

## Retrospectiva dos regimes cambiais brasileiros com ênfase em bandas de câmbio

---

Mirian Almeida\*

Rosa Fontes\*\*

Marcelo A. Arbex\*\*

**A** banda de câmbio é um regime cambial intermediário baseado em faixas-alvo, com o Banco Central limitando as flutuações do câmbio para uma média específica ou em torno de uma paridade central.

A vantagem decorrente de tal política reside no fato de que sua adoção representa a introdução de suficiente flexibilidade na taxa de câmbio nominal para responder às mudanças nas condições externas e internas do País, ao mesmo tempo em que mantém o mercado informado do valor da paridade central, de modo a estabilizar as expectativas dos agentes e, assim, contribuir, positivamente, para a credibilidade das políticas governamentais<sup>1</sup>.

Este trabalho tem como objetivo fazer uma retrospectiva histórica dos regimes cambiais brasileiros, com ênfase no sistema atual de bandas de câmbio. O artigo é dividido em três partes, além desta introdução. A seção 1 descreve o mecanismo da taxa de câmbio e os principais regimes cambiais existentes, enfatizando-se as bandas de câmbio. A seção 2 apresenta, sucintamente, a evolução do sistema monetário internacional, fazendo, em seguida, uma retrospectiva dos diferentes regimes cambiais brasileiros, especialmente o sistema de bandas de câmbio até o regime de câmbio flutuante adotado em 1999. As considerações finais são feitas na seção 3.

---

\* Professora da Fadvale, Governador Valadares, MG.

\*\* Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal de Viçosa, MG.

<sup>1</sup> Ver Arbex, Almeida e Fontes (1997) sobre o conceito de credibilidade de políticas econômicas. Para uma análise empírica da credibilidade da política monetária brasileira no período 1991-98, ver Arbex e Fontes (1999).

# 1 - Análise descritiva dos regimes cambiais

## 1.1 - O mecanismo da taxa de câmbio e os regimes cambiais fixo e flexível

Define-se a taxa de câmbio **E** como sendo o preço, em moeda nacional, de uma unidade de moeda estrangeira. Alternativamente, pode-se defini-la como o preço da moeda estrangeira em termos da moeda nacional.

Segundo Ellsworth (1978), as taxas de câmbio estabelecem o valor internacional do dinheiro de um país, o custo de suas importações e o que se pode obter por suas exportações.

Um aumento do preço da moeda estrangeira **E** denomina-se de desvalorização/depreciação cambial. A moeda nacional passa, nesse caso, a valer menos em termos de moeda estrangeira. Isso estimula as exportações — uma vez que os exportadores receberão mais em moeda nacional por unidade exportada do bem ou serviço — e restringe as importações. Reciprocamente, uma diminuição de **E** denomina-se valorização/apreciação cambial.

De acordo com Zini Júnior (1993), a taxa de câmbio é adequada para refletir tanto a competitividade externa como a confiança sobre os fatores macroeconômicos fundamentais da economia.

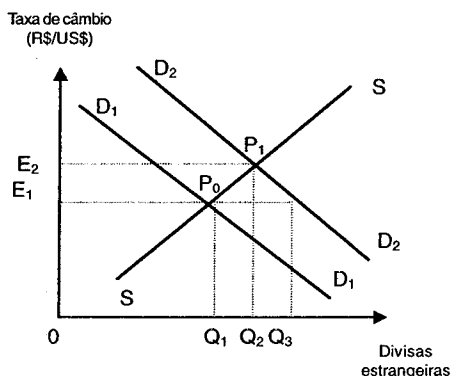
Dornbusch (1991) distingue dois sistemas cambiais básicos: o sistema de **taxas fixas**, em que os Bancos Centrais ficam a postos para ações de compra e venda de suas moedas a um preço fixo em termos de dólares, e o de **taxas flexíveis**, em que os Bancos Centrais permitem que a taxa de câmbio se ajuste para equilibrar a oferta e a demanda por moeda estrangeira.

Na Figura 1, admitindo-se que a paridade entre duas moedas tenha sido estabelecida em  $E_1$ , observa-se uma situação de equilíbrio no setor externo, dada a igualdade entre as curvas de demanda e oferta de divisas  $D_1D_1$  e  $SS$ .

Considerando-se um sistema de **taxa de câmbio** fixa e uma situação inflacionária no país **A**, com tudo o mais permanecendo constante, os bens e serviços importados tornar-se-ão relativamente mais baratos que os bens e serviços produzidos internamente, ou seja, o país **A** perderá competitividade no mercado internacional. O efeito disso será um aumento na demanda de divisas por parte do país **A** para suprir suas importações, havendo uma demanda por divisas superior à oferta ( $0Q_3 > 0Q_1$ ). Para manter a taxa de câmbio fixa, em  $E_1$ , o Banco Central venderá divisas no mercado doméstico, diminuindo suas reservas num montante correspondente ao excesso de demanda do mercado.

Figura 1

Ilustração dos mecanismos das taxas de câmbio fixa e flexível



Nas operações cambiais com taxa cambial fixa, o Banco Central troca moeda nacional por moeda estrangeira (ou vice-versa) para estabilizar a taxa de câmbio. Quando o Banco Central compra ou vende reservas estrangeiras, há, conseqüentemente, uma variação na base monetária. Em outras palavras, a oferta interna de moeda aumenta ou diminui quando o Banco Central troca moeda nacional por estrangeira para que a taxa de câmbio permaneça constante.

Simonsen e Cysne (1995) destacam que a grande vantagem do regime de taxas fixas é facilitar a tomada de decisões pelos agentes econômicos. Contudo esse sistema enfrenta um sério problema: nada assegura que, à taxa de câmbio fixada pelo Banco Central, a oferta e a procura de moeda estrangeira se equilibrem. Isso, por um lado, obriga o Governo a conduzir as políticas monetária e fiscal de modo que os déficits ou os superávits no balanço de pagamentos sejam transitórios, ou seja, o Banco Central perde autonomia na condução de políticas de correção de desequilíbrios internos. Por outro lado, força o Banco Central a manter um volume adequado de reservas para atender aos excessos de demanda por divisas que, porventura, possam ocorrer.

Além disso, a manutenção de taxas de câmbio fixas depende de dois outros requisitos, a saber: que as taxas de inflação dos diferentes países sejam bastante próximas e que os agentes econômicos acreditem na sustentabilidade da taxa de câmbio. Se há uma expectativa de desvalorização cambial, o Banco Central pode tentar atrasá-la racionando o fornecimento de câmbio para os importadores de bens e serviços e para os exportadores de rendimentos. No en-

tanto, não pode evitar que os exportadores de bens e serviços adiem suas atividades e nem que os poupadores estrangeiros interrompam a entrada de capitais no País.

Segundo Zini Júnior (1996), o compromisso de manter a taxa de câmbio fixa, nas condições em que desajustes nas políticas domésticas motivam fluxos especulativos de capitais, tem sido rotineiramente tratado pelos investidores como promessa de baixa credibilidade, uma vez que nenhum país conseguiu manter a taxa de câmbio fixa nos últimos 20 anos. Dois fatores corroem a credibilidade do regime de taxa de câmbio fixa. Primeiro, para ajustar a economia, é preciso promover recessão. Dado que os choques econômicos tendem a se distribuir assimetricamente pelos diferentes países, o mecanismo de ajuste desse sistema exige contrações difíceis e custosas sobre o nível de emprego. O outro fator reside em quem controla a expansão da liquidez no grupo de países que adere ao câmbio fixo, uma vez que diferentes países têm preferências distintas quanto à prioridade atribuída ao combate da inflação ou à defesa do nível de emprego. Nesse sentido, o sistema de taxa de câmbio fixa tende a introduzir conflitos de política entre os participantes do sistema.

Leiderman e Bufman (1995) mencionam que as taxas de câmbio fixas são ótimas âncoras para os programas de desinflação. No entanto, a sustentação desses programas torna-se complexa, dado que as reservas cambiais são finitas sob fluxo de capitais ou ataques especulativos.

A Figura 1, também utilizada no estudo da **taxa de câmbio flexível ou flutuante**, indica que, ocorrendo o equilíbrio inicial entre a demanda ( $D_1D_1$ ) e a oferta (SS) de divisas, a taxa de câmbio de equilíbrio será  $E_1$ , representada pelo ponto  $P_0$ , onde as curvas de demanda e oferta se interceptam.

Pressupondo um desequilíbrio interno proveniente de uma elevação generalizada no nível de preços de um determinado país A, os bens e serviços importados ficam mais baratos do que no mercado interno. Isso implica um aumento da demanda por divisas estrangeiras, deslocando a curva  $D_1D_1$  para  $D_2D_2$ , ocorrendo, então, um excesso de demanda por divisas no nível da taxa de câmbio  $E_1$ , correspondente à diferença ( $0Q_3 - 0Q_1$ ). Como se está num regime cambial puramente flexível, esse desequilíbrio é corrigido pela depreciação da moeda do país A, ou, em outras palavras, com um aumento na taxa de câmbio para  $E_2$ . O novo ponto de equilíbrio estabelece-se no ponto  $P_1$ , onde as curvas de demanda  $D_2D_2$  e de oferta SS se interceptam. O equilíbrio no balanço de pagamentos é superior ( $E_2 > E_1$ ), e o nível de importações, inferior ( $0Q_2 < 0Q_3$ ), tomando-se como referência a paridade fixa.

Num regime cambial flexível, a autoridade monetária não tem compromisso algum de apoiar uma determinada taxa de câmbio. Todas as flutuações na

demanda e na oferta de moeda estrangeira acomodam-se por meio da alteração de preço da moeda estrangeira em relação à nacional. O Banco Central define a oferta monetária sem se comprometer com uma taxa cambial específica, permitindo que ela flutue em resposta aos distúrbios econômicos.

A oferta de moeda estrangeira é suprida pelos turistas estrangeiros, exportadores de bens e serviços, receptores de investimentos externos e tomadores de empréstimos e financiamentos do Exterior. Do lado da demanda, os agentes são os turistas brasileiros, os investidores brasileiros no Exterior, os importadores de bens e serviços, as empresas que repatriam investimentos externos ou pagam lucros e dividendos sobre eles e aquelas que amortizam ou pagam juros sobre empréstimos captados no Exterior.

O regime de taxa de câmbio puramente flexível tem, segundo Simonsen e Cysne (1995), três grandes atrativos. Assegura o equilíbrio automático do balanço de pagamentos, tornando irrelevante o volume de reservas internacionais. Com isso, isola a política monetária das transações com o Exterior, não havendo superávits nem déficits externos que pressionem a base monetária. Nesse sentido, o Banco Central tem alguns graus de liberdade a mais para permitir uma diferença entre a taxa de juros interna e a taxa de juros externa. Com a presença de fluxos de capitais, essa diferença dos juros será igual à expectativa de variação da taxa de câmbio no intervalo considerado mais o chamado risco do país. Finalmente, transfere a determinação da taxa de câmbio para o julgamento do mercado, evitando qualquer manipulação cambial por parte do governo.

