de 20%) do Mercosul para setembro. Note-se que o conjunto de produtos que teve as alíquotas reduzidas apresentava, desde 1990, importações crescentes, tratando-se, ademais, de

¹⁰ Como no caso israelense, o Plano Real previa uma âncora adicional, o controle do crédito interno, que seria alcançado por dois mecanismos: (a) elevadas alíquotas de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista, a prazo, poupança e outras formas de captação e empréstimo do sistema bancário; e (b) juros altos para restringir o crédito ao consumo. Com a valorização nominal do real, essa política permitiu que os rendimentos das aplicações de curto prazo, em dólares, fossem superiores a 75% ao ano, como média mensal, em 1994 (TURNER, 1995).

¹¹ Destaque-se que, do ponto de vista político, a gestão cambial no início do Plano Real pode ser considerada um sucesso, tendo sido ingrediente fundamental na rápida queda dos índices de inflação em agosto e setembro, razão principal da vitória eleitoral de Fernando Henrique Cardoso. A desculpa oficial do Bacen para essa gestão política da taxa de câmbio é que a valorização é resultado de um superávit estrutural nas contas externas do Brasil.

produtos cuja demanda tem elevada elasticidade-renda ou elevada elasticidade-investimento (VEIGA, 1994).

Nas vésperas das eleições, com a vitória de Fernando Henrique Cardoso no primeiro turno assegurada, o Banco Central iniciou uma intervenção indireta no mercado de câmbio. A preocupação principal passou a ser a grande entrada de dólares esperada para após essa vitória eleitoral. Foram tomadas, desde então, uma série de medidas para restringir a entrada de dólares (taxação sobre a entrada de capitais de curto prazo e diminuição dos prazos dos Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACCs) e para liberalizar a saída (permissão de pagamentos antecipados de dívidas e importações; e fundos de investimento no Exterior). Essas medidas e as intervenções do Banco Central no mercado sinalizaram o estabelecimento informal de uma banda cambial estreita (R\$ 0,83 a R\$ 0,86) para o dólar.

Em novembro, logo após o anúncio de medidas destinadas a restringir a explosão do consumo verificada desde agosto, em boa medida resultado da própria valorização¹², foram anunciadas novas medidas para liberalizar as importações (por exemplo, as importações pelo correio foram consideravelmente desoneradas). Por outro lado, foram concedidos incentivos fiscais às exportações, sob a forma de crédito das contribuições sobre o COFINS e o PIS.

Em dezembro, duas importantes decisões de política externa de médio e longo prazos foram tomadas. Na reunião de cúpula das Américas, em Miami, decidiu-se começar imediatamente as negociações para estabelecer a Área de Livre Comércio das Américas (ALCA). Essas negociações devem ser concluídas o mais tardar até 2005 e, até o final deste século, deve ocorrer progresso concreto para a realização desse objetivo.¹³ Em Ouro Preto, durante a VII Reunião do Conselho do Mercado Comum, concluíram-se as negociações para a entrada em funcionamento de uma união aduaneira, incompleta, entre

¹² A forte valorização cambial e a rebaixa nas tarifas afetaram o preço efetivo dos bens de consumo, gerando um intenso *boom*, liderado pelos gastos em consumo. Os gastos com investimento elevaram-se para apenas 15% do PIB em 1994 e podem ter atingido 17% do PIB no primeiro semestre de 1995, segundo as estimativas do IPEA.

¹³ A diplomacia brasileira esforçou-se para preservar a unidade do Mercosul nessas negociações, contando com o beneplácito dos EUA, que se comprometeram a negociar com base nos acordos sub-regionais e bilaterais existentes. Porém não conseguiu evitar que outros temas, como as questões envolvendo o meio ambiente, entrassem na agenda, tornando-a claramente OMC *plus*, como desejavam os EUA.

os países do Mercosul, a partir de 1º de janeiro de 1995, sendo firmado o protocolo adicional ao Tratado de Assunção sobre a estrutura institucional do Mercosul. Nessa estrutura, a novidade foi a criação da Comissão de Comércio, responsável pela aplicação da política comercial entre os países do Mercosul e com terceiros países, organismos internacionais e acordos de comércio.

