

DA FORMAÇÃO ÀS FASES DA ÂNCORA CAMBIAL NO BRASIL: UMA PERSPECTIVA HISTÓRICA DO PLANO REAL

Fernando Antônio Ribeiro Soares*

RESUMO: Este artigo analisa a política cambial adotada pelo Brasil a partir do Plano Real. Especificamente, é discutida a âncora cambial que pode ser considerada como um dos pilares do plano de estabilização. Introdutoriamente, faz-se uma ligeira discussão das fases que representaram a implementação do Plano. Na sequência, é apresentado o referencial teórico referente à âncora cambial. Em seguida, é demonstrado como esse instrumento foi formado no País. Numa segunda parte do trabalho, detalha-se a evolução do processo de rígida administração da taxa de câmbio, incluindo o comportamento dessa variável diante das diversas crises mundiais ocorridas na década de noventa. Ficou caracterizado, a partir das evidências derivadas da experiência brasileira, que a adoção de uma âncora cambial dentro de um ambiente de intensa integração financeira e alta volatilidade dos fluxos de capitais é um grande desafio, cujo sucesso ou fracasso está estreitamente relacionado com os fundamentos da economia e com a credibilidade nos agentes governamentais.

Palavras-chave: Plano Real. Estabilização econômica. Âncora cambial. Ataques especulativo. Crises cambiais.

CÓDIGO JEL: E31, F31, F41.

ABSTRACT: This paper analyses the exchange rate policy adopted in Brazil since the so-called Real Plan. The exchange rate anchor is specifically discussed as one of the pillars of the stabilization policy. As an introduction, the implementation steps of the Real Plans are discussed. Then, a theoretical basis is presented. Afterwards, is described how the tools of the exchange rate anchor has been created in Brazil. In a second part, the rigid administration evolution of the exchange rate is detailed, including its

* Doutor em Economia pela Universidade de Brasília. Correio eletrônico: fernando.a.r.soares@gmail.com

behavior during the several world crisis occurred during the nineties. From the empirical evidences of the Brazilian experience is possible to realize that the adoption of an exchange rate anchor in an environment of intense financial integration and high capital volatility is a great challenge. The success or failure of this policy is strictly related to the fundamentals of the economy and to the credibility of the government authorities.

Key words: Real Plan. Economic stabilization. Exchange rate anchor. Speculative attacks. Currency crisis.

JEL CODE: E31, F31, F41.

1. INTRODUÇÃO

A partir do final dos anos setenta, a economia latino-americana, inclusa a economia brasileira, experimentou um longo período marcado por um acentuado processo inflacionário. Dois fatores contribuíram para isso. O primeiro, ocorrido em 1979, foi o 2º choque do petróleo, que redundou em um importante choque negativo de oferta com relevantes conseqüências inflacionárias. O segundo, também ocorrido em 1979, foi a elevação das taxas de juros internacionais em decorrência da política econômica adotada pelas autoridades monetárias norte-americanas. A ação do Federal Reserve Bank (FED) resultou na reversão dos fluxos voluntários de créditos para os países em desenvolvimento, fato esse que conduziu à chamada crise da dívida. Devido a esse fator, a nova forma de financiamento dos serviços da dívida externa se deu de maneira inflacionária, contribuindo em grande maneira para os desequilíbrios de preços que esteve presente no Brasil durante todos os anos oitenta e no início dos anos noventa.

Muitos planos de estabilização - tanto planos com características ortodoxas quanto com características heterodoxas - foram adotados, porém sem lograr efeito em conter a expansão da inflação. Segundo Bresser Pereira (1994), entre os principais planos ortodoxos implementados nas últimas décadas

encontram-se os seguintes: o Plano Delfim III e o Plano Collor, apesar da política de rendas (congelamento de preços) incluída na formulação dos mesmos. Já no que se refere aos planos heterodoxos, podem ser destacados os seguintes: os Planos Cruzado I e II, o Bresser e o Verão. Tais planos, no entanto, não debelaram a inflação, que, entre 1980 e 1993, apresentou uma média anual, segundo Índice de Preços ao Consumidor Amplo do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IPCA-IBGE), de 715%. Assim, neste período, apesar dos inúmeros planos de estabilização lançados, a inflação brasileira permaneceu em níveis acentuadamente elevados.¹

No ano de 1993, entretanto, teve início um novo plano de estabilização que, finalmente, alcançou o objetivo de conter o crescimento dos níveis de preços.² Era o Plano Real. O Plano tinha as seguintes políticas como seus principais pilares: a realização de um ajuste fiscal prévio; a implementação da Unidade Real de Valor (URV); a reforma monetária, ou seja, a transformação do Cruzeiro Real em Real e o estabelecimento de uma âncora nominal construída a partir da taxa de câmbio, que é o objetivo central de discussão no presente artigo.

Especificamente, o artigo enfocará a política cambial adotada pelo governo brasileiro durante o Plano Real que correspondeu a uma administração estreita da taxa de câmbio. Tal escolha se deveu à necessidade de instituir uma âncora nominal com vistas a combater o processo inflacionário. Será discutido desde a formação da âncora até seu rompimento, detalhando, inclusive, cada crise a que esse instrumento esteve

¹ Franco (1995) observa que, apesar de ser difícil determinar a ocorrência de uma hiperinflação, o caso brasileiro dos anos oitenta e início dos noventa pode ser estabelecido como um exemplo desse processo.

² Como será visto adiante, a implementação do Plano Real teve início em 1993. Porém, nessa fase foram estabelecidas apenas as pré-condições para as fases mais decisivas do Plano que vieram a ocorrer no ano seguinte.

submetido, bem como as diversas inovações introduzidas ao longo de seu período de funcionamento.

Dadas essas primeiras informações, segue a estrutura do artigo. A primeira seção é dedicada a uma rápida descrição das fases que refletem a implantação do Plano Real. Na segunda é apresentado o referencial teórico relativo à âncora cambial. Em seguida, na terceira seção, é demonstrada como a âncora foi formada no Brasil. Após essas três primeiras seções passamos a uma segunda parte do trabalho, que corresponde à quarta seção. Esta seção objetiva detalhar o comportamento da taxa de câmbio diante das diversas crises monetárias ocorridas durante a década de noventa com as respectivas reações das autoridades governamentais. Por fim, na última seção, estão presentes as conclusões do trabalho.

2. PLANO REAL E A CRONOLOGIA DE SUA IMPLANTAÇÃO

Como já assinalado, o Plano Real foi implantado a partir de sucessivas fases: (i) o ajuste fiscal prévio; (ii) a instalação da URV; (iii) a reforma monetária e (iv) a introdução da âncora nominal, especificamente a introdução da âncora cambial. Pode-se observar que tais políticas foram aplicadas cronologicamente na ordem sugerida acima. Tem-se, dessa forma, que o primeiro passo em direção à estabilidade econômica do País foi o estabelecimento, como pré-condição para o desenvolvimento das demais etapas, de um ajuste fiscal prévio.

O ajuste fiscal anterior ao Plano foi determinado pelo Programa de Ação Imediata (PAI), elaborado entre os meses de junho e julho de 1993. Como apontado na Exposição de Motivos do Plano Real,³ o PAI "previa um conjunto de medidas voltadas para a reorganização do setor público, incluindo redução e maior

³ Brasil, Ministério da Fazenda (1994, 114).

eficiência de gastos; recuperação da receita tributária; fim da inadimplência de Estados e Municípios com a União; controle dos bancos estaduais; aperfeiçoamento e ampliação do programa de privatização." O ajuste fiscal proposto pelo Poder Executivo foi aprovado pelo Congresso Nacional no início de 1994 e foi denominado de Fundo Social de Emergência. De fato, esse Fundo objetivava a desvinculação de 20% de todas as receitas provenientes de impostos e contribuições federais, que, dessa forma, poderiam ser destinadas ao ajuste fiscal. Porém, já cabe uma crítica à formulação do Plano. A grande maioria das medidas de ajuste, conforme Bacha (1995) e Silva e Andrade (1996), constituía medidas de caráter temporário.⁴

Após a preparação no campo fiscal, o próximo passo rumo à estabilização econômica visou combater um dos principais causadores da inflação brasileira: a indexação generalizada. Para tanto, em 1º de março de 1994 foi lançada a URV.⁵ A URV, construída a partir de três índices de preços,⁶ consistia em um novo índice que tinha sua paridade em relação ao Cruzeiro Real estabelecida diariamente. De fato, a URV representava a introdução de uma nova unidade de conta. Essa primeira reforma monetária do Plano Real, como apontado por Sachs e Zini Jr. (1995), Silva e Andrade (1996) e Cardoso (2001), atrelou contratos, preços, salários, tributos e a taxa de câmbio a essa nova unidade de conta.

Pouco se questiona que um dos grandes causadores da instabilidade econômica nos anos oitenta e noventa era a indexação generalizada da economia. Tal indexação, por sua vez, conduzia à inércia inflacionária. A URV era o instrumento a

⁴ A que pese que o Fundo Social de Emergência, atual Desvinculação de Receitas da União (DRU), esteja sucessivamente sendo prorrogado.

⁵ Mecanismo semelhante foi proposto pelos economistas André Lara Rezende e Persio Arida quando da elaboração do Plano Cruzado, porém o mesmo não chegou a ser adotado. Tal mecanismo foi apelidado de *Larida*.

⁶ IGP-M; IPCA-E e IPC-FIPE, 3ª quadrisemana.

ser utilizado para quebrar esse círculo vicioso. Paradoxalmente, a URV resultava em uma indexação completa da economia e seria essa completa indexação que viria a neutralizar a inércia inflacionária.

O fator alimentador da indexação brasileira era, principalmente, o descompasso entre os reajustes de preços. Estabelecendo esse raciocínio informalmente, pode-se colocar que a assincronia com que os empresários alteravam o valor de suas mercadorias em relação a seus concorrentes, e também em relação aos seus fornecedores, fazia com que houvesse um círculo vicioso de aumentos de preços. Com o estabelecimento da URV, os preços, inclusive os macro-preços (salários, preços públicos etc.), foram convertidos, tendo como referência esse índice-moeda. Sendo a URV reajustada diariamente, implicando elevado grau de indexação da economia, a assincronia na formação e no reajuste dos preços pôde ser minimizada. Portanto, foi obtido, como observam Bresser Pereira (1994) e Bacha (1995), um razoável equilíbrio, ou alinhamento, dos preços relativos e, além disso, uma razoável neutralização dos efeitos distributivos provenientes do descompasso dos reajustes de preços. Estava, dessa forma, preparado o caminho para a introdução do novo padrão monetário.