Esses mesmos autores apontam como defeito do regime de taxas flexíveis o fato de ele não assegurar qualquer estabilidade cambial. No caso de o país tornar-se mais atrativo ao capital internacional, há, necessariamente, uma igual redução no seu saldo de transações correntes. Para tanto, a moeda do país se aprecia, com o aumento de suas importações e a redução de suas exportações. Isso introduz um componente adicional de risco nos projetos agrícolas, industriais e de serviços transacionáveis com o Exterior: a sua capacidade de enfrentar a concorrência externa depende dos mercados financeiros internacionais.

Dornbusch (1991) admite que variações na taxa de câmbio são esperadas num regime de taxa flexível, mas acabam superando as expectativas. No entanto, apesar da volatilidade, o montante do comércio internacional aumenta na vigência das taxas de câmbio flutuantes.

Zini Júnior (1996) coloca que, nos últimos 20 anos, as taxas de câmbio têm se movido muito e, muitas vezes, inexplicavelmente, contrariando um dos argumentos em favor da estabilidade do sistema flexível, em que os movimentos especulativos tenderiam a ser estabilizadores. A idéia é que, se os especuladores

sempre comprassem quando o preço estivesse alto e vendessem quando o preço fosse baixo, eles iriam à falência e desapareceriam do mercado. A especulação seria necessária para dar eficiência ao mercado, desempenhando papel estabilizador. No entanto, o que se verifica é que a volatilidade entre as principais taxas de câmbio supera em muito as diferenças nas políticas econômicas dos países industrializados.

O mesmo autor observa que os Bancos Centrais tiveram que aumentar suas reservas internacionais para poderem intervir em escala ainda maior nos mercados cambiais. Esse fator não se deve tanto ao regime cambial, mas ao grande crescimento dos fluxos de capital com a globalização dos mercados.

Leiderman e Bufman (1995), comparando o regime de taxas fixa e flexível, ressaltam que a flexibilidade permite um ajustamento macroeconômico mais rápido e eficiente. Apesar do receio de que as taxas flexíveis e a autonomia da política monetária possam contribuir para taxas de inflação não controladas, a experiência tem mostrado que a persistência das taxas de inflação nos países industrializados não é maior do que durante o período em que vigorava o Acordo Internacional de Bretton Woods.

## 1.2 - Regimes cambiais intermediários e bandas de câmbio

Na prática, os regimes cambiais dos diferentes países têm sido uma variante entre flexibilidade livre e taxas permanentemente fixas.

Quando os Estados Unidos anunciaram a não-conversibilidade do dólar em 1971, vários países fecharam seus mercados cambiais. Quando reabriram, uma semana mais tarde, diversas moedas estavam flutuando. Tratava-se de uma flutuação limitada, pois aqueles países queriam evitar que suas taxas cambiais se elevassem demais, o que poderia trazer conseqüências negativas para seus balanços de pagamentos.

Simonsen e Cysne (1995) chamam essas flutuações de *dirty floating* ou **flutuação suja**, nas quais o Banco Central intervém, esporadicamente, para amenizar as oscilações especulativas das taxas de câmbio. O problema prático consiste em saber até que ponto as flutuações são ou não desvios especulativos em relação a uma tendência.

Outros sistemas entraram em vigor, a saber: (a) a **flexibilidade administrativa**, pela qual não existe uma taxa que as autoridades sejam obrigadas a defender, embora elas intervenham à vontade; (b) a **fixação ajustável**, por meio da qual as autoridades aceitam um compromisso de defender a taxa no nível fixado no período, porém com direito de alterá-la em certas circunstâncias; (c)

as **minidesvalorizações** (*crawling peg*), em que a taxa é fixada, alterando-a gradualmente no tempo, por meio de uma série de pequenas mudanças, a fim de amenizar as variações abruptas na taxa de câmbio; e (d) o sistema de **bandas de câmbio** (*target zone*), em que o Banco Central fixa duas taxas extremas  $E^i$  e  $E^s$  (limite inferior e limite superior), dentro das quais ele deixa flutuar livremente a taxa de câmbio. As faixas-alvo requerem a coordenação de políticas macroeconômicas. Especificamente, em um regime de bandas, os governos devem sincronizar as políticas fiscal e monetária (FRENKEL, GOLDSTEIN, 1986; SVENSSON, 1992; SIMONSEN, CYSNE, 1995).

A banda de câmbio é um sistema cambial intermediário que leva em consideração o compromisso ou *commitment* da autoridade monetária em resguardar os limites da zona-alvo para a taxa de câmbio na implementação ou na execução de políticas econômicas. É um sistema que se distingue bastante das taxas flexíveis, pelas quais as autoridades monetárias estão livres para intervir no mercado monetário de forma discricionária, o que acaba gerando instabilidade nas expectativas dos agentes econômicos, prejudicando, assim, a credibilidade das políticas governamentais.

Cukierman, Kiguel e Leiderman (1994) consideram a banda como a consequência de um problema de otimização do *policymaker*, cuja função-objetivo compara o nível da taxa de câmbio real com o nível da taxa de câmbio nominal, de modo a preservar e melhorar a competitividade das exportações, ao mesmo tempo em que evita as possíveis consequências inflacionárias da depreciação do câmbio.

O *trade off* entre o nível da taxa de câmbio real e o nível de variabilidade da taxa de câmbio  $V(\pi)$  nominal origina-se de choques nas contas corrente e capital do balanço de pagamentos. Assumindo que o *policymaker* maximize  $\pi$ , tem-se:

$$V(\pi) = x[\pi - \pi^e] - \pi^2/2 \quad (1)$$

onde  $\pi$  e  $\pi^e$  são, respectivamente, as taxas de depreciação da taxa de câmbio nominal atual e esperada, e  $x$  é uma variável estocástica.

Dado  $\pi^e$ , o *policymaker* pode produzir uma depreciação real, tornando  $x$  maior que  $\pi^e$ , e uma apreciação, tornando  $x$  menor que  $\pi^e$ . Tem-se, então, que  $x$  está diretamente relacionado com a divergência existente entre as taxas de câmbio atual e desejada no dado valor histórico da taxa nominal de câmbio, que, por sua vez, depende dos choques que afetam a conta corrente ou de capital do balanço de pagamentos.

O segundo termo da equação (1) reflete os custos da depreciação da taxa de câmbio nominal e sua variabilidade, quando  $\pi$  é positivo, e somente a variabilidade, quando  $\pi$  é negativo. Dessa forma, o valor médio de  $x$  é uma medida do

grau médio de insatisfação dos *policymakers* com a taxa de câmbio real relativa à variabilidade da taxa de câmbio. Assim,  $x$  pode ser considerado como uma medida de desalinhamento da taxa de câmbio real.

Além disso, esses autores consideram a banda como um compromisso parcial do *policymaker*, uma vez que este se compromete a manter a taxa de câmbio nominal somente diante dos choques fundamentais. Ao firmar esse compromisso, ele é capaz de aumentar sua credibilidade e, conseqüentemente, diminuir as expectativas de depreciação da taxa de câmbio, aumentando, assim, o valor da função-objetivo, quando  $x$  é, predominantemente, positivo.

O custo associado a esse ganho em credibilidade é uma perda em flexibilidade. A largura politicamente ótima da banda é determinada pela análise dos benefícios da credibilidade e do custo da flexibilidade reduzida, ou seja, a escolha da largura da banda envolve um *trade-off* entre credibilidade e flexibilidade. Manter ou não uma banda depende da comprovação dos efeitos dos choques interno e externo e do custo político do abandono dessa banda.

Esses custos envolvem a existência de uma série de compromissos efetivos, nos quais o pré-anúncio da banda evita que a autoridade monetária ajuste a taxa de câmbio. Assim, uma relação inversa é estabelecida entre a largura da banda e a credibilidade governamental, isto é, a largura da banda diminui em resposta a um aumento do compromisso. Resumidamente, a credibilidade da banda é maior quanto maior for a reputação do *policymaker* e maior o custo de renegá-la.

Ao compararem o regime de bandas de câmbio com os sistemas flexível e fixo (bem como suas variantes de flutuação administrada e fixação ajustável, caracterizadas pela incerteza de quando o governo irá intervir), Frenkel e Goldstein (1986) concluem que as zonas-alvo para a taxa de câmbio correspondem a um sistema que combina atributos e características de ambos os sistemas cambiais, flexível e fixo.

Diferentemente do sistema puro de flutuação, as autoridades monetárias são encorajadas a intervir para conseguirem níveis desejáveis da taxa de câmbio dentro da banda. Em relação ao sistema de flutuação administrada, as bandas de câmbio diferem em dois aspectos: (a) as autoridades estabelecem a zona para a taxa de câmbio por algum período futuro, e (b) espera-se que estas prestem maior atenção à taxa de câmbio durante a condução da política monetária, de tal forma que mantenha a taxa de câmbio atual dentro da zona-alvo.

Comparada com a fixação ajustável, a zona-alvo não exige, necessariamente, um compromisso formal de intervenção no mercado cambial para resguardar a taxa de câmbio dentro da zona, abstenendo-se, assim, das intervenções desestabilizadoras. Finalmente, as zonas-alvo diferem do sistema fixo de taxa de câmbio, no qual as intervenções são obrigatórias, enquanto as bandas de câmbio podem ser, ocasionalmente, revistas e mudadas, se necessário.



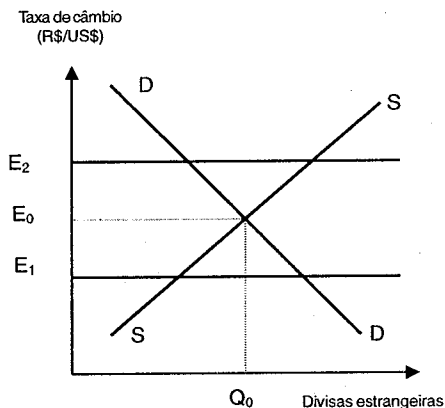
Segundo Araújo e Feijó Filho (1994), o regime de bandas de câmbio procura absorver o melhor de cada um dos regimes existentes, sem incorrer em seus defeitos. Assim, não se abdica da âncora nominal, mas se permite que o câmbio flutue dentro de uma faixa, o que confere alguma flexibilidade à taxa de câmbio real. Por exemplo, caso o câmbio real esteja sobrevalorizado, ele simplesmente caminha em direção ao limite superior, sem que as autoridades econômicas percam suas reservas.

Svensson (1992), analisando as extensões do modelo-padrão de Krugman (1991), o qual pressupõe intervenções marginais, conclui que as bandas de câmbio apresentam grande similaridade com a flutuação administrada com uma paridade central, mas sem uma banda explícita. No caso das bandas de câmbio, o estabelecimento de bandas oficiais expressa o compromisso da autoridade monetária em estabilizar a taxa de câmbio em relação à paridade central e não o compromisso de que o governo somente intervenha nas margens, pressuposição esta fundamental do modelo de Krugman (1991).

A Figura 2 ilustra o regime de bandas de câmbio com flutuações dentro de limites preestabelecidos. O Banco Central fixa uma zona de flutuação para a taxa de câmbio, e qualquer tentativa de superação dos extremos da banda desencadeia intervenções desse banco, que, dessa forma, mantém o câmbio dentro dos limites desejados.