Noutro evento importante para a política externa brasileira, começaram os entendimentos entre a União Européia e o Mercosul, em dezembro de 1995, sobre a oportunidade de negociações rumo a uma associação inter-regional e a uma área de livre comércio entre os 19 países-membros dos dois processos de integração regional.

O grande otimismo quanto às possibilidades de acesso a novos mercados e a financiamentos externos para a economia brasileira foi abalado pela crise mexicana em dezembro de 1994, que modificou os rumos da política econômica, particularmente as gestões do comércio exterior e da taxa de câmbio.

Em 1994, o México, apontado como o país-modelo da região pelas instituições multilaterais, não conseguiu financiar o seu elevado déficit em conta corrente (superior a 8% do PIB) nos mercados financeiros internacionais, perdendo reservas internacionais com rapidez. O novo Governo mexicano, recém-empossado, decidiu desvalorizar o peso em dezembro, desencadeando uma espetacular fuga de capitais, acompanhada por uma maxidesvalorização do peso.

O impacto da crise mexicana sobre todos os países latino-americanos foi imediatamente sentido através do recuo generalizado dos investidores internacionais na região. A fragilidade externa de vários países da região tornou-se evidente: o financiamento de um déficit estrutural em conta corrente com capitais de curto prazo pode ser frágil e reversível.

No Brasil, o novo Governo e a nova equipe econômica¹⁴ adotaram imediatamente medidas para incentivar as exportações (basicamente aumentando a rentabilidade dos ACCs) e para conter as importações (a elevação da

¹⁴ Segundo a crônica política, a nomeação de José Serra e de Dorotéia Werneck para os Ministérios do Planejamento e Indústria e Comércio, respectivamente, quebrando a homogeneidade da equipe econômica, refletiu tanto as pressões por mudanças nas políticas de comércio exterior e cambial por parte do grande empresariado industrial quanto a percepção do Presidente Fernando Henrique Cardoso de que a Declaração de Miami, no médio prazo, e a crise do México, no curto, alteravam substancialmente o cenário externo em que havia sido lançado o Plano Real.

alíquota para automóveis de 20% para 32%), já que, desde novembro, a balança comercial havia se tornado negativa. Tornou-se objetivo oficial assegurar um superávit comercial de US\$ 5 bilhões em 1995.

Em fevereiro, anunciou-se um novo pacote de medidas pontuais para frear o consumo privado, cujo crescimento após o Plano Real foi julgado excessivo e intensivo em importações. O pacote atingiu principalmente a demanda por automóveis e eletrodomésticos.

O primeiro trimestre de 1995 foi marcado por uma série de turbulências nos mercados financeiros internacionais, que amplificaram a crise mexicana. Em janeiro, a LIBOR atingiu 6,8%, o dobro do nível de janeiro de 1994, diminuindo os atrativos dos mercados emergentes. Apesar dessa elevação das taxas de juros, o dólar, que já havia se desvalorizado substancialmente em 1994, entrou em queda livre contra todas as moedas fortes até abril, particularmente contra o iene, o franco suíço e o marco alemão. No final de fevereiro, houve o colapso do Baring Brothers, devido a operações com derivativos na Bolsa de Tóquio feitas por sua mesa em Cingapura. O efeito dessas turbulências sobre a América Latina foi indireto: todos os mercados emergentes passaram a ser vistos com maior desconfiança.

Em fevereiro, o México recebeu um pacote de ajuda emergencial, liderado pelos Estados Unidos, com a participação do FMI e de outros bancos centrais do Grupo dos Sete, no valor de US\$ 52 bilhões. Essa pronta e massiva intervenção, esperava-se, evitaria o contágio da crise mexicana para os outros países latino-americanos. No entanto a participação norte-americana foi decidida pelo Executivo à revelia do Congresso, que não reuniu uma maioria para apoiá-la.

No início de março, a Argentina, o terceiro mercado emergente em volume de aplicações após o México e a China, anunciou que o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) de fevereiro era zero e, ao mesmo tempo, colocou as taxas de juros de curto prazo em níveis superiores a 50% ao ano: a economia argentina passava por uma enorme crise de liquidez desde o início da crise mexicana, uma vez que a desconfiança na manutenção da paridade ocasionou elevadas perdas de depósitos no sistema financeiro argentino, que não se resolveria sem nova injeção de dinheiro externo, dadas as regras para a emissão sob o Plano de Conversibilidade.