Antes de iniciar a rápida discussão da terceira fase do Plano Real, a reforma monetária, será apresentado o relacionamento entre a URV e a taxa de câmbio, pois essa variável representa o escopo central deste trabalho. Durante o período de vigência da URV, entre os meses de março e junho de 1994, a taxa de câmbio também foi indexada a essa unidade de conta. Da mesma forma que era estabelecida a paridade diária entre o Cruzeiro Real e a URV, também o era para a taxa de câmbio. Com o ajuste diário da URV em relação à inflação corrente, a taxa de câmbio mantinha sua paridade em relação ao dólar norte-americano. Pode-se concluir que o atrelamento entre essas duas medidas era uma maneira de manter a paridade de

poder de compra da moeda brasileira. Portanto, buscava-se eliminar a possível supervalorização cambial derivada da inflação ocorrida no período logo anterior à aplicação da reforma monetária.

A política cambial adotada durante o curto período de vigência da URV seguia a política desenvolvida anteriormente à introdução do Plano Real. A política era calcada na realização de contínuas minidesvalorizações cambiais necessárias à manutenção da paridade da moeda brasileira em relação às moedas estrangeiras. Conseqüentemente, era mantida a rentabilidade do setor exportador e, dessa forma, era apoiada, via balança comercial, a obtenção do equilíbrio das contas externas, problema crônico vivido pelo país desde a década de setenta. A eliminação da supervalorização cambial também possibilitava que as importações não sofressem um sobressalto, dado que a política cambial não propiciava um barateamento dos produtos importados.

Estabelecidas as duas primeiras fases do Plano Real, o incipiente ajuste fiscal e a introdução da nova unidade de conta vinculada à URV, foi realizada a reforma monetária que iria dar origem a uma nova moeda, o Real. Assim, em 1º de julho de 1994, cada URV, que valia naquele momento 2.750,00 Cruzeiros Reais, foi convertida em um Real. Além disso, para controlar a inflação ainda foi utilizada a restrição na condução da política monetária, em especial houve uma grande elevação da taxa do depósito compulsório.

Mas a descrição ainda não está completa. Como um dos elementos centrais do programa foi implementada a âncora cambial. Em outros termos, a taxa de câmbio passou a ser utilizada como uma âncora nominal da economia. Sua importância na consecução do Plano Real foi destacada por Pastore e Pinotti (1995), Silva e Andrade (1996), Silva e Torrance (1998), Schwartzman (1999) e Andrade, Silva e Carneiro (2000). Como essa variável é o objeto central do

presente trabalho, sua análise será deixada para as próximas seções onde a mesma será pormenorizada.

3. O funcionamento de âncoras cambiais

Nesta seção pretende-se definir o que é uma âncora cambial e qual o seu papel na estabilização de economias inflacionárias.

Vários países em desenvolvimento, muitos deles latino-americanos, normalmente têm suas histórias econômicas marcadas por longos períodos inflacionários. Tais países também apresentam um longo histórico de implementação de planos de estabilização baseados na taxa de câmbio.⁷ Como afirma Bruno (1991), a eliminação de processos de alta inflação necessita de medidas ortodoxas, como o ajuste fiscal e o possível ajuste de desequilíbrios externos, além de uma desindexação formal da economia. Porém, o autor coloca que essas medidas não são suficientes para mudar o nível ou eliminar completamente a inflação. Também é necessária uma rápida mudança na condução da política econômica tal que ao menos uma âncora nominal seja estabelecida. Dentre essas se encontra a âncora cambial que foi utilizada no Brasil.

Dornbusch (1986), ao descrever a âncora cambial, coloca que seu efeito disciplinar sobre os preços se dá por meio de dois canais. Primeiramente, a fixação da taxa de câmbio afetará as expectativas, e em particular as expectativas dos agentes definidores de preços (*price setters*). Em segundo lugar, e associado à inflação relativa aos bens comercializáveis, a fixação cambial (ou redução da taxa de desvalorização cambial) exerce uma importante influência sobre o crescimento dos preços internos em decorrência da competição proveniente das

⁷ Entre os países que implementaram planos de estabilização construídos a partir de âncoras cambiais podem ser citados a Argentina, o Chile, o Uruguai, o México e Israel.

mercadorias importadas. Obviamente, nesse caso supõe-se que a economia em análise é aberta ao comércio exterior. Como as âncoras cambiais foram utilizadas em grande medida por países em desenvolvimento, a aplicação desse instrumento demandou a realização de reformas comerciais prévias.⁸

Discutindo-se mais acuradamente o efeito da competição das mercadorias importadas sobre a inflação, tem-se que a ancoragem cambial e, conseqüentemente, a valorização cambial, não alteram num primeiro momento o preço das mercadorias produzidas domesticamente.⁹ Porém, reduz os preços das mercadorias importadas. Como resultado tem-se que a demanda pelos bens nacionais que possuem substitutos importados é reduzida. Colocando de outra maneira, os produtos importados passam a exercer pressões competitivas sobre os produtos nacionais. Caso as firmas nacionais não queiram perder porções adicionais de mercado para os produtos de firmas estrangeiras, elas deverão reduzir seus preços ou, pelo menos, os reajustes de preços. Por conseguinte, a competição proveniente das mercadorias importadas age no sentido de apoiar ao controle da inflação. Obviamente, para a autoridade monetária realizar tais políticas, ou seja, combater o aumento de preços dos produtores nacionais via importações, é necessário que o país tenha à disposição um volume considerável de reservas internacionais,

⁸ Para a análise da interação entre reformas comerciais liberalizantes e o instrumento da âncora cambial no Brasil ver Soares (2000), Capítulo 5.

⁹ A introdução de uma âncora cambial não necessariamente implica supervalorização da taxa de câmbio. A experiência recente dos planos de estabilização construídos com base na ancoragem cambial demonstra, no entanto, que a supervalorização cambial é uma tendência. Para a análise das âncoras cambiais e seus efeitos sobre a taxa de câmbio real ver a bibliografia já referenciada de Calvo e Végh (1993), Rebelo e Végh (1995) e Edwards (1996).

fato esse que já representa uma limitação ao uso da âncora cambial.¹⁰

Cabe também ressaltar os efeitos da âncora cambial sobre os custos de produção, e assim sobre a inflação. A valorização cambial, como enfocado, permite a redução dos preços das mercadorias importadas, inclusive de insumos e matérias-primas. Conseqüentemente, os setores produtivos nacionais que utilizam como insumos intermediários mercadorias importadas terão seus custos de produção reduzidos. Portanto, é, dessa forma, reduzida mais uma das fontes de pressão inflacionária a partir da utilização da ancoragem cambial.

A importância da âncora cambial no combate à inflação também se relaciona com a reversão das expectativas inflacionárias e com a determinação de um dos principais preços da economia (balizador de diversos outros), o que implica redução da indexação. Nesse sentido, Calvo e Végh (1993) colocam que a adoção de uma âncora cambial corresponde ao anúncio, feito pelo governo, de uma menor e constante taxa de desvalorização da taxa de câmbio nominal. Portanto, a partir do anúncio é esperado que as expectativas do público quanto à inflação futura sejam reduzidas por ser a taxa de câmbio um referencial para os reajustes dos demais preços da economia.

Calvo e Végh (1993), no entanto, colocam que para que um plano de estabilização construído a partir da ancoragem cambial seja sustentável é imprescindível que o governo possua credibilidade. Caso contrário, se o público acreditar que a desaceleração da taxa de desvalorização cambial será revertida

¹⁰ Outras análises acerca do papel da âncora cambial em controlar os preços a partir do atrelamento da inflação que recai sobre os bens comercializáveis à inflação mundial podem ser vistas em Rebelo e Végh (1995) e Calvo e Végh (1998).

(a credibilidade do público no governo é apenas parcial), dois resultados centrais ocorrerão: (i) a inflação residual será superior à taxa de desvalorização cambial anunciada pelo governo, propiciando uma valorização da taxa de câmbio real; e (ii) a origem de um ciclo de negócios associado ao plano de estabilização, particularmente de um aumento do consumo de bens comercializáveis, e, em especial, dos bens de consumo duráveis. Ambos os fatores podem conduzir à descontinuidade do programa, decorrente dos desequilíbrios em transações correntes, e a um possível recrudescimento do processo inflacionário.

Como Edwards (1996) observa, países que adotaram a ancoragem cambial eram caracterizados, usualmente, por indexação generalizada; políticas monetárias acomodatócias e políticas cambiais do tipo *crawling-peg* (minidesvalorizações cambiais). Todos esses fatores contribuíam para a manutenção do processo inflacionário. Dentro desse quadro, a âncora cambial corresponde à adoção de uma pré-determinada taxa de desvalorização cambial e seu sucesso em combater a inflação, como discutido em Calvo e Végh (1993), depende da credibilidade da política ou, colocando em outros termos, da credibilidade que o governo detém junto ao público. Caso o governo detenha credibilidade, a inércia inflacionária cederá; por outro lado, caso o público não acredite no comprometimento do governo com a nova política cambial, a inércia inflacionária será pouco afetada.

Finalmente, outra importância da âncora cambial é que na ausência de independência da autoridade monetária, a fixação (ou administração) da taxa de câmbio retira, ou diminui, a discricionariedade do governo na condução da política monetária. No Brasil, como assinalam Pastore e Pinotti (1999) e Andrade, Silva e Carneiro (2000), a administração da taxa de câmbio apoiou a redução do descontrole monetário, permitindo, dessa maneira, constranger mais uma das fontes inflacionárias

do País. Analisando-se a partir de outra perspectiva, ao optar pela restrição da flexibilidade cambial, a moeda não pode ser expandida - a não ser para acompanhar as variações das reservas internacionais dentro de um ambiente de elevados fluxos de capitais – para acomodar os efeitos da inflação ou financiar o déficit público. Em decorrência, surge mais uma das fontes de combate à inflação a partir da ancoragem cambial.¹¹

4. A construção da âncora cambial no Plano Real

Como mostra a história recente, a redução da inflação brasileira não poderia se dar meramente pelo combate aos desequilíbrios de demanda e seus reflexos sobre os preços. Isto equivale a dizer que o financiamento monetário do déficit público não era a única fonte de pressão inflacionária no Brasil. Obviamente, o equilíbrio fiscal é uma pré-condição para a eliminação da inflação e também para a manutenção da estabilidade econômica. Enfim, o controle do déficit público, permitindo a sustentabilidade da dívida pública, é imprescindível para a preservação do equilíbrio dos níveis gerais de preços.