Figura 2

Ilustração das zonas-alvo para a taxa de câmbio



O equilíbrio no mercado de divisas é dado pela interseção das curvas de demanda (DD) e de oferta (SS). Pelo conceito de bandas de câmbio, as forças de mercado podem atuar no intervalo  $E_1E_2$ . Se o mercado levasse o câmbio até o nível  $E_2$ , o Banco Central venderia divisas ou aumentaria a taxa de juros. Caso o mercado conduzisse o câmbio ao nível  $E_1$ , o Banco Central, nesse caso, compraria divisas ou diminuiria a taxa de juros. Vale ressaltar que, mesmo que a autoridade monetária não promova diminuição e/ou aumento da taxa de juros por meio da venda/compra de seus títulos, ou seja, que defenda o câmbio pela compra ou venda de reservas, as taxas de juros tendem a diminuir e/ou elevar. Com efeito, a compra ou a venda de reservas ao mercado aumenta ou reduz a quantidade de dinheiro em circulação, produzindo, naturalmente, a diminuição ou aumento do custo do dinheiro.

Dessa forma, nas intervenções do Banco Central, com vistas à defesa da paridade cambial, a taxa de juros tem que ser compatível com o compromisso da autoridade monetária para com a área de flutuação do câmbio. Por isso, no regime de bandas de câmbio, há uma tendência de maiores oscilações na taxa de juros, visto que ela é tão alta quanto necessária para evitar uma desvalorização cambial não prevista pela autoridade monetária e tão baixa quanto necessária, no caso da defesa contra uma valorização indesejada.

## **2 - Retrospectiva dos regimes cambiais brasileiros**

### **2.1 - A evolução do sistema monetário internacional**

Durante a II Guerra Mundial, a economia internacional apresentava-se desordenada e debilitada. Os países que, direta ou indiretamente, faziam parte da guerra, elevaram os déficits comerciais existentes. A maioria viu-se obrigada a emitir mais dinheiro para financiar equipamentos bélicos, elevando a inflação. Concomitantemente, esses países eram forçados a promover sucessivas desvalorizações cambiais, para poder competir no Exterior com seus produtos e tentar impedir que suas moedas não ficassem supervalorizadas em relação às outras, o que pioraria ainda mais a situação dos balanços de pagamentos.

O sistema financeiro internacional, até então, funcionava através da credibilidade e da conversibilidade das moedas consideradas fortes, a saber, libra, dólar, franco, dentre outras, que eram livremente aceitas. Com as sucessivas desvalorizações por que passaram, além das restrições comerciais impostas por alguns países através do controle cambial e da inconvertibilidade de

algumas dessas moedas, o sistema financeiro internacional viu-se comprometido, dificultando ainda mais as transações comerciais no mercado internacional (ROLFE, BURTLE, 1975).

Ao final da II Grande Guerra Mundial, em 1944, realizou-se em Bretton Woods — New Hampshire, EUA — uma conferência internacional, com a participação de 45 representantes de diferentes países. Nessa conferência, criou-se o Fundo Monetário Internacional (FMI), com a finalidade de fazer empréstimos de curto prazo aos países, no sentido de ajudá-los a sustentarem suas moedas em épocas de dificuldade temporária do balanço de pagamentos. Criou-se também, nessa ocasião, o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (ou Banco Mundial), com a finalidade de conceder empréstimos de longo prazo aos países em desenvolvimento. Nessa conferência, instituiu-se o Acordo de Bretton Woods, governado pelas regras do FMI, que começou a vigorar em 1946. Por esse sistema, as moedas seriam obrigadas a manter uma paridade fixa com o dólar, que era fixado em relação ao ouro (HALL, TAYLOR, 1989).

Segundo Brun (1984), essa estrutura monetária apresentava alguns inconvenientes. Em primeiro lugar, a variação do estoque mundial de ouro dependeria da taxa de produção desse metal, que poderia não acompanhar o ritmo de crescimento do comércio mundial. Em segundo lugar, o dólar poderia não se espalhar pelo resto do mundo em grande escala, salvo se o balanço de pagamentos norte-americano se apresentasse deficitário. Por outro lado, esse déficit geraria desconfiança no dólar, que era utilizado como reserva internacional.

Em 1958, as nações passaram a acumular dólares para construir suas reservas, coisa até então difícil devido à sua escassez. Daí em diante, as moedas praticamente conversíveis começaram a ser trocadas livremente. Dessa forma, ocorreram conversões de dólares em ouro, tornando-se mais evidentes as dificuldades do sistema, demonstradas na conseqüente supervalorização do dólar nesse período.

Em 1965, os Estados Unidos viviam um período de alta inflação, em virtude dos gastos simultâneos na Guerra do Vietnã e na política interna de bem-estar social, sem a necessária arrecadação de impostos que pudesse custear esses gastos, bem como déficits consideráveis no balanço de pagamentos. O país não podia desvalorizar o dólar em razão do Acordo de Bretton Woods, embora, para o período em questão, não houvesse outra saída. Uma desvalorização do dólar, segundo Brun (1983), seria o único meio capaz de evitar uma crise mundial de conseqüências desastrosas.

Em 1970, foram criados os Direitos Especiais de Saque (DES), uma moeda de conta também conhecida por papel-ouro. Embora não fosse conversível em ouro, sua finalidade era suprir meios adequados de reserva a um mundo caracterizado por rápido crescimento do comércio internacional.

Em julho de 1971, os Estados Unidos abandonaram a conversibilidade do dólar em ouro, ao mesmo tempo em que impuseram uma sobretaxa de 10% em toda sua importação e promoveram uma desvalorização do mesmo. Essa decisão norte-americana representou, praticamente, o fim do sistema Bretton Woods.

Embora suspendendo a conversibilidade do dólar, os Estados Unidos resistiam fortemente à desvalorização e insistiam para que os outros países valorizassem suas moedas. A valorização tornaria as exportações dos demais países mais caras e suas importações mais baratas, contribuindo para a redução dos déficits do balanço de pagamentos dos Estados Unidos.

Em fevereiro de 1973, ocorreu uma nova desvalorização do dólar, que, juntamente com a inconvertibilidade do dólar em ouro, determinou definitivamente o fim do Acordo Bretton Woods. A partir de março daquele ano, a maioria dos países passou a utilizar taxas de câmbio flutuantes.

## **2.2 - A evolução dos regimes cambiais brasileiros**

O Brasil teve, ao longo de sua história econômica, diferentes experiências de políticas cambiais. De acordo com Villela e Suzigan (1975), na evolução da política cambial brasileira, entre 1889 e 1946, podem-se distinguir várias etapas. A primeira, que vai até outubro de 1917, quando o mercado cambial gozava de completa liberdade nas operações. A segunda, de outubro de 1917 a novembro de 1926, quando se iniciaram os sistemas de controle cambial das operações financeiras, visando, primeiramente, reduzir as remessas de valores para o Exterior, em razão da situação de guerra, e, posteriormente, eliminar as especulações exercidas pelos bancos privados no mercado de câmbio. A terceira, de 1927 a 1930, quando uma crise na produção interna levou o governo a um saneamento monetário, pelo qual se deram a quebra do padrão da moeda brasileira e a estabilização do câmbio pela criação da Caixa de Estabilização. De fato, a fixação da taxa cambial a um alto nível de desvalorização, em relação à que se estabelecia pelo livre jogo de mercado, manteve estável o câmbio por quase três anos; secundariamente, porém, o objetivo era favorecer o crescimento da produção interna. Os exportadores passaram a receber mais moeda doméstica por moeda estrangeira exportada, e os anos que se seguiram foram de grande expansão na produção interna para exportação, mormente de café, que, além desse benefício cambial, teve preços aumentados em decorrência da política de valorização daquele produto no mercado mundial. Da mesma maneira, a produção industrial foi beneficiada pelo encarecimento das importações, além de ter a taxa cambial atraído capitais estrangeiros para aplicações em empreendimen-

tos de ordem privada. A quarta fase, de 1931 a 1938, que compreende o período em que se adotou o controle direto do mercado de câmbio, com o monopólio cambial através do Banco do Brasil. E, finalmente, o período de 1939 a 1946, quando se deu o retorno à liberdade cambial.

Esses mesmos autores colocam que, no decorrer do último período, o Brasil acumulou considerável estoque de reservas cambiais, em decorrência das condições favoráveis do comércio externo devido à II Guerra Mundial. No entanto, ao findar esse conflito, houve forte pressão de demanda de importações de bens de consumo e de capital. Adotou-se, assim, uma política de liberalização de importações, que implicou o esgotamento rápido dos saldos de divisas acumuladas e iniciou o surgimento de desequilíbrios no balanço de pagamento. O Governo viu-se forçado a adotar uma política de restrições quantitativas às importações, sem fazer uso de uma política cambial que pudesse combater o declínio da taxa de câmbio real, que vinha provocando desestímulos às exportações.

### **2.2.1 - O período de 1950 a 1968**

Em meados da década de 50, foi instituído o sistema de taxas cambiais múltiplas com bônus e impostos. Segundo Huddle (1972), o sistema que vigorava, antes de 1953, era o de taxas fixas, supervalorizadas, com licenças de importação e numerosos controles, além da corrupção generalizada no setor de controle cambial. O sistema de múltipla licitação tinha como base a diferenciação de taxas cambiais como forma de incentivar as exportações, privilegiando os principais produtos da pauta. Do lado da importação, as licenças foram eliminadas e substituídas por vendas em leilão de licenças de câmbio. O órgão monetário Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc) dividia as divisas estrangeiras disponíveis em cinco categorias diferentes. Cada leilão correspondia a uma categoria específica e era sujeito a um prêmio mínimo. Algumas importações, no entanto, não obedeciam ao sistema de leilão, como os itens importados pelos órgãos governamentais, considerados essenciais para a economia brasileira (GOLDSMITH, 1986).

Com a instituição das licitações, os lucros advindos de propinas, que eram distribuídos entre funcionários encarregados do controle de câmbio e políticos, foram canalizados para os exportadores, por meio da efetiva e substancial desvalorização da moeda doméstica, iniciada em outubro de 1953 (cerca de 30% para o café e 50% para todas as demais exportações) e continuada posteriormente. O restante da margem, que antes se dirigia para políticos e funcionários do setor cambial, reverteu ao Governo, sendo vinculado a certas utilizações,

como: financiar a estocagem de café pelo Tesouro à mais ampla aplicação em empréstimos a longo prazo e a baixas taxas de juros ao setor agrícola e a investimentos de natureza social, como a construção de estradas. Na prática, uma pequena fração dos recursos foi utilizada para empréstimos à agricultura, em particular a pequenos agricultores; em sua maior parte, tais fundos favoreceram fortemente o setor industrial (HUDDLE, 1972; NICHOLLS, 1972).