Nesse cenário externo desfavorável, o déficit da balança comercial brasileira continuava a aumentar pelo rápido crescimento das importações desde outubro de 1994. As importações passaram do patamar de US\$ 2,2 bilhões no primeiro semestre de 1994 para US\$ 3,3 bilhões no segundo e para US\$ 4 bilhões no

primeiro trimestre de 1995. O crescente déficit comercial foi acompanhado pela elevação das saídas financeiras a partir de dezembro de 1994, que pode ser observada no saldo cada vez mais negativo do movimento de câmbio financeiro (Tabela 3). Como resultado, as reservas internacionais (conceito caixa) reduziram-se em cerca de US\$ 5 bilhões entre setembro de 1994 e fevereiro de 1995.

No início de março, numa semana de extrema agitação nos mercados de câmbio globais, o Governo decidiu modificar a política cambial. As taxas de câmbio real e efetiva real haviam continuado a se valorizar lentamente de outubro de 1994 a fevereiro de 1995: 1% e 2% respectivamente. Anunciou-se oficialmente uma nova banda cambial estreita, com piso de R\$ 0,86 e teto de R\$ 0,90. O anúncio da banda sofreu ruídos na comunicação e uma desastrada operacionalização, levando o Banco Central a gastar parte importante das reservas internacionais na recuperação de sua credibilidade frente aos operadores do mercado cambial. A banda cambial que acabou por prevalecer foi entre R\$ 0,88 e R\$ 0,93. Junto com o anúncio da banda cambial, o Governo iniciou um forte aperto na área monetária, estabelecendo vários compulsórios sobre passivos e ativos financeiros, que elevaram substancialmente os juros. O Banco Central também reduziu a margem de alavancagem dos bancos no mercado de câmbio e estimulou a entrada de capitais de curto prazo.

No final de março, o Governo rompeu com a radicalização da abertura comercial dos primeiros seis meses do Plano Real: uma punitiva alíquota de 70% foi anunciada para mais de 100 produtos, como automóveis e toda gama de bens duráveis de consumo. A nova alíquota seria válida, em princípio, por um ano.

O novo cenário internacional não poderia deixar de afetar os compromissos recentemente assumidos no Mercosul: o Governo brasileiro procurou a permissão de seus parceiros para uma nova lista de exceções¹⁵, para consolidar a estabilização.

Em função das turbulências nos mercados internacionais, no primeiro trimestre, dos pagamentos de compromissos assumidos no acordo sobre a dívida externa e da operacionalização desastrada da nova banda cambial, o Brasil perdeu cerca de US\$ 6 bilhões de reservas internacionais (conceito caixa) no bimestre março-abril.

¹⁵ Para mais 150 produtos, julgados de oferta escassa no mercado interno e cujas tarifas de importação seriam zeradas.

Tabela 3

Movimento de câmbio contratado no Brasil - 1994-95

(US\$ milhões)							
ANOS E MESES	COMERCIAL			FINANCEIRO			SALDO
	Exporta- ção	Importa- ção	Saldo	Compra	Venda	Saldo	
1994							
Jan.	4 030	1 848	2 182	3 338	2 187	1 151	3 333
Fev.	3 164	1 571	1 593	3 522	2 678	844	2 437
Mar.	4 002	1 780	2 222	3 078	3 717	-639	1 583
Abr.	4 111	1 499	2 612	2 537	2 493	44	2 656
Mai	4 611	1 594	3 017	2 790	2 182	608	3 625
Jun.	4 168	1 644	2 524	3 211	2 922	289	2 813
Jul.	2 752	1 878	874	2 341	2 878	-537	337
Ago.	3 361	2 334	1 027	3 074	3 795	-721	306
Set.	3 499	2 458	1 041	3 712	4 909	-1 197	-156
Out.	3 233	2 477	756	4 561	4 355	206	962
Nov.	2 539	3 156	-617	3 815	3 420	395	-222
Dez.	3 081	3 583	-502	3 948	4 630	-682	-1 184
TOTAL	42 551	25 822	16 729	39 927	40 166	-239	16 490
1995							
Jan.	3 972	3 487	484	2 653	4 572	-1 919	-1 435
Fev.	4 461	3 205	1 256	1 897	3 325	-1 429	-173
Mar.	4 322	3 992	330	2 235	6 606	-4 371	-4 041
Abr.	4 059	3 628	431	2 841	3 534	-691	-260
Mai	5 082	3 586	1 496	4 143	3 213	931	2 427
Jun.	4 364	4 205	159	4 349	4 345	4	163
Jul.	4 945	3 068	1 877	5 169	3 077	2 091	3 968
TOTAL	31 205	25 171	6 033	23 287	28 672	-5 384	649

FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL (1995). Brasília. Brasília, v. 31, n.8.
GAZETA MERCANTIL (1995). São Paulo.