No caso brasileiro a condição não era diferente. O ajuste fiscal era uma condição necessária, porém longe de suficiente para se debelar a inflação. Outras fontes da inflação eram as expectativas inflacionárias e a indexação generalizada da economia. Para enfrentar esses fatores também foi utilizada âncora cambial.^{12,13}

¹¹ Nesta seção foram apresentados os fatores relativos a âncora cambial que a faz um bom instrumento para o combate à inflação. Sua utilização, no entanto, pode dar origem a diversos colaterais. A discussão desses colaterais transcende o escopo do presente trabalho, mas pode ser vista em Soares (2006).

¹² Em hipótese alguma pode se deixar de ressaltar a importância da URV em apoiar o rompimento da indexação, bem como em reverter a inércia inflacionária.

Até a instalação do Plano Real a política cambial brasileira era regida por constantes desvalorizações cambiais (política de minidesvalorizações cambiais) que visavam eliminar os efeitos da inflação sobre a taxa de câmbio real. Pretendia-se, dessa forma, manter, ou mesmo recompor, a competitividade dos setores produtivos nacionais. Tal política buscava a manutenção do equilíbrio do balanço de pagamentos. Por outro lado, ela se tornava uma fonte alimentadora da inflação. Com o Plano Real o objetivo da taxa de câmbio foi alterado. Foi estabelecida uma âncora nominal por meio de uma nova política cambial.

De acordo com Franco (1995), a partir de julho de 1994, a taxa de câmbio brasileira foi flexibilizada para baixo, ou seja, ela possuía um limite superior, mas não inferior. Detalhando a política cambial, foi estabelecido que um dólar norte-americano valeria um Real. Efetivamente as autoridades monetárias se retiraram do mercado - porém, não inteiramente -, permitindo que houvesse uma apreciação do Real em relação à paridade previamente estabelecida. Dessa maneira, pode-se afirmar que no início do Plano Real vigorou uma taxa de câmbio flutuante para baixo (o limite superior seria mantido), como enfatizam Guerra Júnior (1996), Silva e Andrade (1996), Silva e Torrance (1998) e Andrade, Silva e Carneiro (2000).

A nova política cambial, basicamente a construção de um limite superior para a taxa de câmbio, e os cenários externo e interno favoráveis conduziram, a princípio, à apreciação da taxa de câmbio e, dessa forma, à construção da âncora cambial, um importante ingrediente do Plano Real. Ainda é necessário, no

¹³ Não se pretende aqui descrever a âncora cambial como um instrumento de cunho ortodoxo ou heterodoxo, inclusive porque há controvérsias a esse respeito na literatura, mas, tão somente, destacar seu papel no combate à inflação.

entanto, detalhar que fatores foram importantes na construção da âncora e como eles se inter-relacionaram.

Primeiramente, pode-se colocar que a construção da âncora cambial foi assentada em três fatores centrais, que podem ser considerados como uma pré-condição à adoção da âncora cambial. Os dois primeiros a serem citados agiram conjuntamente no sentido de valorizar a moeda nacional. Esses foram a reabertura do mercado financeiro do País aos capitais estrangeiros e o elevado diferencial entre as taxas de juros internas e internacionais. O terceiro fator é a retomada das funções da moeda nacional a partir da introdução do plano de estabilização. Como já citado, temos então os fatores que agiram no sentido de possibilitar o funcionamento da âncora cambial.

Antes, no entanto, de apresentar esses fatores que propiciaram a ancoragem cambial, é necessário fazer uma avaliação dessa política. Colocando em outros termos, mesmo dentro de um plano de estabilização monetária, a adoção de uma âncora cambial não pode ser considerada como uma medida consensual. Transcende ao escopo deste artigo discutir os diversos mecanismos de combate à inflação, mas é relevante para a perspectiva histórica demonstrar que a ancoragem cambial, apesar de sua importância ao longo do Plano Real,¹⁴ não era uma unanimidade dentre os analistas brasileiros.

As críticas à política cambial do Plano Real são longamente analisadas por Franco (1999), que busca rebatê-las em seu trabalho. Não obstante, é importante salientar alguns dos argumentos desses críticos à ancoragem cambial. Entre os principais críticos encontrava-se Delfim Netto.¹⁵ Este afirmara que a política cambial adotada no Plano Real produzira fortes restrições ao desenvolvimento econômico. Em outros termos, a

¹⁴ Importância essa determinada *ex-post*. Análises positivas em relação à política cambial brasileira ao longo do Plano Real podem ser vistas em Cirne de Toledo (1999) e Franco (1999).

¹⁵ Ver Delfim Netto (1999).

opção pelo ajuste fiscal associado à política monetária contracionista, porém sem o devido ajuste cambial, “não garante a consistência dinâmica no financiamento do gigantesco déficit externo em conta corrente.”(DELFIM NETTO,1999, 7). Com isso, são geradas restrições ao crescimento econômico. Ademais, de acordo com sua análise, o mecanismo de transmissão do câmbio para os preços não era integral. Portanto, segundo o autor houve um superdimensionamento do papel do câmbio no combate à inflação.

Belluzzo (1999) observa que a política de forte ancoragem cambial associada a uma política monetária acentuadamente contracionista levou a um contínuo processo de endividamento do País sem o respectivo impacto em termos de crescimento econômico.¹⁶ O autor ainda destaca que o modelo adotado conduziu à fragilização financeira, que, em algum momento futuro, poderia se transformar em um desequilíbrio estrutural do balanço de pagamentos.

Persio Arida, apesar de ser um dos formuladores do Plano Real, também tinha críticas à ancoragem cambial (ARIDA,1999). Em especial, Arida crítica a âncora ao afirmar que as autoridades monetárias, ao manter esse propósito a qualquer custo, com base em elevadas taxas de juros, propiciam uma aparente tranqüilidade nos mercados, que, no entanto, ao longo do tempo, se traduz em uma sobrevalorização cambial e, por fim, em uma “inexorável e fatal crise cambial.” A esse respeito, Arida faz o seguinte comentário:

(...) A firmeza do Banco Central em manter a âncora nominal a qualquer custo (isto é, a taxas altas de juros) tranqüiliza os mercados. A convergência dos *non-tradables* à “*core inflation*” ditada pela trajetória do câmbio

¹⁶ Belluzzo compara, inclusive, o endividamento dos anos noventa com aquele dos anos sessenta/setenta. Considera que o anterior produziu capacidade instalada na economia, o que não teria ocorrido com o endividamento dos anos noventa.

nominal e pelas altas taxas de juros gera índices mínimos de inflação, reforçando ainda mais o sentimento complacente dos circuitos políticos de decisão. A taxa de câmbio inicial torna-se mais e mais sobrevalorizada ao longo do tempo. O resultado é a inexorável e fatal crise cambial. (ARIDA, 1999, 114-155)

Por fim, deve-se colocar uma importante crítica realizada por Mario Henrique Simonsen, realizada logo na introdução do Plano Real. Simonsen (1995) coloca que os autores do Plano estavam confiantes na oferta de capitais internacionais como forma de propiciar a captação de poupança externa necessária ao financiamento dos déficits em conta de transações correntes. Por isso, a queda da taxa de câmbio não seria um problema. Simonsen, no entanto, discordava desta tese, afirmando que era imprudente financiar elevados déficits em conta de transações correntes a partir de capitais especulativos de curto prazo proporcionados pelos elevados diferenciais de taxas de juros. Colocando de outra maneira, não haveria como financiar dinamicamente tais déficits em conta de transações correntes.

Feitas estas *advertências* sobre a âncora cambial, segue-se no propósito do presente artigo. Logo, são apresentados os fatores – as pré-condições - que culminaram na construção da âncora ao longo do Plano Real.

4.1 Retomada dos fluxos de capitais

Como é notório, durante os anos oitenta, após a crise da dívida e a moratória mexicana de 1982, os fluxos de capitais voluntários de crédito para a América Latina eram praticamente nulos. Ao final da mesma década de oitenta e no início da década de noventa, como sugerem Calvo, Leiderman e Reinhart (1993), há uma reversão desse quadro. Em decorrência da

renegociação da dívida externa, dentre outros fatores, foi possibilitado o retorno dos capitais externos para os países latino-americanos.

Calvo, Leiderman e Reinhart, ao analisar os fluxos de capitais relativos a dez países, incluindo o Brasil, para o período de janeiro de 1988 a dezembro de 1991, destacam que tanto fatores internos quanto externos agiram no sentido de permitir a retomada dos fluxos de capitais para a América Latina. Entre os fatores internos Calvo, Leiderman e Reinhart (1993) apontam a já citada renegociação da dívida externa, o que melhorou a solvência dos países latino-americanos, e as reformas liberalizantes. Além disso, ainda como um fator interno, foi citada a melhoria nos fundamentos macroeconômicos dos países, elemento também corroborado por Cardoso e Goldfajn (1997) e Edwards (1998).¹⁷ Já no fronte externo, Calvo, Leiderman e Reinhart (1993) colocam como importantes fatores geradores dos fluxos de capitais a redução das taxas de juros norte-americanas e a recessão que acometia aquele País no início dos anos noventa.

Os resultados apresentados por Calvo, Leiderman e Reinhart (1993), particularmente aquele referente à importância da redução das taxas de juros norte-americanas como gerador de fluxos de capitais para a América Latina, foram referendados pelos trabalhos de Taylor e Sarno (1997) e Dooley, Fernández-Arias e Kletzer (1996). Esses autores, conjuntamente com Fernández-Arias e Montiel (1996), também destacam a melhoria na capacidade de pagamento da dívida e de seus serviços como um dos fatores que permitiram o retorno dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento.

¹⁷ Dentro dessa perspectiva, no que tange à melhoria dos fundamentos macroeconômicos, pode-se enfatizar que a própria implantação do Real e o seu sucesso logo no início em debelar a inflação deve ser considerado como um elemento indutor dos fluxos de capitais estrangeiros para o Brasil.