De acordo com a **Conjuntura Econômica** (1976), a utilização desse sistema sofreu várias críticas, tanto dos exportadores tradicionais, prejudicados pelo “confisco cambial”, como de potenciais exportadores, que se sentiam desestimulados pela permanente sobrevalorização do cruzeiro. A constatação de que era preciso incrementar a geração de divisas levou o Governo a adotar uma política de estímulos às exportações não tradicionais, notadamente de manufaturados. Foi um período também marcado pelo desencorajamento da produção nacional de alguns bens, à medida que se estimulava a produção de bens de consumo, que tinham lucros altamente protegidos.

Em síntese, as principais implicações dessa reforma cambial foram a consolidação da reserva de mercado para as produções substitutivas das importações, mediante o encarecimento relativo das importações incluídas nas categorias com taxas de câmbio mais elevadas, e a concessão de subsídios já implícitos nas categorias de câmbio mais baixas, visando à entrada de bens de capital e de insumos requeridos para o desenvolvimento industrial.

De acordo com Leão Júnior (1986), a partir de 1961, o Brasil, dentro do esquema Bretton Woods, passou a utilizar a taxa de câmbio fixa com ajustamentos esporádicos, podendo desvalorizá-la, se necessário fosse, em até 10%. Nos intervalos entre as variações, a taxa cambial ficava defasada em relação à inflação interna, provocando instabilidade nas importações e nas exportações. Sendo os reajustes com períodos médios de 10 meses, as exportações brasileiras tornavam-se relativamente mais caras entre os ajustamentos, quando se aproximava o fim do período, e os parceiros comerciais adiavam ou paralisavam suas importações com o mercado brasileiro, esperando que nova desvalorização, com taxas mais favoráveis, ocorresse. Por outro lado, as importações tornavam-se relativamente mais baratas e eram, assim, subsidiadas com um declínio real da proteção tarifária.

Na área do comércio, a posição brasileira defendida em Bretton Woods era que a organização de comércio deveria ter como uma de suas principais responsabilidades o problema dos preços dos produtos primários, que estava na raiz das dificuldades dos pagamentos dos produtores primários. Entretanto isso envolvia, basicamente, o problema da agricultura, setor que sempre provocou um protecionismo tenaz, que, ainda hoje, apesar da Organização Mundial do Comércio (OMC), constitui uma dificuldade real (B. Diplom. Econ., 1995).

Durante o período de vigência do sistema Bretton Woods, o Brasil foi marcado pela especulação, já que lucros excepcionais eram possíveis, em virtude da fixação da taxa por longos períodos e com inflação contínua. A desvalorização ocorria com o fim de eliminar o efeito nocivo da inflação, permitindo uma elevação significativa de entrada de capital no País, uma vez que, no início do período, a expectativa de nova desvalorização era inexistente. Do mesmo modo, antes de nova desvalorização ocorrer, havia uma saída considerável de capital, já que a desvalorização acontecia sempre no início de cada ano.

### **2.2.2 - O período das minidesvalorizações de 1968 a 1990**

Dada a existência de um processo inflacionário, que não podia ser debelado rapidamente por uma política gradualista, em agosto de 1968 o Governo brasileiro adotou um novo sistema cambial, as minidesvalorizações, ou seja, variações pequenas e freqüentes na taxa cruzeiro/dólar, com o intuito de acabar com as especulações do período anterior, mediante as desvalorizações e a fixação da taxa de câmbio por longos períodos, e estabilizar a remuneração real do setor exportador, ajudando, assim, a aumentar as exportações. A partir desse período, o Banco Central, a intervalos variáveis, freqüentes e curtos, passou a emitir comunicados, nos quais informava as novas taxas de compra e venda para o dólar norte-americano. Tal mecanismo foi considerado o mais adequado para neutralizar os efeitos nocivos da inflação sobre o balanço de pagamentos (ZINI JÚNIOR, 1993).

A política cambial brasileira de minidesvalorizações seguiu o critério da paridade de poder de compra relativa (PPC) e passou a ser esperada como a regra básica pelos participantes do mercado. Segundo o critério da PPC relativa, a desvalorização da moeda deve ser igual à diferença entre a inflação doméstica e a internacional. Mantendo constantes outros fatores, a regra evita a deterioração nas contas externas, pois preserva a remuneração real do setor exportador, isto é, preserva uma taxa de câmbio real constante (ZINI JÚNIOR, 1993).

Tal política não exigiu a vinculação a uma regra específica ou à PPC. No entanto, o Brasil e alguns outros países decidiram usar o critério da PPC relativa, visando obter estabilidade no câmbio real e nos movimentos de capital.

Segundo Suplicy (1979), somente em três episódios não foi possível seguir o critério da PPC relativa na economia brasileira, a saber: (a) desvalorizações um pouco maiores no início de 1979, visando atingir o objetivo de desvalorizar a moeda em 10%, em termos reais, ao longo do ano; (b) desvalorização nominal de 30% do cruzeiro em relação ao dólar, decretada em dezembro de 1979; e (c) desvalorização nominal de 30% acompanhada por políticas contracionistas severas em fevereiro de 1983.

A política cambial das minidesvalorizações podia ser caracterizada como de flutuação “suja”, embora com alguns graus de liberdade a menos (ZINI JÚNIOR, 1993). De um lado, a taxa de câmbio não era fixa, uma vez que as cotações nominais oscilavam, mas tampouco havia o câmbio livre, pois o Governo interferia no mercado.

Dois elementos assinalaram a política: os pequenos intervalos entre as desvalorizações e seu pequeno valor em cada episódio. De 1968 a 1983, esses intervalos foram de três a 10 dias. De 1984 a fevereiro de 1986, quando a política foi suspensa pelo Plano Cruzado, a frequência das desvalorizações aumentou, passando para desvalorizações pré-anunciadas diárias no final de 1985. No final de 1986, as minidesvalorizações foram novamente introduzidas.

### **2.2.3 - O período das taxas flutuantes administradas de 1990 a 1995**

Em 1990, com o advento do Plano Collor, o regime cambial brasileiro foi modificado. As minidesvalorizações foram substituídas por um regime de taxas flutuantes, administradas com restrições cambiais (sem livre conversibilidade).

De acordo com Souza (1991), as principais vantagens da introdução do regime de flutuação administrada seriam: 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 Econômica; e a despolitização das mudanças na taxa de câmbio. Por sua vez, 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. A volatilidade da taxa de câmbio real manteve-se, entre 1990 e 1991, em torno do nível alcançado no período crítico, que vai de 1988 a 1990. 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).

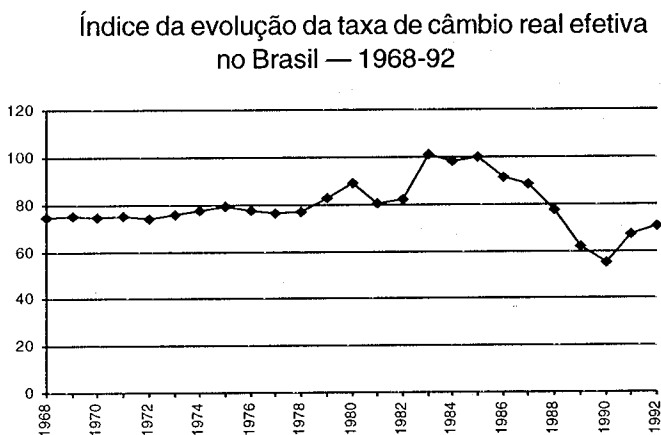
Como se observa na Figura 3, desde 1968, com a introdução das minidesvalorizações cambiais, o único ano em que a taxa de câmbio real efetiva<sup>2</sup> atingiu a sua média anual mínima (regime de flutuação administrada) foi 1990.

---

<sup>2</sup> É uma taxa ponderada pela participação normalizada das exportações de 15 países.



Figura 3



FONTES: ALMEIDA, M. C. G. (1995). Efeitos da política cambial na balança comercial do Brasil: 1968-1992. **Nova Economia**, Belo Horizonte: UFMG, ed. Esp., p.161-198.

NOTA: Os dados têm como base 1985 = 100.

A crise cambial de 1991 só não foi desastrosa para a América Latina dado o novo cenário econômico internacional. A queda das taxas de juros de curto prazo nos mercados internacionais de capitais, que acompanhou a recessão generalizada nos países da OCDE, foi a grande novidade da economia internacional em 1991. A combinação taxa de juros internacionais em baixa e taxa de juros internos em alta, num momento em que os riscos cambiais das operações privadas com a América Latina se tornavam menores e escasseavam as oportunidades para aplicações de curto prazo com alta rentabilidade na economia internacional, recolocou o Brasil na rota de aplicação dos capitais voluntários, ainda que em posição menos destacada do que Argentina, Chile, México e Venezuela (Anál. Merc. Câmbio, 1995).

Além da mudança favorável no cenário internacional, 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-lei, 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-lei permitiram a diver-

sificação das modalidades de captação externa, em resposta às inovações financeiras introduzidas, nos últimos anos, nos mercados internacionais de capitais (BAUMANN, 1996).

Após a política de realinhamento cambial adotada no último trimestre de 1990, houve nova tendência de valorização da taxa de câmbio real efetiva até agosto de 1991, como pode ser observado na Tabela 1.

Tabela 1

Índices da taxa de câmbio real efetiva no Brasil — 1990-93

ANOS	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	JUN
1990	70,3	66,4	58,6	66,8	66,3	67,8
1991	90,2	83,4	79,7	81,1	80,9	80,5
1992	89,3	88,2	90,3	93,0	92,5	92,5
1993	85,4	86,1	85,2	85,5	83,5	83,3
ANOS	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
1990	71,3	69,3	67,2	75,6	82,5	88,5
1991	80,2	79,3	80,0	85,5	86,4	90,3
1992	92,0	88,0	85,7	85,8	86,0	84,6
1993	81,7	80,4	78,6	79,4	79,1	78,0

FONTE: BOLETIM CONJUNTURAL (1995). Rio de Janeiro : IPEA, n.26, 53p.

NOTA: Os dados têm como base 1988 = 100.

Vale ressaltar 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. Na segunda fase, iniciada em 1991 e que se estendeu até 1993, procedeu-se à liberalização comercial propriamente dita, com o anúncio de um cronograma de redução tarifária, bem como das tarifas máximas.

Outra data importante em matéria de política comercial foi a assinatura do Tratado de Assunção, em 1991, para a constituição do Mercosul por Argentina, Brasil, Paraguai e 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 Liberalização Comercial, que consistiu de reduções tarifárias progressivas, lineares e automáticas, acompanhadas da eliminação das barreiras não tarifárias. O objetivo era atingir, em 31 de dezembro de 1994, a tarifa zero entre os países-membros, sem barreiras não tarifárias para a totalidade do universo tarifário (JANK, 1993).