Conhecidos os resultados da balança comercial do primeiro quadrimestre, tornou-se evidente que a média mensal das importações havia dobrado de patamar (de US\$ 2 bilhões para US\$ 4 bilhões) entre 1994 e 1995. Por outro lado, a média mensal das exportações apresentava um crescimento de apenas 5% nesse quadrimestre entre 1994 e 1995: a quantidade exportada estava estagnada desde o segundo semestre de 1994, e o crescimento era quase todo devido à forte recuperação dos preços internacionais dos produtos básicos e semimanufaturados. Como o volume do comércio internacional cresceu à maior taxa dos últimos 20 anos em 1994 (9%), essa estagnação é sinal inequívoco de perda de competitividade internacional.

Dada a necessidade de acelerar o ajuste externo,¹⁶ decidiu-se persistir na desaceleração da economia e tomar novas medidas típicas de contenção de importações, diante do novo salto nas importações (próximas ao patamar de US\$ 5 bilhões) em maio. O aperto monetário continuou draconiano, e anunciou-se a volta das cotas de importação para a Zona Franca de Manaus, bem como a elevação das alíquotas de importação de calçados. Em junho de 1995, foi estabelecido um sistema de cotas para a importação de automóveis.¹⁷

Ainda em junho, apesar das medidas de contenção, as importações bateram o recorde mensal histórico, situando-se acima de US\$ 4,9 bilhões. A balança comercial do primeiro semestre foi deficitária em US\$ 4,3 bilhões. As exportações nesse mesmo semestre cresceram 6,7%, e as importações, 93%. O Governo passou a admitir um déficit de pelo menos 2% do PIB (US\$ 11 bilhões) em conta corrente, em 1995.¹⁸

No final de junho de 1995, anunciou-se uma nova mudança na banda cambial: o piso tornou-se R\$ 0,91, e o teto, R\$ 0,99. Dessa vez, o mercado

¹⁶ No início de maio, o IPEA refez, na sua **Carta de Conjuntura** (1995), as suas previsões, anteriormente otimistas, sobre o saldo comercial brasileiro no primeiro semestre, indicando que poderia alcançar mais de US\$ 4 bilhões.

¹⁷ Em maio, as importações de automóveis foram 278% superiores às do mesmo mês de 1994. Nos primeiros quatro meses de 1995, a importação de veículos pelo Brasil chegou a 37% da produção local, três vezes superior à participação de 12,5% em 1994. Ao pretender que as cotas fossem válidas também para o Mercosul, a equipe econômica abriu um grave conflito comercial com a Argentina, só superado pelo recuo brasileiro, isentando o Mercosul das cotas, em julho. De qualquer maneira, continua a disputa locacional pelos investimentos setoriais no Mercosul.

¹⁸ As projeções de consultores privados colocavam esse déficit em nível próximo a US\$ 20 bilhões.

absorveu sem traumas o anúncio. A flexibilização da âncora cambial significou desvalorizações das taxas de câmbio real e efetiva real de 7,1% e 11,3%, respectivamente, entre fevereiro e junho. Junto com a nova banda, anunciou-se a desindexação dos salários a partir de 1º de julho.