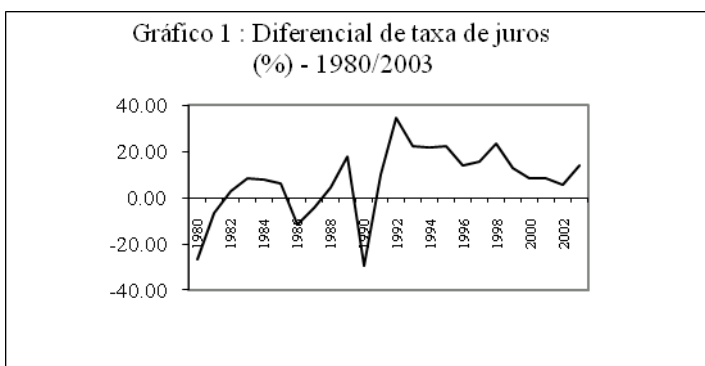
Ainda no que tange às reformas, o retorno do Brasil aos fluxos internacionais de capitais foi particularmente propiciado pela liberalização do mercado financeiro e de capitais determinada pela abertura da conta de capitais e financeira do balanço de pagamentos. De acordo com Moreira e Correa (1996) e Soares (2000), as medidas que flexibilizaram a conta de capitais foram o abrandamento da lei sobre remessa de lucros e dividendos, o que permitiu o aumento do investimento direto estrangeiro; a autorização para que instituições financeiras sediadas no País mantivessem reservas não limitadas em moeda estrangeira; a permissão para que investidores estrangeiros tivessem acesso aos mercados brasileiros de renda fixa e de ações (Anexo IV) etc. Outro importante elemento que possibilitou o retorno da economia brasileira ao mercado de capitais internacionais, citado por Franco (1995), foi o ressurgimento do mercado de bônus.

4.2 Diferencial de taxa de juros

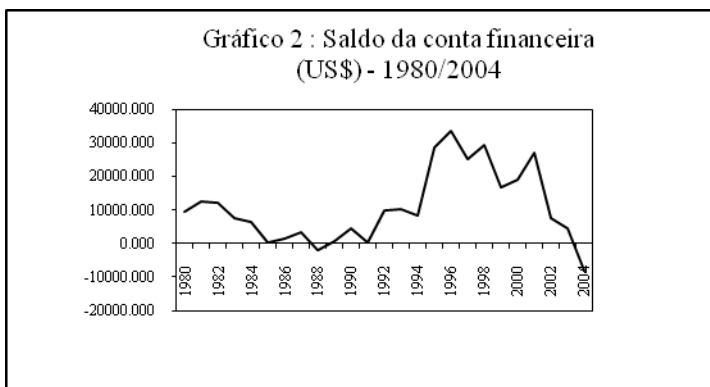
Associado aos afluxos de capitais, o diferencial entre as taxas de juros domésticas e internacionais agiu no sentido de favorecer a apreciação da taxa de câmbio, e assim a formação da âncora cambial. O maior retorno oferecido pelo mercado financeiro brasileiro era um fator de atração de recursos internacionais. Como a autoridade monetária, a princípio, pouco atuou no mercado cambial, o aumento da demanda por ativos brasileiros fez com que a entrada de capitais se transformasse em uma apreciação da taxa de câmbio.

A título de ilustração, nos Gráfico 1 e 2, são apresentados o diferencial entre a taxa de juros brasileira e a norte-americana e o saldo da conta financeira do balanço de

pagamentos brasileiro.¹⁸ Indica-se, dessa maneira, a proximidade dos movimentos entre o aumento do diferencial e o concomitante aumento dos afluxos de capitais. Em consequência, já se pode considerar a influência do diferencial de taxas de juros em possibilitar a construção da âncora cambial.



Fonte: elaborado a partir de dados do Banco Central do Brasil, Fundo Monetário Internacional e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.



Fonte: Banco Central do Brasil.

¹⁸ A taxa de juros real brasileira foi calculada a partir da taxa Selic deflacionada pelo IPCA e a norte-americana foi calculada a partir da taxa de juros referente às Notas do Tesouro deflacionada pelo IPC.

Feitas essas primeiras considerações gerais, a partir dos dados de diferenciais de taxas de juros pode-se realizar diversas inferências sobre a condução da política econômica brasileira nos anos noventa e, particularmente, sobre a utilização da taxa de câmbio como instrumento de combate à inflação durante o Plano Real. A adoção de reformas liberalizantes no Brasil teve início em 1990. Esse ano, no entanto, apresentou informações fortemente distorcidas, inclusive para a taxa de juros real, em decorrência do confisco dos ativos financeiros realizado pelo governo àquela época. Colocando em outros termos, o Governo Collor, ao congelar ativos financeiros, causou uma profunda alteração no mercado monetário. Tal alteração, entretanto, pode ser considerada atípica, fato esse que resultou em variáveis macroeconômicas enviesadas, ou distorcidas, para o período.

Desconsiderando o ano de 1990 pelo motivo já elencado, a partir de 1991 verifica-se um elevado diferencial de taxas de juros, sendo que esse maior patamar perdurou enquanto a taxa de câmbio no Brasil se aproximava de taxas fixas. Após a flutuação cambial, em janeiro de 1999, inicia um processo de redução do diferencial. Traduzindo em alguns números, o diferencial médio de taxa de juros real entre os anos de 1991 e 1998 foi de 20,66%. O diferencial no período de vigência da âncora cambial, entre os anos de 1994 e 1998, por sua vez, foi de 19,56%. Dessa maneira, conclui-se que foi gerado um importante diferencial de taxas de juros que permitiu a entrada em abundância de capitais externos, o que pode ser verificado no Gráfico 2.¹⁹

Associando os dados referentes aos fluxos de capitais com aqueles dos diferenciais de taxa de juros, mesmo não realizando testes estatísticos formais, pode-se verificar uma importante inter-relação entre o diferencial de taxas de juros e o

¹⁹ Deve-se considerar que, na entrada do Plano, Bacha (1995) e Arida (1999) defendiam as altas taxas de juros em decorrência da liquidez excessiva da economia brasileira, e, em particular, da liquidez relativa à dívida pública.

aumento da entrada de capitais. Particularmente, tal inter-relacionamento mostra-se bastante importante a partir de 1992 quando há um casamento entre o aumento do diferencial e a abertura da conta de capitais do balanço de pagamentos. É importante frisar que no início da década de noventa, quando o Plano Real ainda não estava em gestação, a política monetária, ao produzir elevados diferenciais de taxas de juros, conduziu a um forte acúmulo de reservas internacionais, que, *a posteriori*, se mostraram muito relevantes para a construção da âncora cambial.

No que tange ao período de funcionamento da âncora cambial, entre 1994 e 1998,²⁰ o afluxo médio de capitais para o Brasil foi da ordem de US\$ 25,1 bilhões. Se considerarmos toda a amostra, que compreende o período entre 1980 e 2004, o afluxo médio de capitais foi da ordem de US\$ 10,8 bilhões. Com isso, chega-se ao resultado de que no período do Plano Real a entrada de capitais estrangeiros no Brasil foi 133% superior à entrada média de capitais da amostra apresentada.

O importante resultado verificado nos influxos de capitais, em particular para o período de 1994 a 1998, não tem origem exclusivamente no diferencial de taxas de juros. A entrada de capitais na figura de investimentos diretos, empréstimos, empréstimos intercompanhias, mercado acionário etc. também foi relevante, sendo fator preponderante para isso as já citadas reformas liberalizantes.²¹ Pode-se, então, determinar que esses dois fatores (diferencial de juros e reformas liberalizantes) foram importantes elementos causadores da expressiva entrada de capitais no Brasil e, dessa maneira, da apreciação da taxa de câmbio.

²⁰ Efetivamente, a manutenção da âncora cambial a partir de diferenciais de taxas de juros como política ativa do Banco Central do Brasil teve início em 1995 após a crise do México.

²¹ Essa conclusão é referendada por Taylor e Sarno (1997).

É válido ressaltar que os capitais de curto prazo são mais sensíveis aos diferenciais de taxas de juros. Por outro lado, capitais que possuam perfil de longo prazo, tais como os investimentos direto estrangeiros, os empréstimos, os empréstimos intercompanhias etc. são mais suscetíveis às reformas. Colocando de outra maneira, a atração de capitais de longo prazo depende mais das reformas do que da rentabilidade propiciada pelas taxas de juros internas. Portanto, pode-se inferir que o diferencial de taxas de juros possibilitou a entrada de capitais externos na economia brasileira. Porém, outro grupo de capitais afluíu para o Brasil não em decorrência desse diferencial, mas por causa das reformas liberalizantes.

4.3 Mercado monetário

Falta explicar o papel do mercado monetário na construção da âncora cambial. A moeda, como comumente apresentada nos cursos introdutórios de economia, apresenta três funções: (i) meio de trocas; (ii) unidade de conta e (iii) reserva de valor. Quando uma economia encontra-se inserida em um processo inflacionário, como aquele vivido pela economia brasileira nos anos oitenta e no início dos anos noventa, uma ou até mesmo duas de suas funções deixam de ser válidas. Como consequência, a moeda perde sua função de reserva de valor. Porém, em economias nas quais os desequilíbrios de preços são generalizados, a moeda também pode perder sua função de unidade de conta. Quando essa última possibilidade está presente, ocorre o fenômeno de valoração dos bens, serviços e ativos domésticos por outra moeda ou por outro mecanismo que venha a funcionar como unidade de conta.²²

No Brasil, em decorrência do processo inflacionário, pode-se considerar que duas das três funções da moeda estavam

²² Exemplo disto é a dolarização. A dolarização, entretanto, não foi utilizada indiscriminadamente no Brasil.

comprometidas. Claramente a moeda brasileira àquela época não podia ser considerada como depositário de valor. Ademais, pela indiscriminada utilização de meios outros que não a moeda para valorar bens, serviços e, principalmente, ativos, sua função de unidade de conta também teve sua importância reduzida.²³

Com a introdução do Plano Real, no entanto, a moeda retomou suas funções de unidade de conta e de reserva de valor. A partir do momento que a estabilidade de preços foi conquistada, os agentes econômicos foram gradativamente alterando suas expectativas com relação à moeda nacional, principalmente suas expectativas quanto ao seu poder de compra. Portanto, a moeda deixou de ser um ativo indesejável pela sua anterior perda constante de valor e passou a ser demandado pelos agentes. Origina-se, dessa maneira, mais uma das formas de apreciação do Real e da formação da âncora cambial.

Detalhando o raciocínio acima, a estabilidade econômica, ao conferir estabilidade ao valor da moeda, fez com que os agentes econômicos passassem a demandar a moeda doméstica. Há, inclusive, uma redução da transformação, pelos residentes, de ativos nacionais em estrangeiros. Operando então a lei da oferta e da procura, o crescimento da demanda pelo Real fez com que a taxa de câmbio viesse a se apreciar. Colocando de outra maneira, a própria estabilidade econômica quando permitiu a retomada das funções da moeda possibilitou - somada aos outros fatores já descritos - a construção da âncora cambial.