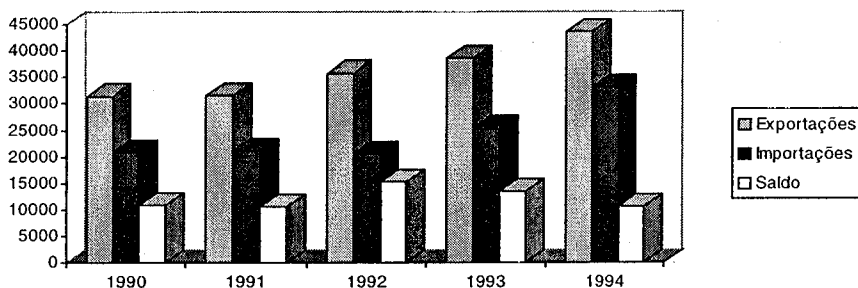
No final do Governo Collor, a equipe econômica deu prioridade ao ajustamento externo. Para viabilizá-lo, o estabelecimento de uma taxa cambial real, favorável às atividades exportadoras desde o final de 1991, foi elemento central, orientador das estratégias empresariais (Tabela 1). O regime de taxas cambiais flutuantes tornou-se, na prática, muito semelhante a um *crawling peg*.

Assim, 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 impulsionaram as exportações em 1992 (Figura 4).

Figura 4

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

(US\$ milhões)



FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1995). Brasília, DF, v.31, n.1/12.

Segundo o Ministério da Ciência e Tecnologia (ESTUDO..., 1993), o desajuste 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. 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 recorreram ao mercado financeiro interno para se financiarem, com taxas de juros várias vezes mais elevadas do que aquelas recebidas na aplicação das reservas internacionais.

A combinação de desvalorização, recessão, taxas de juros elevadíssimas e estoque crescente da dívida pública interna inviabilizou qualquer ajuste permanente das contas públicas. Em decorrência disso, a credibilidade da equipe econômica foi, progressivamente, diminuindo. A inflação entrou novamente em espiral ascendente, e a taxa de câmbio iniciou um processo de valorização, que se estendeu até o final de 1993 (Tabela 1).

O superávit comercial apresentado em 1993 (Figura 4) deve-se à redução das taxas nominais de juros internas, facilitada pela queda das taxas de juros internacionais. Além disso, os países da ALADI e os EUA (recém-saídos de uma longa recessão) absorveram o incremento das exportações.

Em dezembro de 1993, a nova equipe econômica, liderada por Fernando Henrique Cardoso, propôs um plano de estabilização em três fases. Na primeira, durante janeiro-fevereiro de 1994, reforçou-se a disciplina fiscal com aprovação, por parte do Congresso, de algumas medidas de emergência de contenção de despesas, permitindo um déficit orçamentário próximo de zero para 1994. Na segunda fase, salários, preços e tributos foram redenominados em uma nova unidade de conta, a Unidade Real de Valor (URV). No período de março a junho, a URV foi usada como um dólar contábil, posto que sua razão de troca foi mantida em aproximadamente um dólar no primeiro semestre daquele ano. A segunda fase obteve um sucesso apenas parcial, uma vez que houve um resíduo inflacionário importante em julho. Por outro lado, a ausência de congelamentos e de controles de preços no lançamento da terceira fase aumentou o apoio empresarial ao Plano Real (ZINI JÚNIOR, 1996).

Em 1º de julho de 1994, iniciou-se a terceira fase do Plano, com a substituição da moeda velha pelo real. A taxa de conversão entre o cruzeiro real e o real foi estabelecida em CR\$ 2.750,00 igual a R\$ 1,00 (um real sendo igual a uma URV), com a substituição do meio circulante. Na ausência de congelamento ou de controle de preços, a disciplina sobre a formação de preços do setor privado ficou a cargo da taxa de câmbio e do rápido aprofundamento do processo de abertura comercial.

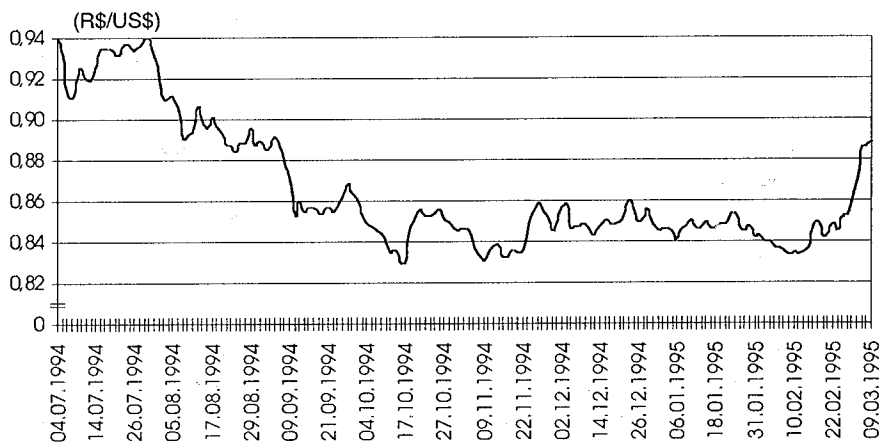
O regime da taxa de câmbio, formalmente, continuou flutuante, sem livre conversibilidade. Segundo Garcia (1995), dada a opção por uma política monetária ativa, com limites quantitativos para a expansão da base monetária, a ausência do Banco Central nas compras de divisas, para sustentar as cotações do real, foi fundamental para manter os tetos para emissão, neutralizando o

principal fator de expansão da base monetária nos últimos anos. Ademais, o Banco Central impôs a exigência de 100% de reservas bancárias sobre o crescimento dos depósitos à vista e uma taxa de reservas de 20% sobre as contas de poupança, as contas do FAF e os depósitos a prazo.

O compromisso oficial era para com a defesa de um teto para a taxa de câmbio, com o Banco Central comprometendo-se a vender dólares por R\$ 1,00. Permitiu-se que a taxa de câmbio nominal fosse substancialmente valorizada até meados de outubro, quando esta atingiu seu ponto mais baixo. A crescente oferta líquida de divisas no início de outubro passou a exigir a presença destacada do Banco Central no mercado, para evitar excessiva apreciação do real. A taxa de câmbio caiu de R\$ 0,853/US\$ 1,00 ao final de setembro para R\$ 0,829/US\$ 1,00 no dia 14 de outubro (Figura 5).

Figura 5

Taxa de câmbio nominal do real — jul./94-mar./95



FONTE: Banco Central do Brasil.

Essa situação forçou a adoção de medidas de maior impacto, com vistas a buscar um novo patamar de equilíbrio da taxa de câmbio, sem necessidade da constante intervenção do Banco Central. A maior parte das medidas implementadas em 19 e 20 de outubro procurou restringir a oferta de divisas, abrangendo tanto as operações relacionadas ao comércio como as de natureza

financeira, tendo-se destacado: (a) a redução dos prazos para contratação de câmbio previamente ao embarque de mercadorias, reduzindo a atratividade das operações de Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC), sendo instituído, posteriormente, um compulsório de 15% sobre essas operações; (b) a vinculação da contratação de câmbio ao produto a ser exportado; (c) a proibição de que terceiros efetuassem pagamentos antecipados de exportação, ao mesmo tempo em que foi suspenso o ingresso de recursos na forma de pagamento antecipado de exportação para as operações de longo prazo; (d) a elevação do IOF sobre os ingressos de recursos externos, na forma de empréstimos em moeda, fundos de renda fixa e investimentos em títulos e aplicações em valores imobiliários; (e) a proibição para os fundos de privatização direcionarem recursos para aplicação em títulos da dívida pública federal; (f) a eliminação da possibilidade de aplicação em FAF por parte dos investidores estrangeiros; (g) a autorização para as entidades fechadas e abertas de previdência privada, sociedades seguradoras e sociedades de capitalização aplicarem recursos nos fundos de investimento no Exterior; e (h) a eliminação de limites na aquisição de divisas para diversas operações no segmento de taxas flutuantes<sup>3</sup> (B. BACEN, 1995).

Além disso, a brusca queda da inflação, após a implementação do Plano Real, desencadeou forte aumento de consumo, superior à capacidade de incremento da oferta no curto prazo. Com isso, de forma a adequar a oferta à demanda por bens e serviços na economia, a equipe econômica anunciou medidas que facilitavam as importações, sinalizando ao mercado que o déficit comercial seria financiado por recursos externos.

Políticas econômicas semelhantes haviam sido implementadas por México e Argentina, países emergentes como o Brasil. Naquelas nações, os déficits comerciais, que surgiam com a estabilização da moeda local valorizada em relação ao dólar, eram financiados pelo ingresso de capitais de curto prazo, que, devido aos baixos juros praticados nas nações de Primeiro Mundo, procuravam os países emergentes, que remuneravam melhor o capital financeiro. Além disso, a política de utilizar o enrijecimento do câmbio como uma das âncoras para o controle da inflação dava certa garantia de que o capital aplicado e sua remuneração não seriam depreciados via desvalorização cambial (CUNHA, 1995; Anál. Merc. Câmbio, 1995).

---

<sup>3</sup> Pela denominação do Banco Central do Brasil, taxas flutuantes referem-se ao segmento paralelo no mercado de câmbio, enquanto taxas livres se referem ao segmento oficial ou comercial. A diferença de valor entre taxa de câmbio no mercado paralelo e no mercado oficial é chamada de ágio. Sua exata magnitude varia ao sabor da conjuntura econômica, dos rumores do mercado de câmbio e de movimentos especulativos.

Em dezembro de 1994, no âmbito de política externa, duas importantes decisões de longo prazo foram negociadas, a saber: (a) na reunião de cúpula das Américas, em Miami, decidiu-se começar imediatamente as negociações para estabelecer a Área de Livre Comércio das Américas (ALCA); (b) 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 entre 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 (R. Brasil. Com. Ext., 1997).

Ocorreram, contudo, dois fatos que afetaram o otimismo quanto às possibilidades de acesso a novos mercados e a financiamentos externos para a economia brasileira. O primeiro foi que, em janeiro, a Libor atingiu 6,8%, o dobro do nível de janeiro de 1994, diminuindo os atrativos dos mercados emergentes, dentre eles o Brasil. O outro foi a deflagração da crise mexicana, ao final de dezembro de 1994, a qual acelerou o movimento de retirada de capital externo aplicado em países emergentes, ao provocar o receio de que a crise se espalhasse entre essas nações. Além disso, os aplicadores tornaram-se mais seletivos em relação ao país onde investir seu capital, reduzindo a oferta de recursos externos (Anál. Merc. Câmbio, 1995).

#### **2.2.4 - O regime de bandas cambiais no período atual**

A nova conjuntura internacional gerou dificuldades de captação de recursos externos que financiassem o elevado saldo negativo nas transações correntes do País em 1995. Nesse contexto, e numa tentativa de se evitar a recente experiência mexicana, o Governo brasileiro alterou a política cambial então vigente. Estabeleceu-se, formalmente, no dia 6 de março, o sistema de bandas cambiais, restringindo a flutuação do real em relação ao dólar entre os limites de R\$ 0,86 e R\$ 0,90, a vigorar até 1º.05.95 e de R\$ 0,86 e R\$ 0,98 a partir de 02.05.95. Dúvidas em relação à possibilidade de mudanças nesses parâmetros, antes da data prevista, contribuíram para a ocorrência de um movimento especulativo contra o real, exigindo a participação do Banco Central, nos dias 07.05.95 e 08.05.95, para atender à demanda de divisas e, assim, manter a taxa de câmbio dentro dos limites fixados (B. BACEN, 1996).

