

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

DETERMINANTES DA TAXA DE CÂMBIO NO REGIME CAMBIAL
FLUTUANTE - O CASO DO BRASIL

Frederico Judice Moreira de Araujo
9514939-9

Orientador: Ilan Goldfajn

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a todos que me apoiaram de alguma forma para a realização deste trabalho. Em especial à Karina, que teve muita paciência, sempre me apoiou e me estimulou em todos os momentos. À minha família por ter proporcionado as melhores condições para minha formação acadêmica.

Ao pessoal do Banco Modal, à Manuela sempre solícita no auxílio às minhas dúvidas, aos meus amigos de faculdade e ao professor Ilan Goldfajn, por sua atenção, colaboração e direcionamento do trabalho.

ÍNDICE

I - INTRODUÇÃO.....	5
II - REGIMES CAMBIAIS	8
II.1 - INTRODUÇÃO.....	8
II.2 - CÂMBIO FIXO	9
II.3 - CÂMBIO FLEXÍVEL	11
II.3.1 - REGIMES CAMBIAIS ALTERNATIVOS	13
II.4 - DERIVATIVOS E TÍTULOS PÚBLICOS CAMBIAIS	14
III - O REGIME CAMBIAL NO BRASIL DE 1994 À 1998.....	17
III.1 - CRISE DA ÁSIA	25
III.2 - PRIMEIRO SEMESTRE DE 1998 - A RECUPERAÇÃO?.....	27
III.3 - A CRISE RUSSA	29
IV - A MAXIDESVALORIZAÇÃO DE 1999 E O NOVO REGIME.....	32
IV.1 - O NOVO REGIME CAMBIAL BRASILEIRO	35
IV.2 - SUPERANDO A CRISE DE CONFIANÇA	36
IV.3 - A INFLUÊNCIA DAS EXPECTATIVAS SOBRE A TRAJETÓRIA DE DESVALORIZAÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO.....	40
IV.4 - O PAPEL DO FLUXO CAMBIAL EM 1999.....	43
V - O QUE MUDOU APÓS A MAXIDESVALORIZAÇÃO DE 1999.....	46
V.1 - DETERMINANTES DA TAXA DE CÂMBIO E DAS RESERVAS	46
V.2 - OS IMPACTOS SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA	52
V.2.1 - CONTAS EXTERNAS.....	52
V.2.2 - INFLAÇÃO	53
V.2.3 - TAXA DE JUROS	53
V.2.4 - PRODUTO INTERNO BRUTO (PIB)	55
V.2.5 - DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO	56
VI - CONCLUSÃO	58
VII - BIBLIOGRAFIA	60

I – INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é tentar mostrar como a mudança de regime cambial sofrida pelo Brasil em janeiro de 1999 modificou o comportamento da taxa de câmbio e das reservas internacionais, a fim de entender a evolução destas variáveis ao longo do tempo e realizar previsões consistentes de suas trajetórias no futuro. Para isso, é preciso analisar os principais fatores que afetam positiva ou negativamente o fluxo cambial e como se comportam as reservas internacionais neste novo regime.

Em meados de 1995, o Banco Central criou o sistema de "mini-bandas" (entre as quais a taxa de câmbio flutuava) comprometendo-se a vender dólares (perdendo reservas) quando a cotação da moeda norte-americana se aproximasse do teto e comprar dólares (aumentando reservas) à medida que a taxa se aproximasse do piso. (Neste regime cambial, é imprescindível que a Autoridade Monetária acumule reservas para poder intervir no mercado a fim de manter a taxa de câmbio entre os limites de flutuação). Desta forma, as reservas variavam para manter o câmbio no patamar desejado pelo BC.

Com a crise da Rússia, o Brasil perdeu cerca de US\$ 30 bilhões em reservas tentando defender o Real. Mesmo após a assinatura do acordo com o FMI, envolvendo um pacote de ajuda de US\$ 41,5 bilhões, em novembro de 1998, o país continuou

perdendo reservas, tornando-se insustentável a manutenção do regime cambial vigente. Em janeiro de 1999, o Banco Central se viu forçado a realizar uma maxidesvalorização do moeda.