5. A evolução da taxa de câmbio durante o Plano Real

As seções anteriores mostraram o funcionamento de uma âncora cambial, bem como a sua importância num plano de estabilização. Além disso, discutiu-se como a âncora foi

²³ Exemplo de importante instrumento que funcionava como unidade de conta no País era a ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional).

formada no Brasil. Na presente seção, que desenvolve o segundo objetivo do presente artigo, é descrito qual foi o comportamento da taxa de câmbio brasileira durante a ancoragem cambial. A experiência daquela época nos mostra que a evolução da taxa de câmbio pode ser subdividida em fases representativas das crises cambiais a que foi submetido esse instrumento e a respectiva reação do governo a cada uma dessas crises.

5.1 A introdução da âncora cambial

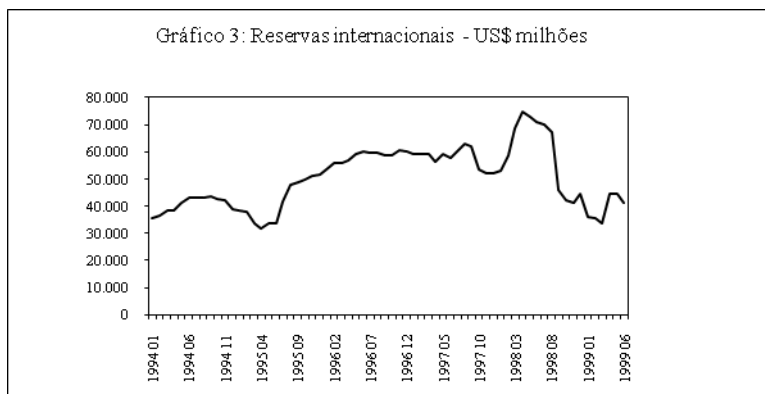
Como colocado anteriormente, logo na introdução do Plano Real a taxa de câmbio apresentava um regime de flutuação administrada. As boas condições internas e externas somadas à continuidade da abertura do País aos capitais estrangeiros e a manutenção de um diferencial elevado de taxas de juros permitiram que a moeda nacional ganhasse valor frente ao dólar.

Nessa primeira fase do Plano Real, que corresponde ao período de julho de 1994 a março de 1995, a apreciação cambial não foi resultado de intervenções das autoridades monetárias sobre a taxa de câmbio, mas refletiu as condições de mercado vigentes naquele momento. Havia, no entanto, a opção por uma flutuação assimétrica da taxa de câmbio, ou seja, a taxa de câmbio poderia atingir, no máximo, o valor de um Real por dólar, mas, por outro lado, não possuía, a princípio, limite inferior. Pode-se, dessa forma, concluir que, apesar de o Banco Central não ter atuado no mercado cambial àquela época, ele não perdeu a primazia de fazê-lo caso julgasse necessário, particularmente caso fosse necessário intervir para manter o limite superior definido para a taxa de câmbio.

Considera-se que a flutuação cambial foi possibilitada pelo próprio ganho inicial de credibilidade derivada do Plano e pelo influxo de capitais externos. Com essas pré-condições, foi possibilitada a necessária apreciação da taxa de câmbio. Pode-

se, inclusive, cunhar a expressão de que, a princípio, foi construída uma âncora cambial natural. Colocando de outra maneira, a apreciação cambial foi obtida pelas autoridades monetárias sem intervenções no mercado cambial.²⁴

Nesses primeiros momentos do Plano Real a situação foi relativamente confortável no aspecto externo. A abundância de capitais era de tal monta que a preocupação das autoridades monetárias direcionou-se para a queda acentuada da taxa de câmbio, o que, naquele período, estava causando desequilíbrios adicionais sobre a conta de transações correntes do balanço de pagamentos. Optou-se pela instalação de alguns controles de capitais e pela intervenção no mercado cambial,²⁵ fato que resultou na ampliação das reservas internacionais.



²⁴ Intervenções para defender o valor superior da taxa de câmbio.

²⁵ Para uma discussão acerca dos controles de capitais implementados na economia brasileira no segundo semestre de 1994 ver Franco (1995) e Guerra Júnior (1996). Apenas para introduzir a questão, Franco destaca que o País passou a tributar determinadas modalidades de entradas de capital, em particular os capitais de curto prazo. Por outro lado, ainda de acordo com Franco, passou-se a estimular a demanda por moeda estrangeira por meio da eliminação de restrições variadas às remessas ao exterior – tanto remessas de caráter comercial quanto de caráter financeiro.

Fonte: Banco Central do Brasil.

É necessário destacar os aspectos relativos às intervenções do Banco Central do Brasil (BCB) no mercado cambial. Ao longo do segundo semestre de 1994, quando a taxa de câmbio atingiu valores expressivamente baixos, sendo o valor mais baixo aquele de setembro (R\$ 0,83 por dólar norte-americano), as reservas internacionais atingiram valores consideráveis em decorrência da atuação das autoridades monetárias no mercado cambial. Naquele momento, o Banco Central havia estabelecido, informalmente, como piso para a taxa de câmbio justamente o valor ocorrido em setembro de 1994, conforme observam Silva e Andrade (1996), Silva e Torrance (1998), Andrade, Silva e Carneiro (2000) e Franco (2000a). Temia-se que a taxa abaixo desse patamar pudesse fazer com que os déficits em transações correntes se tornassem insustentáveis.

Porém, essa situação de facilidade na administração da taxa de câmbio é transformada no início de 1995 a partir da crise que assolou a economia mexicana.

5.2 A taxa de câmbio e a crise mexicana

O cenário descrito na última seção se reverte a partir da crise mexicana ocorrida em dezembro de 1994.²⁶ As intervenções no mercado cambial foram modificadas. Ao invés de intervenções buscando-se limitar a queda do dólar frente ao Real, passou-se a defender a paridade cambial contra uma abrupta desvalorização. O movimento excessivo da taxa de câmbio foi interpretado como um possível perigo contra a estabilização da economia. De acordo com Franco (2000a), o Banco Central, novamente de maneira informal, interveio para manter a taxa de câmbio no patamar máximo de R\$ 0,86 por

²⁶ Uma interessante descrição da crise mexicana encontra-se em Edwards e Savastano (2001).

dólar norte-americano. Pode-se, dessa forma, colocar que, implicitamente, o regime cambial brasileiro estava migrando de uma flutuação administrada para uma banda cambial.²⁷

No início de 1995 os cenários externo e interno não estavam tão favoráveis quanto aqueles do último ano. Os mercados internacionais, em decorrência da desvalorização do peso mexicano, estavam retraídos. O fluxo de capitais externos, principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos brasileiro, tornou-se escasso, o que, associado aos persistentes déficits em transações correntes, fez com que as contas externas do País se fragilizassem. Tais acontecimentos deram origem a uma forte retração das reservas internacionais, sendo que entre novembro de 1994 e abril de 1995, o período mais agudo da crise, a perda de reservas foi da ordem de 10 bilhões de dólares.²⁸

Internamente a economia brasileira também dava sinais de problemas. A redução da inflação, ao permitir a remonetização da economia e a elevação dos salários reais, gerou bolhas de consumo. Além disso, as expectativas de que a estabilidade econômica e da taxa de câmbio seriam revertidas posteriormente, talvez por causa da falta de uma maior credibilidade por parte da sociedade no programa, agiram no sentido de ampliar o consumo, inclusive daquele consumo voltado para as mercadorias importadas. Havia, de fato, uma substituição intertemporal do consumo.

Como resultado, foram gerados desequilíbrios que poderiam comprometer o plano de estabilização. Em decorrência

²⁷ Krugman (1991) e Leiderman e Bufman (1995) são importantes referências sobre o regime de bandas cambiais.

²⁸ Dentro desse período, o mais grave foi aquele referente ao mês de março de 1995, inclusive por causa de divergências entre os integrantes da equipe econômica com relação à política cambial a ser adotada: bandas cambiais ou bandas cambiais com banda interior estreita.

do excesso de demanda tiveram origem pressões que poderiam resultar em um recrudescimento do processo inflacionário e, dessa forma, em uma sobrevalorização ainda maior da taxa de câmbio real, o que, por sua vez, poderia também comprometer as contas externas. Não menos grave, os resultados decorrentes da crise mexicana transmitiram efeitos desequilibradores sobre a taxa de câmbio. No período de dezembro de 1994 a março de 1995, quando a economia brasileira recebeu os efeitos da crise do México, a taxa de câmbio nominal desvalorizou num montante de cerca de 5%. Sinalizou-se, dessa maneira, que a manutenção da âncora nominal requereria novas medidas na condução da política cambial.

Diante de tais condições, as autoridades monetárias, visando defender a taxa de câmbio, e assim o próprio plano de estabilização, anunciaram novas medidas tanto para a política cambial quanto para a política monetária.

No que tange à política cambial, foi adotado, em março de 1995, o que anteriormente era feito de maneira implícita, ou seja, as autoridades monetárias anunciaram que o regime cambial passara explicitamente para um de bandas cambiais. Dessa forma, ficou estabelecido que o Banco Central teria a obrigação formal de defender a paridade cambial estabelecida pelo sistema de bandas. Foi determinado que a intervenção ocorreria sempre que a taxa de câmbio atingisse o limite mínimo de R\$ 0,88 e máximo de R\$ 0,93 por dólar.²⁹ De fato, contudo, o Banco Central estabeleceu um valor no interior da banda e buscou persegui-lo, o que reforçou o compromisso de defesa da taxa de câmbio e, conseqüentemente, da âncora cambial.

²⁹ Conforme Guerra Júnior (1996), o Comunicado nº 4.479, de 06 de março de 1995, do Banco Central do Brasil, definiu que os limites da banda cambial seriam de R\$ 0,86 (para compra) e R\$ 0,90 (para venda). Porém, logo em seguida, o Comunicado nº 4.492, de 10 de março de 1995, fixou os limites da banda cambial em R\$ 0,88 (para compra) e R\$ 0,93 (para venda).

Com a escolha desse valor interior à banda para a taxa de câmbio, que, por sua vez, sofreria uma gradual e lenta desvalorização, pretendia-se obter alguma recomposição da taxa. Permitia-se, dessa maneira, que fosse feito algum ajuste referente à competitividade – não necessariamente suficiente, como será visto adiante. Por outro lado, estabelecia-se um forte compromisso das autoridades monetárias em defender a taxa de câmbio, o que equivale a dizer, um compromisso em defender a própria âncora cambial.