A fim de restabelecer a sua credibilidade frente aos operadores do mercado cambial, o Banco Central vendeu parte importante das reservas internacionais (cerca de US\$ 6 bilhões) para manter o controle da política cambial. Foram

editadas diversas medidas visando reverter aquelas que haviam sido adotadas no segundo semestre de 1994. Assim, foram reduzidas as alíquotas do IOF sobre o ingresso de recursos externos e os prazos para captação e renovação de empréstimos externos, bem como os prazos para repasse interno de recursos. Adicionalmente, foi reduzido o valor da posição comprada de câmbio que poderia permanecer com os bancos, desestimulando, dessa forma, movimentos especulativos, uma vez que o excedente a US\$ 5 milhões (anteriormente US\$ 50 milhões) deveria ser compulsoriamente depositado no Banco Central, no que diz respeito ao segmento livre, e US\$ 1 milhão (anteriormente US\$ 10 milhões), relativo ao segmento flutuante. No âmbito do comércio, retornaram os incentivos à exportação — basicamente via ACC — e elevaram-se as alíquotas do imposto de importação dos produtos que estavam pesando na pauta de importações, tais como automóveis e eletrodomésticos (B. BACEN, 1996).

Em 10 de março, foi definida uma banda única, com o real fluando dentro dos limites de R\$ 0,88 a R\$ 0,93 por dólar, a prevalecer por tempo indeterminado. Essas mudanças restabeleceram a normalidade no mercado, levando o Banco Central a recompor, nos dias 10, 13 e 14, cerca de US\$ 2 bilhões das divisas vendidas. Dentro dos novos parâmetros da banda cambial, a taxa de câmbio chegou a atingir R\$ 0,914/US\$ 1,00, mas recuou para R\$ 0,896/US\$ 1,00 ao final do mês. A taxa de câmbio apresentou um comportamento de valorização, até o final de maio, com fortes intervenções do Banco Central no mercado para evitar queda mais acentuada.

Em junho de 1995, importantes mudanças foram promovidas na política cambial. O Banco Central criou a intrabanda, com a instituição de leilões de *spread*. Por esse mecanismo, as instituições participantes dos leilões teriam que definir taxas de compra e venda a partir de um *spread* previamente definido pelo Banco Central. A autoridade monetária adquiria o dólar ao preço de compra conveniente para estabelecer o limite inferior da intrabanda e o vendia ao preço que lhe convinha para estabelecer o limite superior da intrabanda. Esses leilões eram realizados sem intervalos fixos de tempo. Com isso, as taxas de câmbio aproximaram-se mais da realidade do mercado, ampliando os obstáculos de movimentos especulativos. No dia 22 de junho, foram alterados os parâmetros da banda cambial, de R\$ 0,88 e R\$ 0,93 para R\$ 0,91 e R\$ 0,99 por dólar. As correções nos limites da banda ampla não implicaram alteração da política, com as intervenções sendo ajustadas às condições do mercado (Quadro 1).

Essa modificação criou expectativas de iminente desvalorização cambial, provocando forte demanda líquida de divisas, como resultado da conjugação de movimentos de queda nas contratações de câmbio de exportação e compras financeiras e aumento nas importações e vendas financeiras. O superávit cambial acumulado no mês reduziu-se de US\$ 912 milhões no dia 21 de junho de



1995 para US\$ 164 milhões no dia 30. Adicionalmente, observou-se grande demanda líquida de divisas pelos bancos. Porém, com o novo sistema de leilões, reduziram-se as possibilidades de oscilações mais acentuadas na taxa de câmbio, uma vez que o Banco Central teria a opção de comprar ou vender divisas em cada leilão de *spread*, dependendo do nível das taxas definidas pelas instituições. A taxa de câmbio, que no dia 21 de junho se situava em R\$ 0,919/US\$ 1,00, elevou-se para R\$ 0,922/US\$ 1,00 ao final do mês (B. BACEN, 1996).

Quadro 1

Dados dos realinhamentos, paridade central e limites inferior e superior da política de bandas de câmbio do Plano Real

(R\$/US\$)				
DATAS	LIMITE INFERIOR	LIMITE SUPERIOR	PARIDADE CENTRAL	TAXA DE CÂMBIO MÉDIA NO REGIME
10.03.95	0,88	0,93	0,905	0,902
22.06.95	0,91	0,99	0,950	0,953
30.01.96	0,97	1,06	1,015	1,012
18.02.97	1,05	1,14	1,095	1,085
20.01.98	1,12	1,22	1,170	1,164
15.01.99 (1)	-	-	-	-

FONTE: Banco Central do Brasil.

NOTA: Taxas de câmbio em termos nominais.

(1) Suspensão do regime de bandas cambiais.

No início de julho, diante da constatação de que a elevação da taxa de câmbio somente iria ocorrer de maneira gradual, houve aumento significativo da oferta de divisas. Os agentes econômicos normalizaram suas operações, enquanto os bancos reverteram prontamente suas posições compradas, gerando oferta adicional de divisas. A política cambial tinha como orientação básica assegurar pequenos ajustes nominais na taxa de câmbio, mas de forma não sistemática, para não servir de parâmetro à indexação formal. Dados os níveis de oferta de divisas, o Banco Central teve que atuar intensamente no mercado, adquirindo os excedentes, com vistas a manter a taxa de câmbio dentro de parâmetros adequados. Ao final de julho, a taxa situou-se em R\$ 0,936/US\$ 1,00, indicando desvalorização nominal de 1,52% em relação à taxa do final de junho.

No princípio de agosto, medidas visando à obtenção de fluxos cambiais mais adequados foram introduzidas pelo Banco Central, a saber: (a) elevação do IOF nas operações de empréstimos externos (de 0% para 5%) e nas aplicações em fundos de renda fixa-capital estrangeiro (de 5% para 7%); (b) instituição de alíquota de IOF de 7% sobre as operações de constituição de disponibi-

lidades de curto prazo e sobre as operações entre instituições no País e no Exterior, ambas no segmento flutuante; e (c) eliminação da alternativa de os investidores estrangeiros direcionarem recursos para os mercados de liquidação futura (B. BACEN, 1996).

Essas medidas tiveram grande impacto no mercado de câmbio. Os fluxos cambiais passaram a ser mais equilibrados, possibilitando melhor condução da política cambial pelo Banco Central. Com a realização de *spread*, as instituições financeiras passaram a ter uma sinalização das taxas de câmbio praticadas pelo Banco Central, servindo de base para a formação das taxas pelo mercado.

Ao permitir gradual elevação da taxa de câmbio, o Banco Central procurava neutralizar o aumento de custos do exportador, decorrente da elevação dos preços internos. Todavia esse ajuste teria que ser compatível com a manutenção de um processo de busca de maior eficiência, que revertesse em ganhos permanentes de competitividade para o exportador, ao invés de benefícios temporários decorrentes de desvalorizações adicionais da taxa de câmbio.

Segundo Cysne (1996), a introdução do leilão de *spread*, além de ser uma inovação da economia brasileira, revelou-se um instrumento poderoso para reduzir a volatilidade da taxa de câmbio dentro da banda. Ele se tornou tão eficiente que funcionava sem a intervenção da autoridade monetária e reduziu em 90% a expectativa sobre mudanças na banda.

Ao final de janeiro de 1996, dadas as limitações para uma redução mais acelerada das taxas de juros internas, que propiciava condições favoráveis para o ingresso de poupanças financeiras externas, o Banco Central alterou os parâmetros da banda cambial, cujo limite inferior passou para R\$ 0,97, e o superior, para R\$ 1,06 (Figura 6).

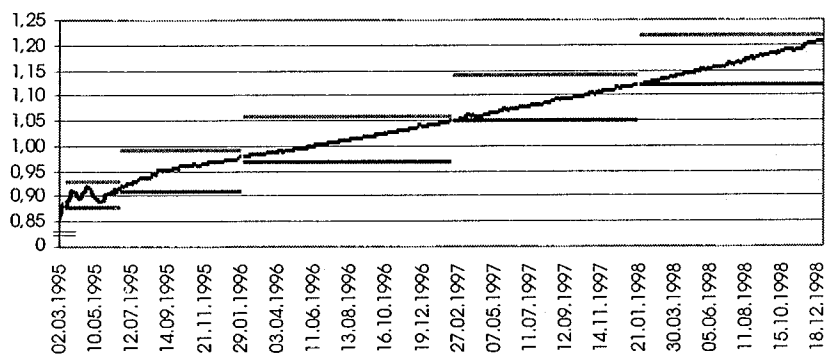
Essa mudança, que deveria ser interpretada como ajuste normal, tendo em vista o fato de o País ainda não ter obtido plena estabilidade de preços, provocou, no entanto, reações em alguns segmentos do mercado, diante da expectativa de imediata elevação na taxa de câmbio. O Banco Central, todavia, sinalizou claramente que a política cambial manteria a mesma orientação, uma vez que a evolução da taxa de câmbio deveria refletir, dentre outras, as condições do mercado doméstico, como inflação, ganhos de produtividade, taxas de juros e, externamente, a evolução dos preços e o comportamento do dólar no mercado internacional.

Em março de 1996, a conta capital, pela primeira vez desde abril de 1995, teve saldo negativo, gerado por uma redução nas entradas financeiras acompanhada de maiores saídas. Pelo fato de a balança comercial ter tido um saldo expressivo, não houve queda significativa do nível das reservas nacionais. Porém esse déficit interrompeu o movimento de expansão das reservas, movimen-

to observado nos meses anteriores. Essa redução na entrada de recursos pode ser explicada por fatores externos — como o aumento da volatilidade do mercado financeiro internacional, que levou a uma alta nas taxas de juros de longo prazo e elevou o risco das carteiras dos investidores — e internos, como as dificuldades políticas do Governo no Congresso.

Figura 6

Comportamento da taxa de câmbio nominal brasileira (R\$/US\$) no sistema de bandas cambiais — mar./95-dez./98



FONTE: Banco Central do Brasil.

Em abril, o País voltou a receber grande fluxo de recursos, tendo em vista as taxas de juros internacionais declinantes, principalmente na Europa. A oferta de recursos, tanto para financiamento das exportações como para captação através de Eurobonds, foi elevada. Esse forte fluxo de entrada acabou provocando intervenções do Banco Central no mercado cambial, no sentido de manter o dólar comercial dentro da banda administrada (Res. BM&F, 1996). A entrada de recursos externos no País manteve-se, nos meses de maio até julho, com um fluxo cambial positivo. As pequenas desvalorizações do real no período confirmaram as expectativas do mercado futuro de câmbio, o qual não projetava alterações significativas.