Com desvalorização do real e o abandono das mini-bandas, o Banco Central não mais precisa intervir no mercado de câmbio para manter a cotação da moeda, uma vez que passamos de um sistema de taxa de câmbio administrada para um sistema de flutuação suja (onde o BC pode ou não atuar no mercado de câmbio para conter a excessiva volatilidade da moeda, como ocorreu nos primeiros meses seguintes à desvalorização).

Desta forma, a partir de meados de maio, mês a partir do qual o Banco Central deixou de intervir com frequência no mercado de câmbio, as reservas internacionais líquidas (reservas no conceito liquidez menos os recursos do FMI, BIS e BOJ) passaram a variar apenas em função de compromissos do Governo (amortizações e pagamento de juros públicos) e de eventuais captações da República no exterior, além é claro da receita com juros obtida através da aplicação destas.

No capítulo II, tratarei de explicar o funcionamento de diferentes regimes de taxa de câmbio e definir importantes conceitos pertinentes a discussões sobre políticas cambiais.

No capítulo III, farei uma descrição da política cambial que vigorou entre a implementação do Plano Real, em julho de 1994, e 1998, procurando cobrir os principais aspectos conjunturais deste período que influenciaram a condução da política econômica do Governo.

O capítulo IV será dedicado à desvalorização do Real ocorrida no início de 1999 e ao novo regime cambial adotado pelo Governo, destacando-se o papel das expectativas e do fluxo cambial sobre a trajetória seguida pela taxa de câmbio ao longo do ano.

No capítulo V, farei uma descrição detalhada dos fatores que determinaram o comportamento da taxa de câmbio e das reservas internacionais em 1999, além de mostrar as principais mudanças ocorridas após a desvalorização e seus impactos sobre a economia brasileira. O capítulo VI será dedicado à conclusão do trabalho.

II - REGIMES CAMBIAIS

II.1 - Introdução

O preço da moeda nacional em relação a moeda estrangeira varia de acordo com o regime cambial adotado nos países. A taxa de câmbio é definida dentro de um quadro de sistema de câmbio fixo ou flutuante. Da mesma maneira as políticas de câmbio, monetária e fiscal atuam de forma a se adequar ao regime de câmbio vigente.

A taxa de câmbio é o preço, em moeda nacional, de uma unidade de moeda estrangeira. Obviamente, há pelo menos tantas taxas de câmbio quantas moedas estrangeiras (dólar x moeda doméstica, marco alemão x moeda doméstica etc...), lembrando que podem existir em certos países taxas de câmbio múltiplas (dólar oficial x dólar paralelo, por exemplo). A expressão taxa de câmbio geralmente indica o preço de uma moeda internacional de referência. No Brasil e em muitos outros países esta moeda de referência é o dólar norte-americano.

Como veremos na próxima seção, no regime de taxas fixas, o banco central compromete-se a comprar e vender a moeda estrangeira de referência a um preço fixo E , expresso em moeda nacional. Já no regime de taxas puramente flutuantes, o banco central não intervém no mercado de moeda, ficando a taxa de câmbio oscilando ao sabor das forças de mercado.

Em alguns países, a taxa de câmbio é resultado das forças de mercado, enquanto em outros, taxa é fixada em uma paridade com relação a outra moeda (na maioria dos casos utiliza-se o dólar americano).

II.2 - Câmbio Fixo

No regime do padrão-ouro, as taxas de câmbio eram essencialmente fixas. Os governos e bancos centrais garantiam a conversibilidade das respectivas moedas numa mercadoria, o ouro, que podia ser deslocada de um país para o outro.