As condições de financiamento do déficit em conta corrente em 1995 tornaram-se menos dramáticas no início do segundo semestre. A equipe econômica afastou a hipótese de uma grande perda de reservas internacionais por falta de financiamento externo adequado: desde meados de abril, o Brasil voltou a ter saldos positivos no movimento de câmbio financeiro (Tabela 3). De fato, até o início de junho, as captações externas de dívida nova somaram US\$ 3 bilhões em 1995, quantia 70% superior à do mesmo período em 1994, enquanto o conjunto da América Latina captou 43% menos no mesmo período, demonstrando que se operou alguma diferenciação, pelos investidores externos, nesses mercados emergentes após a crise mexicana. Em julho, o saldo de recursos externos aumentou substancialmente nos mercados de câmbio comercial (Tabela 3), indicando que a desaceleração da atividade econômica e a contenção das importações finalmente se refletiram nesse mercado. Confirmando esse indicador, a balança comercial de julho apresentou um resultado equilibrado, com importações e exportações no patamar de US\$ 4 bilhões. Por outro lado, cresceu substancialmente a entrada de recursos financeiros em julho (US\$ 8,2 bilhões), aumentando as reservas internacionais (conceito caixa) para US\$ 39,7 bilhões, nível muito próximo ao inicial do Plano Real.

4 - Os dilemas atuais do regime cambial

O Plano Real confirmou, no seu primeiro ano, o ciclo econômico padrão associado a programas de estabilização baseados em âncoras cambiais. Todos os benefícios esperados confirmaram-se: a inflação caiu para um patamar mensal inferior a 2% no primeiro semestre de 1995, medida pelo IPC, e inferior a 1%, medida pelo Índice de Preços no Atacado (IPA); a atividade econômica experimentou forte crescimento, liderado pelos segmentos comércio e indústria de transformação; o nível de emprego na indústria recuperou-se moderadamente; os salários reais tiveram um aumento expressivo; a expansão do investimento foi significativa; o aumento do consumo seguiu o crescimento

da renda disponível e foi ainda reforçado pela ampliação do crédito; e a arrecadação tributária apresentou recuperação expressiva.

Confirmaram-se, também, os pontos negativos: a deterioração do setor externo na balança comercial e em conta corrente foi extremamente rápida; apesar de o crescimento da arrecadação tributária, somado à remonetização da economia, abrir um enorme espaço para a redução da dívida interna, neutralizando em parte os efeitos negativos das elevadas taxas de juros, o custo fiscal da manutenção de uma política monetária hiper-restritiva na estabilização foi bastante elevado — o estoque total de títulos federais fora do Banco Central era de US\$ 42,1 bilhões em dezembro de 1993, quando foi anunciado o Plano de Estabilização, e atingiu US\$ 72,8 bilhões em março de 1995, mês em que iniciou o arrocho monetário recente —;¹⁹ as perdas de reservas, após a crise do México, prenunciando uma crise cambial no curto prazo, forçou a adoção de políticas restritivas, revertendo a expansão inicial;²⁰ a convergência com os níveis de inflação da OCDE está longe de ser alcançada; e, finalmente, a taxa de câmbio valorizou-se substancialmente nos primeiros 18 meses do Plano Real. Vale dizer, a fragilidade interna e externa da economia brasileira tornou-se, paradoxalmente, maior com o Plano Real.

Durante o Plano Real, confirmou-se a importância das condições externas na implementação dos regimes de câmbio e comércio exterior. A crise mexicana obrigou ao recuo imediato na abertura comercial drástica, massiva e rápida dos primeiros seis meses e à flexibilização da própria âncora cambial.

Ironicamente, tratando-se de críticos severos do Plano Cruzado e de "populismos econômicos", a equipe econômica provou não ser imune à lógica política e aos erros de política econômica dela decorrentes: abusou das

¹⁹ As informações preliminares indicam que a dívida mobiliária federal fora do Banco Central ultrapassou US\$ 100 bilhões em setembro de 1995. As dívidas mobiliárias de estados e municípios, que não se beneficiaram da remonetização, estão próximas de US\$ 40 bilhões nesse mês. A trajetória recente das dívidas mobiliárias públicas não só é insustentável, mesmo num curto período de tempo, como, sendo ambas as dívidas extremamente líquidas, torna a equipe econômica sujeita a fortes movimentos especulativos, em qualquer circunstância desfavorável, de investidores externos e internos.

²⁰ Os principais indicadores da economia, em julho e agosto, mostram uma forte desaceleração da economia e elevada inadimplência nas empresas e nas famílias.

políticas de comércio exterior e cambial, por conveniência política, nos primeiros seis meses do Plano Real.²¹

O debate atual brasileiro sobre os dilemas da política cambial gira em torno de dois temas: qual o grau de valorização da taxa de câmbio e como corrigi-lo.