Nos dois últimos meses do ano, o cenário foi marcado pela preocupação do mercado com o comportamento da balança comercial. Apesar da recuperação da taxa real de câmbio, a balança comercial mostrou franca deterioração no período. Contudo o saldo da conta corrente e da capital apresentou melhor composição na sua estrutura, com investimentos estrangeiros diretos líquidos em volume bem elevado. A autoridade monetária manteve a condução do câmbio, com a política de redução da taxa de juros básica (TBC), fixando-a em 1,74% para dezembro (contra 1,78% em novembro) e em 1,70% para janeiro de 1997, confirmando, assim, uma tendência de queda gradual dos juros internos. Dessa forma, as desvalorizações cambiais promovidas pelo Banco Central e a queda da TBC sinalizaram apenas que não aconteceriam alterações nas políticas cambial e monetária a curto e médio prazos.

No ano de 1997, observou-se a continuidade da política de desvalorização cambial, em torno de 0,60% ao mês, montante este não suficiente para solucionar os déficits comerciais da época. No dia 18 de fevereiro, o Banco Central alterou o limite inferior de R\$0,97/US\$ para R\$1,05/US\$ e o limite superior de R\$1,06/US\$ para R\$1,14/US\$ (Quadro 1 e Figura 6).

Nos meses de junho e julho de 1997, destacando-se a segunda semana de julho, ocorreram grandes quedas nas Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo, em decorrência da crise cambial do Sudeste Asiático. Esse cenário internacional, juntamente com as incertezas no âmbito interno, gerou expectativas negativas com relação à sustentabilidade da política de bandas cambiais no País. No entanto, o Banco Central reafirmou seu compromisso com o regime cambial vigente, ao defender a moeda nacional dos ataques especulativos, não desvalorizando o real. A manutenção das bandas cambiais foi amparada pelo elevado nível das reservas internacionais brasileiras, que, em julho, correspondiam a US\$ 60,3 bilhões pelo conceito de liquidez internacional e a US\$ 59,5 bilhões pelo conceito de caixa.

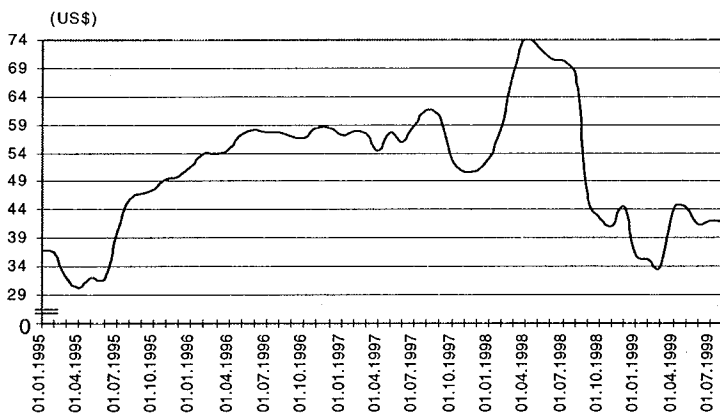
O mês de agosto foi marcado pelo crescimento da volatilidade do mercado de dólar, devido à incerteza dos investidores com relação à crise no Sudeste Asiático e suas possíveis conseqüências para o Brasil, além da crescente demanda por *hedge* (proteção) cambial. No bimestre setembro-outubro, o mercado de câmbio foi dominado, principalmente, por quatro acontecimentos: (a) a crise do Sudeste Asiático; (b) a reunião do Fundo Monetário Internacional; (c) a crise mundial, que se iniciou em Hong Kong; e (d) seus reflexos no mercado interno de câmbio. No final do mês de outubro, esse cenário obrigou o Governo a tomar outras medidas para acalmar o mercado, como leilão de dólares e leilões de títulos, visando atender à demanda do mercado por *hedge* para câmbio e taxa de juros.

Com a manutenção da política cambial, a desvalorização da taxa de câmbio no terceiro trimestre de 1997 atingiu 1,8%, acumulando 5,5% no ano. Com essa desvalorização, a taxa de câmbio no segmento livre situou-se 3,8% abaixo do limite superior da banda cambial definida em fevereiro. Ao final de agosto, as reservas internacionais alcançaram o nível de US\$ 61,8 bilhões no conceito de liquidez internacional.

Para o mês de outubro de 1997, esperava-se uma entrada líquida de recursos externos, inviabilizada pela crise asiática, que trouxe consigo ações especulativas e de proteção dos agentes econômicos internos e externos e uma forte demanda por divisas. Esse cenário levou a uma redução de US\$ 8,3 bilhões de reservas nesse mês. A partir de dezembro, as reservas apresentaram pequena recuperação, apesar dos pagamentos substanciais relativos a bônus (US\$ 802 milhões) e ao Clube de Paris (US\$ 438 milhões), fechando o ano em US\$ 52,2 bilhões, no conceito de liquidez internacional, cerca de 13% inferior ao saldo do final de 1996 (Figura 7).

Figura 7

Reservas internacionais brasileiras pelo conceito de liquidez internacional — jan./95-jul./99



FONTE: Banco Central do Brasil.

Nesse período, a elevação das taxas de juros trouxe problemas de recessão e agravamento do déficit público para a economia brasileira. A indefinição quanto à duração da crise asiática acabou por evidenciar a necessidade de realização de reformas estruturais, que permitiriam ao País um melhor equacionamento de suas contas públicas e, conseqüentemente, menor dependência do capital externo. À proporção que a crise asiática arrefecia, o mercado de câmbio foi recuperando sua estabilidade, com seus efeitos negativos sobre a economia brasileira sendo suavizados, na medida em que os agentes percebiam as diferenças entre os referidos países e os fundamentos macroeconômicos brasileiros.

Em janeiro de 1998, a autoridade monetária promoveu mais um realinhamento da banda de câmbio brasileira, adotando novos limites inferior e superior, respectivamente, R\$1,12/US\$ e R\$1,22/US\$, no sentido de possibilitar uma desvalorização gradual e controlada da taxa de câmbio (Quadro 1 e Figura 6).

Ao longo do primeiro semestre de 1998, o País restabeleceu o nível de reservas internacionais existente antes da crise asiática, atingindo, em julho de 1998, o volume de US\$ 70,2 bilhões contra US\$ 60,7 bilhões em setembro de 1997. O volume recorde de reservas foi alcançado em abril de 1998, sendo cerca de US\$ 74,6 bilhões de acordo com a Figura 7.

Contudo, no final do mês de agosto, os efeitos de uma nova crise financeira internacional — a crise da Rússia — tiveram reflexos sobre as expectativas dos agentes econômicos brasileiros. Os problemas relativos ao controle do déficit público foram, em tese, o motivo apontado pelo mercado para uma associação entre a conjuntura russa e a brasileira. Os movimentos especulativos e a fuga de capitais externos caracterizaram um ataque especulativo contra a moeda nacional. Com o objetivo de manter seu compromisso com a política cambial e preservar os limites da banda de câmbio, o Banco Central vendeu grande volume de divisas. Essa estratégia levou o País a uma brutal redução de suas reservas no segundo semestre de 1998. No final desse ano, o País dispunha de pouco mais de US\$ 44,5 bilhões em reservas internacionais, montante 12% inferior ao de 1997 e 24% menor que o nível de reservas em 1996.

Com as incertezas no cenário internacional, o Governo baixou três medidas para atrair e manter dólares no País e evitar a perda de reservas: (a) redução do prazo mínimo de novas captações externas de dois para um ano e de rolagem de papéis vincendos de um ano para seis meses; (b) aplicação de 100% dos recursos captados no Exterior, com o objetivo de empréstimos ao setor agrícola, em títulos federais atrelados ao dólar, a fim de oferecer proteção contra uma eventual desvalorização do real; e (c) aplicação antecipada dos recursos das empresas interessadas nas privatizações brasileiras (Res. BM&F, 1998).

Além disso, o Banco Central conduziu a política monetária através de um aumento da Taxa de Assistência Financeira (Tban), suspendeu temporariamente a Taxa Básica (TBC) como referência para as operações de assistência financeira de liquidez, redefiniu regras relativas ao recebimento do compulsório e conduziu o monitoramento da Selic através de operação primária e secundária no mercado aberto, o que levou a taxa *over-Selic* de 33,5% para 39,3% no período de setembro a outubro de 1998 (B.BACEN, 1998).

Em novembro de 1998, o País fechou um acordo com o Fundo Monetário Internacional, o qual tinha por objetivo garantir a consistência temporal da política econômica, assim como fortalecer a credibilidade do Brasil perante o mercado internacional. O acordo fortalecia a idéia de manutenção das regras vigentes. Dentre as principais medidas, destacam-se a geração de superávits comerciais, a diminuição gradativa das despesas com juros da dívida, o equilíbrio das contas públicas, a aprovação de reformas estruturais, dentre outras (Carta Conj., 1998).

Entretanto, desde o segundo semestre de 1997, as pressões sobre as reservas cambiais brasileiras foram fortes. No final de 1998, a excessiva fuga de capitais verificada, apesar das elevadas taxas de juros oferecidas pelos papéis brasileiros, levou os agentes econômicos a suspeitarem da capacidade das autoridades monetárias para defenderem a banda cambial. O mês de janeiro de 1999 começou com a sinalização de um ano confuso, tanto no âmbito externo quanto no interno. Após um período superior a um ano sob intensa pressão externa e com um mercado internacional de capitais em franca retração para os países em desenvolvimento, as saídas de divisas tomaram uma proporção insustentável, a médio prazo, com as políticas de juros altos surtindo efeitos cada vez menores sobre as decisões de investimento do capital especulativo.

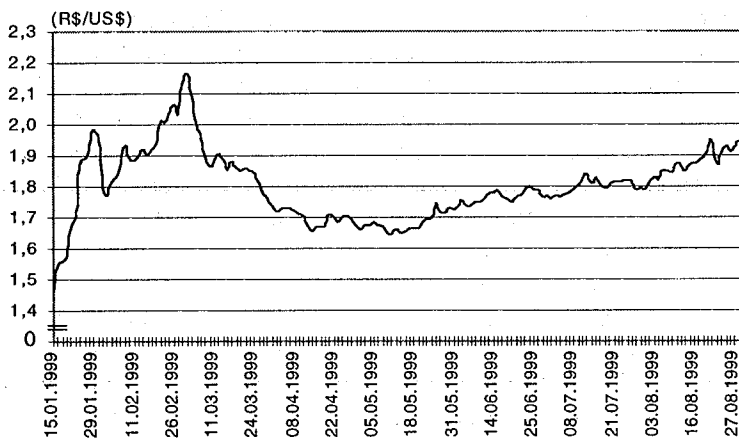
Essas pressões intensificaram-se de tal forma que, em 13 de janeiro de 1999, o Banco Central ampliou a banda cambial, aumentando as intervenções tanto no mercado à vista quanto no mercado futuro. Contudo a ampliação da banda cambial não proporcionou os efeitos esperados sobre as reservas, levando o Banco Central, em 15 de janeiro de 1999, a flexibilizar a política cambial, através da adoção do regime flutuante, assumindo uma postura de não-intervenção (Figura 8). A taxa de câmbio média, em janeiro de 1999, foi de R\$1,52/US\$ e, para fevereiro, de R\$1,91/US\$ (CAMPELO JUNIOR, 1999).