Semelhante ao padrão-ouro, no sistema de taxas de câmbio fixas, os bancos centrais ficam a postos para comprar e vender suas moedas a um preço fixo em termos de dólares. Neste sistema, a autoridade monetária local tem que financiar quaisquer superávites ou déficits de balanço de pagamentos que surjam à taxa de câmbio nominal oficial. O Banco Central faz esta operação simplesmente comprando ou vendendo toda moeda estrangeira que não ofertada nas transações privadas.

Entre as vantagens do regime de taxas de câmbio fixas, podemos destacar que: em primeiro lugar, permite rápida estabilização monetária, pois elimina de imediato o aumento dos preços dos bens transacionáveis com o exterior e, assim, força a convergência entre a inflação doméstica e a internacional. Em segundo, facilita a tomada de decisões pelos agentes econômicos, reduzindo as possibilidades de incerteza e movimentos especulativos.

Neste regime, dadas a oferta e a demanda do mercado, o fixador da taxa de câmbio tem que suprir um excesso de demanda ou mesmo de oferta com o objetivo de se assegurar que esta taxa permaneça fixa. É obviamente necessário manter um estoque de

moeda estrangeira, denominado reservas internacionais, que possa ser trocado por moeda doméstica. O Banco Central teria a responsabilidade de intervir no mercado, ou seja, comprar ou vender moeda estrangeira com o objetivo de equilibrar a oferta e demanda no mercado de câmbio.

Quando há déficit no balanço de pagamentos - excesso de demanda por divisas estrangeira - à taxa de câmbio existente, o Banco Central normalmente utiliza suas reservas internacionais para financiar temporariamente este desequilíbrio. Uma outra forma de financiar este déficit seria via empréstimo de divisas no exterior, neste caso recorrendo a entidades internacionais (FMI, BIS) ou a instituições privadas.

A grande vantagem do câmbio fixo, no combate a inflação é o fato de abrir espaço para estabelecimentos de contratos de longo prazo, já que os agentes passam a contar com um referencial estável. A desvantagem consiste no fato de que, muitas vezes, a oferta e procura por moeda estrangeira não se equilibram, obrigando o Banco Central a manter determinado nível de reservas cambiais para atender o excesso de procura por moeda estrangeira. Além disso, é absolutamente necessária a coordenação entre as política monetária e fiscal, de modo que a inflação doméstica não discrepe significativamente da inflação externa. Como veremos mais adiante, a manutenção da taxa de câmbio fixa pode levar a uma drástica redução do estoque de reservas, caso haja um contínuo excesso de demanda por divisas.

A manutenção de taxas de câmbio fixas em regimes de moeda fiduciária depende de dois outros requisitos:

- i) as taxas de inflação dos diferentes países sejam bastante próximas;
- ii) com efeito, se a inflação no país que mantém o câmbio fixo é muito superior à do país emissor da moeda internacional de referência, o regime de taxas fixas acarreta

a contínua valorização real da taxa de câmbio, piorando o seu saldo em transações correntes.

Na hipótese de déficit em transações correntes, e para que não haja perda de reservas internacionais, seria necessário então contrabalançar essa situação com superávites na conta de capital. Para que a taxa de câmbio fosse mantida fixa dependeríamos basicamente de dois requisitos: elevação da taxa de juros interna e uma disposição e confiança dos agentes econômicos na sustentabilidade da manutenção da taxa de câmbio, para então atrair capitais externos.

II.3 - Câmbio Flexível

Vimos que os bancos centrais têm que prover qualquer volume de moeda estrangeira que seja necessário para financiar desequilíbrios no balanço de pagamentos sob taxas de câmbio fixa. Em um sistema de taxas de câmbio flexíveis, por outro lado, os bancos centrais permitem que a taxa de câmbio se ajuste para equacionar a oferta e a demanda por moeda estrangeira. Uma taxa de câmbio cujo valor não fica dentro de certos limites preestabelecidos pela ação oficial - atuando o governo como comprador ou vendedor residual de divisas sempre que necessário - diz-se flutuante.