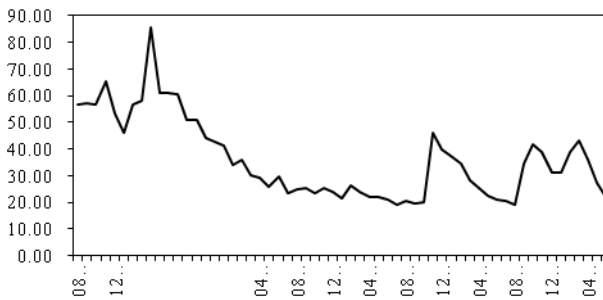
Reforçando a discussão apresentada acima, efetivamente, após uma rápida tentativa de estabelecimento de uma banda cambial, em março de 1995, as autoridades monetárias passaram “a realizar uma correção prefixada da taxa cambial”, como observam Pastore e Pinotti (1999, 22). Apesar de existir uma banda cambial oficialmente determinada, a taxa de câmbio foi rigidamente administrada pelas autoridades monetárias por meio de intervenções no interior da banda. Foi de fato estabelecido um regime de *crawling peg* ou mesmo um *narrow crawling peg*. A descrição do novo regime cambial pode ser vista em Pastore e Pinotti (1999,30):

Em 21 de junho de 1995, a política cambial foi totalmente modificada. Do regime de bandas de flutuação sobrou somente a retórica. O Banco Central continuou a anunciar os valores máximos e mínimos teóricos do regime anterior, simulando que eles teriam algum papel a desempenhar, mas entre estes dois valores criou uma zona deslizante muito mais estreita, dentro da qual a taxa cambial poderia flutuar aproximadamente em torno de uma paridade central móvel. Mas mesmo que, dentro deste corredor muito estreito, a taxa cambial pudesse em princípio flutuar livremente, dadas as taxas domésticas de juros elevadas ela permaneceria quase que exclusivamente no limite inferior desta banda estreita.

A alteração na política cambial não foi a única medida adotada para defender o Plano Real. Apesar das dificuldades de se implementar políticas cambiais e monetárias simultaneamente, o governo optou pela adoção de medidas associadas às taxas de juros e à concessão de crédito. Para enfrentar a crise, em março de 1995, elevou-se a taxa de juros básica da economia (taxa de juros selic mensal) de 3,25%, em fevereiro de 1995, para 4,26%. Em relação ao crédito buscou-se adotar medidas restritivas.

As medidas surtiram efeito. A taxa de câmbio foi mantida não só dentro da banda estabelecida, mas também dentro do esquema de prefixação cambial informalmente definido pelo Banco Central. Conforme descrito no documento do Fundo Monetário Internacional que analisa crises de balanços de pagamentos de países emergentes [International Monetary Fund (2003)], foi estabelecido um regime de desvalorização da taxa de câmbio, porém sem a assunção de compromissos pelas autoridades monetárias. Consequentemente, novos limites para a banda cambial e para a intrabanda foram gradativamente determinados com sucesso pelo Banco Central. Os capitais externos novamente voltaram a afluir para o País e as reservas internacionais foram recompostas e ampliadas. Comparando-se os dados de abril de 1995, o mês posterior à pior fase do contágio da crise mexicana, com o mesmo dado para o ano seguinte, vê-se que as reservas internacionais passaram de um montante de 31,887 para 56,769 bilhões de dólares, o que representa uma variação positiva de 78%. Diante desse cenário, foi permitido ao Banco Central afrouxar a política monetária, como pode ser visto no Gráfico 4.

Gráfico 4: Taxa de juros selic - acumulada no mês anualizada (%)



Fonte: Banco Central do Brasil.

5.3 A taxa de câmbio e a crise asiática

A tranqüilidade na condução da política econômica brasileira, após a crise mexicana, perdurou até fins de 1997 quando irrompeu a segunda grande crise de dimensões globais da década de noventa. Era a crise asiática.³⁰ Como na crise do peso mexicano, os efeitos da forte turbulência que se abateu sobre a Ásia, com destaque para Coréia do Sul, Filipinas, Indonésia, Malásia e Tailândia, como coloca Radelet e Sachs (2001), foram transmitidos para os demais países em desenvolvimento.

Como não poderia ser diferente, o Brasil também se viu atingido pelos reflexos da crise asiática. Os investidores internacionais novamente se tornaram apreensivos quanto ao futuro de seus recursos nos países emergentes e passaram a transferi-los para os mercados centrais. Conseqüentemente, teve origem uma nova fuga de capitais que, entre os meses de

³⁰ Uma das mais importantes interpretações da crise asiática é dada por Krugman (1998). Ver também Radelet e Sachs (2001).

setembro e novembro de 1997, causou uma perda de reservas internacionais num montante de quase 10 bilhões de dólares. Como resultado, o mercado cambial brasileiro mais uma vez encontrava-se em situação de instabilidade. A perda da âncora cambial, entretanto, continuava a ser vista pelas autoridades governamentais como um perigo à estabilização da economia. Portanto, o governo novamente se pôs a defender a taxa de câmbio.

A defesa da taxa de câmbio foi realizada por diversas frentes. O Banco Central atuou no mercado cambial tentando atender à demanda crescente por dólares. Um sintoma dessa intervenção é a citada perda de reservas internacionais. Outra frente de defesa da taxa de câmbio foi conduzida por meio da política monetária. A taxa de juros em novembro de 1997 atingiu o patamar de 3,04% ao mês, o que, anualizado, perfaz o montante de 43%. Comparando com o mês anterior, quando a taxa mensal apresentava o valor de 1,67%, percebe-se que houve uma duplicação das taxas de juros, fato esse que representa uma imensa contração monetária cujo objetivo era interromper a fuga de capitais.

A resposta à crise asiática, no entanto, não se deu meramente por meio de mudanças conjunturais na condução da política econômica. Conforme Franco (2000a), além do aperto monetário, foram empreendidas medidas para eliminar as restrições aos fluxos de capitais ao mesmo tempo em que foram realizadas intervenções no mercado de derivativos relativos à taxa de câmbio, um dos importantes canais de transmissão de crise entre os países. Porém, o elemento central de confrontação à crise asiática foi o anúncio de uma agenda de esforço fiscal. Foi proposto, em novembro de 1997, o chamado *Pacote 51* que, como o próprio nome diz, representava 51 medidas de ajuste fiscal que resultariam em uma economia para o setor público num montante de R\$ 20 bilhões.

Outra vez a resposta das autoridades governamentais a uma crise mundial foi bem assimilada pelo mercado. Os capitais externos retornaram à economia brasileira e foi possível não só recompor como obter, em março de 1998, o maior volume de reservas internacionais da história do País. Com o afrouxamento das restrições externas também foi possibilitado ao Banco Central iniciar uma nova rodada de reduções das taxas de juros tal que esse instrumento, em junho de 1998, já havia sido reduzido para o patamar de 21% ao ano, ou seja, para o patamar pré-crise da Ásia. Dessa maneira, mais uma vez as autoridades monetárias venceram o confronto para a manutenção da âncora cambial. Porém, nem todos os sinais eram positivos. Dada a recuperação da economia, o governo, em grande medida, abandonou o projeto de ajuste fiscal, fato que contribuiu para deteriorar a credibilidade do público na política econômica brasileira. Pouco tempo depois tal inconsistência temporal no que tange às contas públicas se mostrou desastrosa para a economia do País.

5.4 A taxa de câmbio, a crise russa e as eleições

Pouco tempo depois da recuperação econômica relativa à crise asiática, o Brasil se via inserido novamente em uma nova crise de proporções globais. Após a moratória e a desvalorização da moeda russa, fatos que ocorreram em agosto de 1998, os mercados internacionais tornaram-se altamente instáveis. E nesse momento a economia russa não era a única fonte geradora de desequilíbrios. Apesar de as pesquisas eleitorais apontarem para a reeleição do Presidente Fernando Henrique Cardoso, o que poderia ser interpretado pelos participantes do mercado como a não ocorrência de mudanças bruscas na condução da política econômica, o período eleitoral criou incertezas, e especulações, adicionais em relação à economia brasileira. Além disso, soma-se a esses dois problemas o não cumprimento das

metas fiscais anunciadas em 1997, fato que fez com que o governo perdesse credibilidade junto à sociedade.

Segundo Franco (2000a), o principal canal de transmissão da crise russa para os países emergentes, inclusive para o Brasil, foi por meio dos títulos relativos ao Plano Brady (títulos da dívida externa). Os preços desses papéis caíram fortemente levando em conjunto os preços dos títulos corporativos. Isso deu origem a uma vultosa saída de capitais cujo objetivo central era auferir ganhos de arbitragem. Dadas as condições internas e externas, as emissões primárias foram paralisadas. Além disso, as linhas internacionais de comércio tornaram-se escassas de forma que uma maior proporção das importações passou a ser feita a partir do pagamento à vista. Enfim, o País estava enfrentando uma crise de liquidez que resultou em desequilíbrios do balanço de pagamentos. Em setembro de 1998, momento no qual a crise russa se abateu sobre o Brasil, foi perdido, em relação ao mês anterior, cerca de US\$ 21,5 bilhões em reservas internacionais.

Parecia que a crise russa havia se transferido para o Brasil. Diante da possibilidade de surgir mais uma grande crise financeira global a partir da economia brasileira, o Fundo Monetário Internacional (FMI) e as autoridades econômicas do País iniciaram discussões para evitar essa crise que se avizinhava. Ademais, em uma tentativa de afastar uma possível crise cambial, o que representaria a perda da âncora nominal, o Banco Central elevou a taxa de juros para 41,5% ao ano (outubro de 1998).

As negociações com o FMI tiveram continuidade e buscou-se desenhar um programa preventivo de ajuda ao Brasil.³¹ A ênfase recairia sobre o ajuste fiscal, porém a falta de

³¹ O programa era preventivo no sentido de que se buscava evitar uma desvalorização cambial ou a ocorrência de uma moratória, fato que poderia resultar em uma nova crise mundial com possíveis conseqüências desastrosas para os países vizinhos ao Brasil, principalmente para a Argentina.

credibilidade derivada da não implementação do ajuste prometido em novembro de 1997 contribuiu sobremaneira para a não efetividade do programa e, conseqüentemente, para a falha na defesa da taxa de câmbio. Apesar desse fato, como observa Blustein (2001), em 13 de novembro, o FMI e os representantes dos maiores países industrializados anunciaram um pacote de ajuda ao Brasil de US\$ 41,5 bilhões. Concomitantemente ao anúncio do pacote de ajuda foi assinada uma carta de intenções, que, como colocado, tinha ênfase no empreendimento da austeridade fiscal, além de manter a política cambial existente naquele momento [IMF (2003)].