O debate sobre o grau de valorização centra-se no deflator adequado para medir a inflação interna pós-real,²² dado o comportamento divergente do IPC e do IPA, bem como o tamanho do déficit externo previsto, mantendo-se inalterada a política econômica.

Defensores do IPC como o deflator adequado apontaram, entre julho e dezembro de 1994, uma valorização de 25% do real frente ao dólar (PASTORE, PINOTTI, 1995). Logo após, divulgaram sua previsão de um provável déficit comercial de US\$ 7 bilhões em 1995. A principal argumentação que pode ser desenvolvida pelos defensores do IPC, é a de que os preços relativos distorcidos ocasionam uma alocação de recursos deficiente (em produtos *non-tradables*) no médio prazo, tem menos força no Brasil, que não privatizou ainda as grandes estatais de serviços públicos, do que na Argentina e no México, que o fizeram.

A Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (FUNCEX), por outro lado, divulgou o seu novo Índice Setorial da Taxa de Câmbio Real, que indicou uma valorização bem menor, de 8,5% para uma cesta de moedas, entre julho de 1994 e maio de 1995. O déficit comercial previsto para 1995 foi também bem menor, em torno de US\$ 2 bilhões.²³

Logo, há um consenso de que houve uma importante valorização durante o Plano Real e de que a balança comercial, na melhor das hipóteses,²⁴ não irá gerar superávits suficientes para eliminar o déficit em conta corrente, o que

²¹ No que foi precedida pela equipe econômica mexicana, exaltada durante muitos anos pelo "profissionalismo" (LUSTIG, 1995). Note-se que, no caso brasileiro, tratava-se de ganhar as eleições presidenciais e, em seguida, de assegurar posições de destaque no futuro Governo.

²² Outro elemento da discussão sobre o grau de valorização da taxa de câmbio e os seus efeitos é a ponderação (ou não) dos grandes ganhos de produtividade da indústria brasileira nos anos 90. Ressalte-se que os ganhos de produtividade são muito heterogêneos setorialmente.

²³ No momento em que estava sendo escrito esse artigo (outubro de 1995), as fontes oficiais esperavam um déficit comercial de US\$ 2,5 bilhões em 1995, enquanto as fontes não oficiais tinham previsões acima de US\$ 4 bilhões.

²⁴ No Plano Plurianual, recém-divulgado, são previstos superávits comerciais anuais de US\$ 1,85 bilhão entre 1996 e 1999.

significa uma trajetória de endividamento externo crescente para um país que, no final de 1994, tinha uma dívida externa registrada de médio e longo prazos de US\$ 120 bilhões.

O debate sobre como corrigir a valorização cambial também apresenta variantes diversas: a minoritária, que recomenda uma desvalorização imediata (BATISTA JUNIOR, 1995), e a majoritária, que defende políticas de oferta (desregulamentação e privatização) e de redução do "custo Brasil" como alternativas à desvalorização, acompanhadas da redução do nível de demanda doméstica via política fiscal.

Ambas as variantes têm custos elevados e efeitos discutíveis sobre a competitividade internacional. Desvalorizações reais provocam aceleração inflacionária, queda dos salários reais, recessão e, muito provavelmente, uma fuga de capitais, como no caso mexicano. Há um grande risco de uma desvalorização implodir o Programa de Estabilização ou abalar as bases de sustentação política do Governo, num momento em que reformas tidas como cruciais estão sendo apresentadas ao Congresso.

Por outro lado, a recessão também é um dos efeitos da outra variante, a neoliberal, que depende de um improvável superajuste fiscal e cujos efeitos de médio e longo prazos sobre a competitividade internacional são discutíveis.²⁵ Na visão neoliberal, políticas horizontais, destinadas a reduzir o "custo Brasil" e a aumentar a competitividade geral do País, sem escolher setores e/ou empresas vencedores, seriam suficientes para realizar o *upgrading* da especialização internacional do País.

Admitida como uma hipótese realista de que a prioridade atual concedida à estabilização e a progressiva integração financeira à economia internacional inviabilizam uma política de desvalorizações agressivas, deve-se perguntar se as políticas neoliberais de desregulamentação, privatização e abertura comercial seriam suficientes para assegurar as elevadas taxas de produtividade, a mudança da composição setorial das exportações e uma menor intensidade das importações, necessárias para sustentar a estabilidade e uma taxa razoável de crescimento da economia no médio e longo prazos.