O regime de taxas flexíveis de câmbio, possui três grandes atrativos:

- i) assegura o equilíbrio automático do balanço de pagamentos, tornando irrelevante o nível de reservas internacionais;
- ii) com isso, isola a política monetária das transações com o exterior, ou seja, não há superávites ou déficits externos que pressionem para mais ou para menos a base monetária;

iii) e transfere a determinação da taxa de câmbio para o julgamento dos mercados, evitando que a credibilidade seja abalada com uma possível intervenção no câmbio pelo governo.

O defeito do sistema é que ele não assegura nenhuma estabilidade cambial, nem em termos nominais, nem em termos reais. Ao ganhar maior confiança dos investidores internacionais, o país atrai maior volume de capitais autônomos, o que implica igual redução no seu saldo de transações correntes. Para tanto, a moeda do país se valoriza com o aumento de suas importações e a redução das exportações. Isso introduz um componente adicional de risco nos projetos agrícolas, industriais e de serviços transacionáveis com o exterior, ou seja a capacidade de enfrentar a concorrência externa dependerá da psicologia dos mercados financeiros internacionais.

Cabe aqui destacar dois pontos importantes: primeiramente, as taxas flexíveis passaram a ser adotadas pelas principais economias mundiais a partir de 1973 com o colapso do sistema de Bretton Woods. O segundo aspecto a ser colocado é que, desde a sua adoção, o sistema de taxas de câmbio flutuante, na prática, quase nunca existiu sem qualquer tipo de intervenção.

Quando os bancos centrais intervêm para comprar e vender moedas estrangeiras na tentativa de influenciar as taxas de câmbio, diz-se que existem flutuações controladas ou sujas. Quando os bancos centrais não atuam e permitem que as taxas de câmbio sejam determinadas livremente no mercado de câmbio internacional, diz-se que há um sistema de flutuação limpa.

II.3.1 – Regimes Cambiais Alternativos

Entre os dois extremos, as taxas fixas e as taxas puramente flutuantes, há inúmeras variantes, algumas das quais são citadas nesta seção.

Bandas cambiais - Trata-se de um regime no qual a taxa de câmbio flutua dentro de certos limites, como foi adotado pelo Brasil a partir de meados de 1995 até o início de 1999. Neste sistema, o Banco Central fixa um teto e um piso, dentro dos quais deixa flutuar livremente a taxa de câmbio. Atingindo o limite superior/inferior, o Banco Central vende/compra moeda estrangeira, mantendo a taxa de câmbio dentro do intervalo de flutuação.

Crawling Peg - Muitos países, geralmente em desenvolvimento ou atualmente chamados de emergentes, optam por atrelar suas moedas a uma moeda mais forte, como o dólar norte-americano, o iene, o marco alemão ou o franco francês (no caso de colônias francesas na África por exemplo), afim de evitar a perda real de valor da moeda local e seus impactos no nível de preços interno da economia. Denominaremos aqui os países com moeda forte de países "A", os emergentes de "B" e suas moedas " E_A " e " E_B " respectivamente. É comum observar que os níveis de inflação nos países B são geralmente mais elevados que os dos países A. Neste caso, qualquer aumento da inflação no país B acima da inflação do país A provoca uma apreciação real de E_B , tornando seus produtos menos competitivos no mercado internacional. Para evitar tal efeito, escolhe-se uma taxa constante de depreciação de E_B contra E_A , compensando a diferença entre as taxas de inflação dos dois países. Este regime é conhecido como "Crawling Peg".

Currency Board – Este regime, atualmente adotado na Argentina e em Hong Kong tem como principal característica a garantia de troca da moeda nacional numa taxa determinada e fixa por reservas de moeda estrangeira. Trata-se portanto, de um sistema de conversibilidade, onde a moeda usada como âncora é plenamente aceita internamente

e utilizada em transações efetuadas pelos agentes econômicos, assumindo portanto as mesmas funções atribuídas à moeda local (meio de troca, reserva de valor e unidade de conta). Desta forma, para que a paridade estabelecida entre as duas moedas seja satisfeita, é necessário que o nível de reservas internacionais deste país se iguale a sua base monetária.