Apesar do anúncio do acordo com o FMI e a liberação da primeira parcela dos recursos, ocorrida em dezembro de 1998, no valor de US\$ 9,2 bilhões, a saída de capitais teve continuidade. Más notícias ocorridas no período abalaram ainda mais a credibilidade dos investidores em relação à política econômica brasileira. A primeira refere-se à perda por parte do governo, em dezembro daquele ano, de uma importante votação relativa à previdência social. A segunda teve lugar em janeiro de 1999 e relaciona-se à declaração de moratória pelo novo Governador do Estado de Minas Gerais, Itamar Franco.

A confiança que os investidores depositaram no Brasil quando da crise da Ásia não estava presente durante os efeitos da crise da Rússia, principalmente, e como já apontado, por causa da não realização do ajuste fiscal engendrado quando da ocorrência da referida crise asiática. Porém, os problemas não se circunscreviam aos já assinalados. Novas convicções estavam sendo formadas sobre a política cambial.

Durante a campanha para o seu segundo mandato, o Presidente Fernando Henrique Cardoso, apesar de não pretender realizar nenhuma mudança brusca nas diretrizes da política econômica, dava sinais da necessidade de alterações,

particularmente alterações na condução da política cambial.³² Discussões dentro do governo, e da própria equipe econômica, apontavam para a necessidade de uma maior flexibilidade cambial. Claramente havia preocupações com a sustentabilidade da dívida pública. A taxa de câmbio administrada, e sobrevalorizada, ao exigir elevadas taxas de juros, diminuía os graus de liberdade na condução da política econômica e, principalmente, impingia sérios riscos em termos da capacidade do governo em honrar os compromissos de sua dívida. Colocando de outra maneira, a política cambial, no limite, poderia conduzir a uma moratória, o que, por sua vez, poderia comprometer a estabilidade econômica, principal elemento da política governamental.

Diante desse cenário, a pressão sobre a taxa de câmbio brasileira teve continuidade e em 13 de janeiro de 1999 o presidente do Banco Central foi trocado. Gustavo H. B. Franco, que tinha restrições à mudança da política cambial, foi substituído por Francisco L. Lopes. Nesse mesmo dia foi anunciada a mudança da política cambial brasileira.

5.5 A mudança do regime cambial

Em 13 de janeiro de 1999 foi introduzida uma nova política cambial. Era a banda diagonal endógena. De acordo com Lopes (2003), que, inclusive, foi o mentor e condutor da nova política, a banda seria chamada de diagonal porque tanto o seu piso quanto o seu teto se moveriam em uma tendência de aumento. Lopes (2003, 54) coloca ainda que “a distância entre os dois limites também aumentaria ao longo do tempo,

³² Além disso, estavam ocorrendo pressões para que houvesse mudanças na condução da política cambial e, conseqüentemente, na condução da política monetária, via taxa de juros. Tais pressões vinham dos mais variados grupos de interesse, desde políticos opositores a setores industriais.

objetivando uma suave e gradual transição para o câmbio flutuante.”

O outro aspecto do novo regime cambial era que a banda seria endógena. Isso equivale a dizer que o movimento da banda seria determinado pela posição relativa da taxa de câmbio efetivamente praticada em relação aos limites da banda. Daí surgiria duas possíveis ações das autoridades monetárias no mercado cambial. Nos momentos em que a taxa de câmbio estivesse sob pressão, e, dessa maneira, localizada próxima ao limite superior da banda, o deslizamento diagonal seria reduzido, o que, de acordo com Francisco Lopes, reduziria o incremento necessário nas taxas de juros para defender o citado limite da banda. Por outro lado, quando a taxa de câmbio tendesse para o limite inferior, a velocidade de correção da banda, no sentido de uma desvalorização cambial, seria ampliada. Pretendia-se, dessa maneira, realizar uma transição do antigo regime cambial para um regime de taxas de câmbio flutuantes.

Anteriormente à introdução da banda diagonal endógena a taxa de câmbio tinha atingido o valor máximo de R\$ 1,22 por dólar. Com o novo regime esse valor máximo passaria a ser praticamente o novo piso da banda cambial. Em números, os novos limites inferior e superior da banda diagonal endógena que vigorariam a partir de 13 de janeiro de 1999 seriam, respectivamente, de R\$ 1,20 e R\$ 1,32 por dólar.

Dada a falta de credibilidade no governo, principalmente por causa da anterior falta de comprometimento com a austeridade fiscal e também por causa da indefinição quanto à condução da política cambial, o mercado não absorveu bem o novo regime.³³ Nos dois primeiros dias de funcionamento da

³³ O mercado pode ter analisado a nova política como uma primeira mudança e avaliou que, logo em seguida, novos passos poderiam ser tomados em direção a um regime de taxas de câmbio flutuantes. Conseqüentemente, o mercado interpretava essa ação como um aumento do risco cambial.

banda diagonal endógena, 13 e 14 de janeiro de 1999, a taxa de câmbio estava sob forte pressão cambial, fazendo com que as autoridades monetárias despendessem significativos montantes de reservas internacionais.

Tal situação não foi bem recebida pela direção do FMI – seus diretores, inclusive, não haviam apoiado a mudança do regime cambial – que, segundo Blustein (2001), ameaçou retirar o programa de apoio financeiro ao Brasil caso as autoridades do País não parassem de despendar divisas na defesa da taxa de câmbio. Como consequência, em 15 de janeiro, o Banco Central deixou de utilizar as reservas internacionais para defender a taxa de câmbio. Finalmente, em 18 de janeiro de 1999, uma segunda-feira, foi oficialmente anunciado que a política cambial brasileira passaria a uma de taxa de câmbio flutuante. Era o fim da experiência de ancoragem cambial no Brasil.

6. Conclusões

O primeiro objetivo deste artigo foi apresentar a função da taxa de câmbio durante o Plano Real, basicamente como essa variável foi utilizada para combater a inflação, e como ela foi construída.

Primeiramente, discutiu-se o porquê da adoção de uma taxa de câmbio fortemente administrada. O histórico inflacionário brasileiro aponta para várias causas dos desequilíbrios de preços: financiamento monetário do déficit público, expectativas e indexação generalizada, para citar os principais fatores. Por isso, o combate desse desequilíbrio macroeconômico deveria ser engendrado inter-relacionando vários instrumentos de política econômica. Conseqüentemente, no Plano Real foram adotadas diversas medidas entre as quais aparece com importante destaque a administração da taxa de câmbio. Dentro dessa perspectiva, o câmbio foi utilizado para reverter expectativas inflacionárias, combater a indexação e

possibilitar que a inflação incidente sobre os bens comercializáveis convergisse para os níveis internacionais.

Em seguida mostrou-se o referencial teórico que baliza a construção de âncoras nominais, particularmente a construção das âncoras cambiais. Foi apresentado como esse instrumento se presta ao controle da inflação. Por fim, nesta primeira parte do trabalho, avançou-se na discussão da construção da âncora cambial no Brasil. O primeiro passo nesse sentido foi a abertura da conta de capitais do balanço de pagamentos. Tal medida, pelo menos em um primeiro momento, não conduziu à apreciação cambial, mas possibilitou a criação de um ambiente propício à construção da âncora. Conjuntamente com a reforma foi estabelecido um importante diferencial de taxas de juros como meio de ampliar a atratividade da economia brasileira aos capitais externos. Como um último elemento, principalmente para garantir a atratividade de investimentos em carteira, derivativos e renda fixa, era necessária a estabilidade da moeda nacional. Isso permitiria a redução dos riscos e, portanto, resultaria na transferência de um maior volume de recursos para o Brasil.

Estabelecidos esses três elementos, estavam formadas as condições para a implementação e adoção da âncora cambial. Logo na introdução do Plano Real, em julho de 1994, a taxa de câmbio se apreciou consideravelmente. Pode-se questionar, no entanto, que naquele primeiro momento as autoridades monetárias pouco contribuíram para essa apreciação, dado que não foram necessárias intervenções no mercado de câmbio, o que enfraqueceria a tese da âncora cambial. Porém, foi definido pelas autoridades monetárias um limite superior para variação da taxa de câmbio, o que por si só confirma a intenção de administrá-la e, dessa forma, utilizá-la como âncora nominal. Além disso, após a crise mexicana, ocorrida em fins de 1994, o Banco Central passou a intervir freqüentemente no mercado

cambial, o que reafirma a intenção das autoridades monetárias brasileiras em administrar a taxa de câmbio.

Em seguida foi apresentada a evolução da âncora cambial. Buscou-se demonstrar os principais movimentos da taxa de câmbio durante o período assinalado, principalmente os ataques especulativos a quais esse instrumento foi submetido, bem como os eventos internos e externos que condicionaram a atuação das autoridades monetárias no desenvolvimento da política cambial. Dessa forma, foram descritos os eventos das crises mexicana, asiática, russa e da própria crise brasileira³⁴. Foi demonstrada a eficiência, ou não (no caso da crise brasileira), das autoridades governamentais em repelir os ataques especulativos contra a moeda brasileira. Ficou patente que para tanto foi utilizado intensivamente a venda de reservas internacionais e a freqüente elevação das taxas de juros, além de outras inovações específicas a cada crise [explicitação da banda cambial e da intervenção intrabanda (1995), tentativa de ajuste fiscal (1997), realização de negociações junto ao FMI (1998/99) e a banda diagonal endógena (1999)].

Cabe ressaltar que apesar de as defesas da âncora cambial terem sido eficientes, os custos da manutenção da taxa de câmbio sobrevalorizada não foram, e não são, desprezíveis. Pode-se dizer que a manutenção de uma política monetária agressivamente restritiva como forma de preservar a taxa de câmbio resultou em perdas em termos de crescimento econômico. Além disso, a necessidade da manutenção das taxas de juros em patamares consideravelmente elevados resultou em um agravamento das contas públicas, fato esse que pode ser comprovado pela realização de sucessivos e consideráveis déficits nominais e pelo aumento da dívida do setor público.

³⁴ Vale a pena destacar alguns trabalhos que abordam as crises cambiais e financeiras ocorridas nos anos 1990 tais como Moreira (2003); Moreira, Paula Pinto e Souza (2004 e 2005); Soares, Paula Pinto e Moreira (2007 e 2010) e Bessa *et al.* (2010).

Surge neste ponto uma interpretação importante. A política cambial gerou um círculo vicioso que acabou por inviabilizá-la. A administração cambial demandou elevadas taxas de juros que, por sua vez, comprometeu as contas públicas. O comprometimento das contas públicas suscitou incertezas quanto à capacidade do País em honrar seus compromissos financeiros, resultando no escasseamento dos capitais externos necessários à manutenção do câmbio administrado. Tal situação adversa tem ainda um potencial desestabilizador que é a elevada integração entre os mercados financeiros. Apesar de ser uma condição dada e com baixa probabilidade de ser afetada por uma pequena economia, ela acarreta aumento da volatilidade, o que, conseqüentemente, propicia instabilidades adicionais. Exemplos disso são as próprias crises originadas no México, Ásia e Rússia.