²⁵ Sobre os programas econômicos neoliberais na América Latina, endossam-se aqui as conclusões de Paul Krugman sobre o seu desempenho: "*In sum, the real economic performance of countries that had recently adopted Washington Consensus policies, as opposed to the financial returns they were delivering to international investors or the reception their policies received on the conference circuit, was distinctly disappointing*" (KRUGMAN, 1995).

Admite-se, também, que as principais lições da crise mexicana tenham sido absorvidas: o regime cambial continuará sendo uma taxa de câmbio administrada com bandas cambiais, cuja cotação central será ajustada discricionariamente pelo Banco Central, para evitar um novo ciclo de valorização; as entradas de capital de curto prazo não ligadas aos fluxos de comércio, que demandam intervenções esterilizadoras do Banco Central com elevado custo fiscal, serão desestimuladas; a abertura comercial procederá numa velocidade compatível com o acesso a novos mercados.

A mudança da composição setorial das exportações, que não foi significativa nos anos 90 apesar dos fortes ganhos de produtividade da indústria brasileira, é necessária pelos inconvenientes da atual especialização internacional²⁶ em setores exportadores intensivos em recursos naturais e energia: concorrência agressiva em preços, acesso a novos mercados dificultado pelos resultados medíocres da Rodada Uruguai, elasticidade-renda da demanda não muito elevada e baixo valor adicionado (COUTINHO, FERRAZ, 1994).

No entanto o Brasil dispõe, em alguns setores da eletromecânica com base produtiva diversificada, de cadeias produtivas integradas, mão-de-obra qualificada e mercado interno de grandes dimensões para manter as vantagens competitivas existentes e construir novas vantagens (SILVA, LAPLANE, 1994). Nesses setores, a inserção internacional parece iniciar-se pelo mercado regional, realçando a importância dos atuais esforços diplomáticos em atrair outros países latino-americanos para uma maior integração com o Mercosul. A manutenção da atual competitividade e a construção de novas vantagens nesses setores são extremamente dependentes de bens públicos, externalidades e sinergias, exigindo programas cooperativos entre as empresas e entre elas e diversos órgãos públicos, como universidades, institutos de pesquisa, etc. (KATZ, 1995; SILVA, LAPLANE, 1994).

O fomento às exportações nesses setores, respeitando-se as novas regras da Organização Mundial de Comércio (OMC), e a proteção tarifária mais elevada podem ser instrumentos na transição para uma maior competitividade internacional, condicionando-se sempre a concessão de incentivos e proteção a compromissos das empresas com investimentos e metas de desempenho,

²⁶ A pertinência das orientações setoriais do comércio exterior e os critérios para uma boa especialização internacional são desenvolvidos em Rollet (1990).

que é a grande lição dada pelos novos países industrializados da Ásia aos seus rivais latino-americanos (GEREFFI, 1995).

Concluindo, a melhoria da qualidade da especialização internacional brasileira, única maneira de superar os atuais dilemas da política cambial, exige o estabelecimento de políticas industriais que vão além da política neoliberal que governou o primeiro ano do real. A sua continuidade apenas mantém os dilemas presentes e aumenta os custos de sua resolução futura.

Bibliografia

- ADAMS, Charles, GROS, Daniel (1986). The consequences of real exchange rate rules for inflation: some illustrative examples. **Staff Papers**, Washington: IMF, v.33, n.3, p.439-476, set.
- AGHLEVI, Bijan, KHAN, Mohsin, MONTIEL, Peter (1991). Exchange rate policy in developing countries: some analytical issues. **Occasional Paper**, Washington: IMF, 78, mar.
- AKYUZ, Yilmaz (1992). **On financial openness in developing countries**. Geneva: UNCTAD. jun. (mimeo).
- BALANCE preliminar de la economía de América Latina y el Caribe, 1994. (1994). **Notas sobre la Economía y el Desarrollo**, 566-567, dez.
- BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira (1995). Todo o cuidado é pouco. **Folha de São Paulo**, São Paulo, p.3, 4 fev.
- BIS (1995). 65th annual report. Basle, jun.
- BRADFORD JÚNIOR, Colin (1992). Integração regional e estratégias de desenvolvimento num contexto democrático. **Política Externa**, São Paulo: USP v.1, n.2, p.79-86, set.
- BRUNO, Michael (1991). High inflation and the nominal anchors of and open economy. **Assay and International Financy**, n.183, jun.
- CARTA DE CONJUNTURA (1995). Rio de Janeiro: IPEA, n.56, maio.
- COLLIER, Paul, JOSHI, Vijay (1989). Exchange rate policy in developing countries. **Oxford Review of Economic Policy**, v.5, n.3, p.94-113, winter.
- COUTINHO, Luciano, FERRAZ, João Carlos, orgs. (1994). **Estudo da competitividade da indústria brasileira**. Campinas: UNICAMP/ Papirus.