Por fim, cabe ressaltar algumas características gerais da política cambial desse período, quais sejam: (a) o comportamento da taxa de câmbio caracterizou-se por uma contínua depreciação dentro da banda, principalmente a partir de 02.06.95, associada a cinco mudanças na paridade central e nos limites superior e inferior das bandas; (b) o percurso da taxa de câmbio não foi interrompido quando uma nova banda foi estabelecida; (c) o salto da taxa de câmbio foi

menor em magnitude que o salto da paridade central em todos os realinhamentos; (d) a paridade central foi mudada quatro vezes em quatro anos de vigência da política, o que reflete uma falta de comprometimento com o regime cambial de bandas; (e) em todos os ajustamentos da paridade central, a taxa de câmbio estava no limite superior; (f) no início de cada realinhamento, a taxa de câmbio apresentou uma valorização acentuada em relação ao regime anterior.

Figura 8

Taxa de câmbio nominal do real — jan./99-ago./99



FONTE: Banco Central do Brasil.

### 3 - Considerações finais

Este artigo faz uma retrospectiva histórica dos regimes cambiais brasileiros, com ênfase no regime intermediário de bandas de câmbio, implementado durante o Plano Real.

Inicialmente, discute-se que os sistemas cambiais de alguns países têm sido uma variante entre a flexibilidade livre e as taxas permanentemente fixas e que o regime de bandas de câmbio procura absorver o melhor de cada sistema, sem incorrer em seus defeitos. Na prática, o regime de bandas de câmbio apresenta grande similaridade com a flutuação administrada com uma paridade central, mas sem uma banda explícita. No caso das bandas de câmbio, o estabele-



cimento de bandas oficiais expressa o compromisso da autoridade monetária em estabilizar a taxa de câmbio em relação à paridade central.

Uma retrospectiva sobre a experiência cambial da economia brasileira até o recente sistema de bandas de câmbio é apresentada, verificando-se um grande intervencionismo dos governos no mercado cambial e uma grande instabilidade da taxa de câmbio, por fatores seja externos, seja internos, principalmente a partir de 1986, com os planos econômicos implementados no Brasil. Com o Plano Real, estabeleceu-se uma taxa máxima de conversão da nova moeda, deixando o mercado fixar livremente a cotação abaixo dessa taxa. No entanto, o crescente déficit comercial e a elevação das saídas de capital, a partir da crise mexicana, levaram o Governo brasileiro a adotar, em 10 de março de 1995, o sistema de bandas de câmbio.

Ao adotar bandas de câmbio, o Governo brasileiro sinalizou ao mercado a busca pelo equilíbrio das contas externas, sem, contudo, diminuir o empenho antiinflacionário. Ao permitir a gradual elevação da taxa de câmbio, o Banco Central procurou neutralizar o aumento de custos do exportador, decorrente da elevação dos preços internos. Todavia esse ajuste teria que ser compatível com a manutenção do processo de busca de maior eficiência, revertendo ganhos permanentes de competitividade para o exportador, ao invés de benefícios temporários provenientes de desvalorizações adicionais da taxa de câmbio. A política cambial deveria refletir, dentre outras, as condições do mercado doméstico, como inflação, ganhos de produtividade, taxas de juros e, externamente, a evolução dos preços e o comportamento do dólar no mercado internacional.

O regime de banda de câmbio foi extinto em janeiro de 1999, sendo substituído por uma política de câmbio flutuante. Essa medida foi tomada tendo em vista as fortes pressões sobre as reservas internacionais do País, que se reduziram drasticamente ao longo de 1997 e 1998, em decorrência, principalmente, das crises financeiras internacionais associadas ao desequilíbrio das contas públicas do País. A autoridade monetária visava, com essa medida, evitar uma fuga maior de capitais do País, manter um nível razoável de divisas internacionais, possibilitar o equilíbrio do balanço de pagamentos e dar maior liberdade à política monetária no sentido de uma redução maior das taxas de juros internas.

## **Bibliografia**

- ALMEIDA, M. C. G. (1995). Efeitos da política cambial na balança comercial do Brasil: 1968 - 1992. **Nova Economia**, Belo Horizonte : UFMG, ed. esp., p.161-198.
- ANÁLISE DO MERCADO DE CÂMBIO (1995). Brasília, DF : Banco Central do Brasil, v.3, n.2, 76p.
- ARAÚJO, A. P., FEIJÓ FILHO, C. L. (1994). **Bandas de câmbio**; teoria, evidência empírica e sua possível aplicação no Brasil. Rio de Janeiro : FGV/EPGE. p.1-88. (Ensaio Econômico, 234).
- ARBEX, M. A., ALMEIDA, M., FONTES, R. (1997). Inflação e credibilidade: uma resenha. In: FONTES, R., org. **Estabilização e crescimento**. Viçosa: UFV. p.13-54.
- ARBEX, M.A, FONTES, R. (1999). Credibilidade das políticas econômicas no Brasil: uma análise empírica do período 1991-1998. **Economia Aplicada**, São Paulo : USP, v.3, n.1, p.23-45.
- BAUMANN, R., org. (1996). **O Brasil e a economia global**. Rio de Janeiro : Campus/ SOEET. 290p.
- BOLETIM CONJUNTURAL (1995). Rio de Janeiro : IPEA., n.26, 53p.
- BOLETIM DE DIPLOMACIA ECONÔMICA (1995). Brasília, DF, n.19.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1995). Brasília, DF, v.31, n.1/12.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1996). Brasília, DF, v.32, n.3/12.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1997). Brasília, DF, v.33, n.1/06.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1998). Brasília, DF, v.34, n.1/10.
- BRUN, A. J. (1983). **Por que o Brasil foi ao fundo**. Petrópolis : Vozes. 86p.
- BRUN, A. J. (1984). **O Brasil no FMI**. Petrópolis : Vozes. 169p.
- CAMPELO JUNIOR, A. (1999). Hora da queda? **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro : FGV, abr.
- CARTA DE CONJUNTURA (1998). Rio de Janeiro : IPEA, n.83 dez.
- COELHO, C. N. (1996). Existe ou não sobrevalorização cambial? **Revista de Política Agrícola**, Rio de Janeiro : SBPM, v.5, n.4, p.3-4.

- CUKIERMAN, A., KIGUEL, A. K., LEIDERMAN L. (1994). **Choosing the width of exchange rate bands - credibility vs. flexibility**. Londres : Centre for Economic Policy Research. 55p. (Discussion paper series, 907).
- CUNHA, A. B. (1995). O real na rota mexicana. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro : FGV, v.49, n.8, p.8.
- CYSNE, R. P., ed. (1996). Balança Comercial e fluxo de capitais. In: ENCONTRO NACIONAL SOBRE POLÍTICA MONETÁRIA E POLÍTICA CAMBIAL, 2, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro. t.2, p.1-54. (EPGE - Ensaio Econômicos, n.294).
- DORNBUSCH, R. (1991). **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo : McGraw-Hill. 930p.
- ECONOMIA em 1996, A (1996). **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro : FGV, v.50, n.1.
- ELLSWORTH, P. T. (1978). **Economia internacional**. 4. ed. São Paulo : Atlas. 603p.
- ESTUDO da competitividade da indústria brasileira; condicionantes macroeconômicos da competitividade da economia brasileira: nota técnica do bloco temático I (1993). Campinas : UNICAMP/IE, UFRJ IE, FUNCEX, FDC. 53p.
- FRENKEL, J. A., GOLDSTEIN, M. (1986). **A guide to target zones**. p.633-673. (IMF Staff Papers, 33).
- GARCIA, M. G. P. (1995). **Política monetária e cambial**: algumas lições do período recente para o real. Rio de Janeiro : PUC. 29p. (Texto para discussão, 330).
- GOLDSMITH, R. W. (1986). **Desenvolvimento financeiro sob um século de inflação**. São Paulo : Harper & Row. 557p.
- HALL, H. E., TAYLOR, J. B. (1989). **Macroeconomia**: teoria, desempenho e política. 3. ed. Rio de Janeiro : Campus. 503p.
- HUDDLE, D. L. (1972). O sistema brasileiro de taxas cambiais flutuantes: sua equidade distributiva, suas relações com a inflação e sua eficiência. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro : FGV, v.26, n.4, p.149-168.
- JANK, M. S. (1993). Mercosul; efeitos das políticas públicas sobre a competitividade. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, Brasília, DF : SOBER, v.31, n.4, p.349-369.
- KRUGMAN, R. P. (1991). Target zones and exchange rate dynamics. **Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, MA, v.106, n.3, p.669-682.

- LEÃO JÚNIOR, E. L. (1986). **A teoria da paridade do poder de compra: uma análise de sua aplicação no caso brasileiro**. Viçosa : UFV. 78p. (Dissertação de mestrado em economia rural).
- LEIDERMAN, L., G. BUFMAN (1995). Searching for nominal anchors in shock economies in the 1990s: inflation targets and exchange rate bands. In: INTERNATIONAL FORUM ON LATIN AMERICAN PERSPECTIVES, 6, Rio de Janeiro. **Paper International Forum ...** Rio de Janeiro. p.1-36.
- NICHOLLS, W. H. (1972). A agricultura e o desenvolvimento econômico do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro : FGV, v.26, n.4, p.169-206.
- RESENHA BM&F (1996). n.110, jun.
- RESENHA BM&F (1998). n.127, out.
- REVISTA BRASILEIRA DE COMÉRCIO EXTERIOR (1997). Rio de Janeiro : FUNCEX, n.51.
- ROLF, S. E., BURTLE, J. L. (1975). **O sistema monetário mundial**. Rio de Janeiro : Zahar. 283p.
- SIMONSEN, M. H., CYSNE, R. P. (1995). **Macroeconomia**. Rio de Janeiro : Ao livro técnico. 553p.
- SISTEMA cambial brasileiro e as taxas flutuantes, O (1976). **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro : FGV, v.30, n.5.
- SOUZA, F. E. P. (1991). O regime de câmbio flutuante numa etapa de transição. **Análise Econômica**, Porto Alegre, v.9, n.15, p.59-77.
- SUPLICY, E. M. (1979). **Os efeitos das minidesvalorizações na economia brasileira**. 2.ed. Rio de Janeiro : FGV. 254p.
- SVENSSON, L. E. O. (1992). An Interpretation of recent research on exchange rate target zones. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, TN, v.6, n.4, p.119-144.
- VILLELA, A. S., SUZIGAN, W. (1975). **Política do governo e crescimento da economia brasileira: 1889-1945**. 2.ed. Rio de Janeiro : IPEA/INPES. 454p.
- ZINI JÚNIOR, A. A. (1996). Política cambial com liberdade ao câmbio. In: BAUMANN R., org. **O Brasil e a economia global**. Rio de Janeiro : Campus/ SOEET. p.109-131.
- ZINI JÚNIOR, A. A. (1993). **Taxa de câmbio e política cambial no Brasil**. São Paulo : FEA/USP. 200p.

## **Abstract**

**This paper describes the main exchange rate regimes giving emphasis to the exchange rate bands. It presents the evolution of the international monetary system, analysing also the different Brazilian exchange rate regimes. It specially deals with the band period from the Real Plan, which had prevailed until the flexible exchange rate system started in the beginning of 1999.**