À interpretação colocada acima, soma-se a escolha com a qual os governantes brasileiros se defrontaram: a estabilização econômica era, de fato, importante, porém o governo não poderia obtê-la por meio de mecanismos que retirassem menos graus de liberdade na condução da política econômica? Tais argumentações foram solidificando dentro das interpretações dos participantes de mercado. Como conseqüência, quando o governo tomou a primeira medida em direção a uma maior flexibilidade da taxa de câmbio - a banda diagonal endógena -, os investidores se anteciparam aos demais passos e teve origem uma das crises mais relevantes da histórica cambial brasileira cuja análise e descrição histórica foi o objetivo central deste artigo.

Referências

ANDRADE, Joaquim P.; SILVA, Maria Luiza Falcão; CARNEIRO Francisco Galvão. Contrasting Monetary Policies

Within the Mercosur Experiment. **Economia Aplicada**, 4: 223-251, 2000.

ARIDA, Pérsio. Observações sobre o Plano Real. **Estudos Econômicos** 3: 109-115, 1999.

BACHA, Edmar Lisboa. Plano Real: uma Avaliação Preliminar. **Revista do BNDES**, 2: 3-26, 1995.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Plano Real: do Sucesso ao Impasse. **Economia Aplicada**, 3: 79-93, 1999.

BESSA, Cristina F. M. de; MOREIRA, Tito B. S., PINTO, Maurício B. de Paula; SOARES, Fernando Antônio R.. Fatores Comuns Determinantes de Crises Cambiais e Financeiras. **Revista de Economia Política** (forthcoming), 2010.

BLUSTEIN, Paul. **The Chastening**: Inside the Crisis that Rocked the Global Financial System and Humbled the IMF. New York: Public Affairs, 2001.

BRASIL, Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos nº 395, de 7 de dezembro de 1993 (Plano Fernando Henrique Cardoso). **Revista de Economia Política**, 14: 114-131, 1994.

BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos. A Economia e a Política do Plano Real. **Revista de Economia Política**, 14: 129-149, 1994.

BRUNO, Michael. High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy. **Essays in International Finance** nº 183. Princeton, New Jersey: Princeton University, International Finance Section, 1991.

CALVO, Guillermo A.; VÉGH, Carlos A.. Exchange-Rate Based Stabilisation under Imperfect Credibility. In FRISCH,

Helmut; WORGOTTER, Andreas. **Open-economy Macroeconomics**. Londres: MacMillan Press, 1993.

_____. Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries. In TAYLOR, John ; WOODFORD, Michael. **Handbook of Macroeconomics**. Amsterdam: North Holland, 1998.

CALVO, Guillermo A., LEIDERMAN, Leonardo; REINHART, Carmen M.. 1993. **Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America**. IMF Staff Papers 40, n° 1: 108-151.

CARDOSO, Eliana. 2001. **A Crise Monetária no Brasil: Migrando da Âncora Cambial para o Regime Flexível**. Revista de Economia Política, 21: 146-167.

CARDOSO, Eliana; GOLDFAJN I. Capital Flows to Brazil: the Endogeneity of Capital Controls. **Working Paper n° 115. International Monetary Fund. 1997.**

DELFIN NETTO, A. **Opções de Política Econômica**. Economia Aplicada, 3: 5-13.

DOOLEY, Michael; FERNÁNDEZ-ARIAS, Eduardo; KLETZER, Kenneth. Is the Crisis History? Recent Private Capital Inflows to Developing Countries. **The World Bank Economic Review 10: 27-50, 1996.**

DORNBUSCH, Rudiger. Inflation, Exchange Rates, and Stabilization. **Essays in International Finance n° 165. Princeton, New Jersey: Princeton University, International Finance Section. 1986.**

EDWARDS, Sebastian. **Exchange-Rate Anchors, Credibility, and Inertia: a Tale of two Crises, Chile and Mexico**. The American Economic Review, 86: 176-180, 1996.

_____. **Capital Flows, Real Exchange Rates, and Capital Controls: some Latin American Experiences.** NBER Working Paper n° 6.800. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research. 1998.

EDWARDS, Sebastian; SAVASTANO Miguel A.. O Peso Mexicano após a Crise Monetária de 1994. In KRUGMAN, Paul. **Crises Monetárias.** São Paulo: Makron Books. 2001.

FERNÁNDEZ-ARIAS, Eduardo, MONTIEL, Peter J.. **The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: an Analytical Overview.** The World Bank Economic Review 10: 51-77.

FRANCO, Gustavo H. B. **O Plano Real e outros ensaios.** Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

_____. **O Real e o Câmbio: Observações à Margem da Experiência. O Desafio Brasileiro: Ensaio sobre Desenvolvimento, Globalização e Moeda.** São Paulo: Editora 34, 1999.

_____. **2000. The Real Plan and the Exchange Rate. Essays in International Finance n° 217.** Princeton, New Jersey: Department of Economics, Princeton University.

GUERRA JÚNIOR, Wagner Thomaz de Aquino. **O Plano Real e a Experiência Internacional sobre Políticas de Estabilização.** Tese (Doutorado). São Paulo: Universidade de São Paulo, 1996.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). The IMF and Recent Capital Account Crises: **Indonesia, Korea, Brazil. Evaluation Report.** Washington, D.C.: International Monetary Fund, Independent Evaluation Office, 2003.

Krugman, Paul. Target Zones and Exchange Rates Dynamics. **Quartely Journal of Economics**, 116: 669-682, 1991.

_____. **What Happened to Asia?** Cambridge: Massachusetts Institute of Technology. 1998. Disponível em < <http://web.mit.edu/krugman/www/disinter.html> > Acessado em 16 de fevereiro de 2005.

LEIDERMAN, Leonardo; BUFMAN, Gil. Searching for Nominal Anchors in Shock-prone Economies in the 1990s: Inflation Targets and Exchange Rate Bands. in **Planos de Estabilização em Economia Abertas**: Conferência Conjunta EPGE/FGV e Universidade de Tel Aviv. Rio de Janeiro: EPGE/FGV. 1995.

LOPES, Francisco L. Notes on the Brazilian Crisis of 1997-1999. **Revista de Economia Política**, 23: 35-62.

MOREIRA, Maurício Mesquita; CORREA, Paulo Guilherme. **Abertura Comercial e Indústria**: o que se Pode Esperar e o que se Vem Obtendo. Texto para Discussão nº 49. Rio de Janeiro: BNDES. 1996.

MOREIRA, Tito B. S. Vulnerability Indicators of the Twin Crises: the East Asian Episode. **Análise Econômica**, 40: 115-131, 2003.

MOREIRA, Tito B. S.; PINTO, Maurício B. de Paula; SOUZA, Geraldo S.. Uma Metodologia Alternativa para Mensuração de Pressão sobre o Mercado de Câmbio. **Estudos Econômicos**, 34: 73-100, 2004.

_____. **Crises Cambiais dos anos 90**: uma Análise sob o Enfoque Custo-Benefício a la Barro-Gordon. **Análise Econômica**, 23: 5-24, 2005.

PASTORE, Affonso Celso; PINOTTI, Maria Cristina. Câmbio e Inflação. in VELLOSO, João Paulo dos Reis. **O Real e o Futuro da Economia**. Rio de Janeiro. José Olympio, 1995.

_____. Câmbio Flutuante, Inflação e Crescimento Econômico. In VELLOSO, João Paulo dos Reis. **A Crise Mundial e a Nova Agenda de Crescimento**. Rio de Janeiro. José Olympio, 1999.

RADELET, Steven; SACHS, Jeffrey. O Despontar da Crise Financeira do Leste Asiático. In KRUGMAN, Paul. Ed. **Crises Monetárias**. São Paulo: Makron Books, 2001.

REBELO, Sergio; VÉGH, Carlos A.. Real Effects of Exchange Rate-based Stabilization: an Analysis of Competing Theories. In BERNANKE, Bem S.; ROTEMBERG, Julio. **NBER Macroeconomics Annual**. MIT Press, 1995.

SACHS, Jeffrey; ZINI JR., Álvaro Antônio. A Inflação Brasileira e o Plano Real. **Revista de Economia Política**, 15: 28-49, 1995.

SCHWARTSMAN, Alexandre. A Crise Cambial e o Ajuste Fiscal. **Revista de Economia Política**, 19: 5-29, 1999.

SILVA, Maria Luiza Falcão; ANDRADE, Joaquim P.. Brazil's New Currency: Origin, Development and Perspectives of the Real. **Revista Brasileira de Economia**, 50: 427-467, 1996.

SILVA, Maria Luiza Falcão; ANDRADE Joaquim P.; TORRANCE, Thomas S.. Fundamentals Versus External Shocks: Brazil's Growing Exposure to Currency Crises. **International Advances in Economic Research**, 6: 192-209, 2000.

SILVA, Maria Luiza Falcão; TORRANCE, Thomas S.. Exchange Rate Based Stabilization Plans: the Brazilian Experience with a Target Zone Regime. **Economia Aplicada**, 2: 31-64, 1998.

SIMONSEN, Mario Henrique. **30 Anos de Indexação**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas Editora. 1995.

SOARES, Fernando A. R. **A Liberalização Comercial e seus Impactos Alcativos na Economia Brasileira**. Dissertação (Mestrado). Brasília: Universidade de Brasília, Departamento de Economia, 2000.

_____. **A Administração da Taxa de Câmbio no Plano Real e os Fundamentos Econômicos Brasileiros**. Tese (Doutorado). Brasília: Universidade de Brasília, Departamento de Economia, 2006.

SOARES, Fernando Antônio R.; PINTO Maurício B. de Paula; MOREIRA, Tito B. S.. Análise da Taxa de Câmbio a partir do Índice de Pressão Cambial: a Experiência Brasileira de 1994 a 1999. **Revista Economia**, 8: 545-572, 2007.

SOARES, Fernando Antônio R.; PINTO Maurício B. de Paula; MOREIRA, Tito B. S.. An Alternative Methodology for Testing Currency Crises Resulting from Imbalances in Macroeconomic Fundamentals. **Applied Financial Economics** 20: 1051-1056. 2010.

TAYLOR, P. Mark; SARNO, Lucio. **Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-term Determinants**. The World Bank Economic Review 11: 451-470. 1997.

TOLEDO, Joaquim Elói Cirne de. Políticas Econômicas e Estabilização no Plano Real. **Economia Aplicada**, 3: 61-77, 1998.