- DORNBUSCH, Rudiger (1986). Inflação, taxa de cambio e estabilização. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro: IPEA, v.16, n.2, p.321-350, ago.
- DORNBUSCH, Rudiger (1991). Inflation stabilization and capital mobility. In: _____. **Exchange rates and inflation**. Cambridge/MA.: The MIT. p.391-408.
- GEREFFI, Gary (1995). State policies and industrial upgrading in east Ásia. **Revue d'Economie Industrielle**, n.71, p.79-90.
- INDICADORES IESP (1995). São Paulo, v.4, n.42, p.16.
- INTEGRACIÓN LATIOAMERICANA (1994). jun.
- KANTZ, Jorge (1995). Industrial organization, international competitiveness and public policy in Latin América in the eighties. **Revue d'Economie Industrielle**, n.71, p.91-106.
- KIGUEL, Miguel, LIVIATAN, Nissan (1992). The business cycle associated with exchange rate-based stabilizations. **The World Bank Economic Review**, n.6, p.279-305, maio.
- KRUGMAN, Paul (1995). Dutch tulips and emerging markets. **Foreign Affairs**, jul./ago.
- LUSTIG, Nora (1995). México y la crisis del peso: lo previsible y la sorpresa. **Comercio Exterior**, México, v.45, n.5, p.374-382, maio.
- MIRANDA, José Carlos (1993). Condicionantes macroeconômicos da competitividade da economia brasileira. In: NOTA técnica do projeto estudo da competitividade da indústria brasileira. Campinas: UNICAMP/IE; UFRJ/IEI; FUNCEX; FDC.
- MONTIEL, Peter, OSTRY, Jonathan (1991). Macroeconomic implications of real exchange rate targeting in developing countries. **Staff Papers**, Washington: IMF, V.38, N.4, P.872-900, dez.
- MOREIRA, Benedicto F., VEIGA, Pedro da M., coords. (1992). Uma política de comércio exterior para a estabilização e a retomada do crescimento. **Revista Brasileira de Comércio Exterior**, Rio de Janeiro: FUNCEX, p.3-87, fev. (Ed. especial).
- PASTORE, Affonso Celso, PINOTTI, Maria Cristina (1995). A taxa de câmbio real e dos saldos comerciais. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 27, 29 jan.
- POLÍTICA cambiaria en América Latina a comienzo de los años noventa, La (1992). **Estudio Economico de América Latina y el Caribe, 1991**. Santiago do Chile: CEPAL. p.245-298.

- ROLLET, Philippe (1990). **Specialisation internationale et integration Européene**. Paris: Economica.
- SILVA, Ana Lúcia G., LAPLACE, Mariano (1994). Dinâmica recente da indústria brasileira e desenvolvimento competitivo. **Economia e Sociedade**, n3, p.81-97.
- SOUZA, Francisco E. P. de (1991). O regime de câmbio flutuante numa etapa de transição. **Análise Econômica**, Porto Alegre: UFRGS, v.9, n.15, p.59-77, mar.
- TITELMAN, Daniel, UTHOFF, Andras (1994). Afluência de capitais externos y políticas macroeconómicas. **Revista de la CEPAL**, Santiago do Chile, v.53, p.13-29.
- TURNER, Phillip (1995). Capital flows in Latin América: a new phase. **BIS economic papers**, n.,44, maio.
- VEIGA, Pedro da Mota (1994). Efeitos positivos das importações sobre as exportações brasileiras. **Balança Comercial**, n.128, p.11-15, out./dez.
- ZAHER, Roberto (1992). Política monetaria con apertura de la cuenta capitales. **Revista de la CEPAL**, Santiago do Chile, n.48, p.165-174, dez.