II.4 - Derivativos e Títulos Públicos Cambiais

“One of the most important ingredients of the turbulence in the foreign exchange market in Brazil during the Asian crisis and later, throughout 1998 until the devaluation, was a new factor, whose influence was visible after the Mexican crisis but not nearly as strongly as seen later: foreign exchange derivatives”. (Franco, Gustavo, 1999).

De fato, para se realizar uma análise mais precisa sobre os recentes impactos causados pelas crises asiática (em 1997) e russa (em 1998) sobre o regime cambial brasileiro – culminando com a desvalorização de 1999 – e elucidar o papel dos principais fatores que influenciam a taxa de câmbio, é fundamental compreender o funcionamento do mercado de derivativos cambiais no Brasil.

O mercado futuro de câmbio possui grande importância no Brasil, principalmente sob o regime de taxas de câmbio flutuantes, uma vez que os agentes econômicos podem comprar ou vender contratos futuros de moeda, se protegendo (realizando *hedge*) contra variações abruptas da taxa de câmbio no mercado à vista. O mercado de derivativos cambiais cresceu muito no Brasil após a implementação do Plano Real. A Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) desenvolveu um contrato, negociado entre duas partes, pelo qual uma das partes se compromete a comprar ou vender este contrato a uma certa

taxa de câmbio (definida no mesmo), na data de liquidação da operação, ou de vencimento do contrato. Portanto, nesta data, o comprador/vendedor receberá a diferença entre a taxa de câmbio no mercado à vista e a taxa especificada no contrato. A cotação dos contratos futuros de câmbio é expressa em Reais por US\$ 1.000 e a unidade de negociação é de US\$ 50.000 para todos os vencimentos. A data de vencimento do contrato ocorre sempre no primeiro dia útil do mês de vencimento do contrato.

O volume destes contratos negociados na BM&F cresceu de US\$ 590 milhões em julho de 1994 para US\$ 13,3 bilhões em valor *notional* de contratos negociados diariamente em novembro de 1997.

Títulos Públicos Cambiais – São títulos do Banco Central (NBC-E e NBC-F) e do Tesouro Nacional (NTN-D) corrigidos pela variação cambial colocados no mercado através de leilões de Open Market. Atualmente, correspondem a cerca de 25% do total da dívida alocada em títulos públicos federais.

Muitas vezes, instituições que possuem passivos em dólar são obrigadas a se proteger de alguma forma contra possíveis oscilações da taxa de câmbio que provoquem um aumento no custo destas obrigações. Desta forma, se uma empresa endividada em dólar espera que o câmbio irá se depreciar, ela pode realizar uma operação de hedge através de um swap cambial, da compra de um título indexado ao dólar, de uma operação envolvendo opções de moeda, ou simplesmente via compra de dólares no mercado spot. Neste último caso, ocorre uma pressão direta sobre a cotação da moeda em decorrência da maior demanda por hedge. Sendo assim, o Banco Central, afim de atender a esta demanda, pode se utilizar da colocação de títulos cambiais no mercado, reduzindo a pressão sobre a taxa de câmbio.

CAPÍTULO III – O REGIME CAMBIAL NO BRASIL DE 1994 À 1998

O Plano Real, efetivamente implementado em julho de 1994, foi previamente elaborado em três fases. Primeiro, o anúncio do Plano de Ação Imediata (PAI) voltado a reorganização do setor público, incluindo medidas tais como: recuperação da receita tributária; a busca da maior eficiência dos gastos públicos; controle dos bancos estaduais e federais; e a intensificação do processo de privatização. Nesta primeira etapa, objetivou-se atacar o déficit público através de medidas fiscais permanentes – a serem alcançadas pelas reformas estruturais¹ – e transitórias – basicamente o Fundo Social de Emergência (FSE) e o Imposto Provisório sobre Movimentações Financeiras.

A segunda etapa (março de 1994) seria destinada ao combate da inflação inercial, através da criação de um indexador, utilizado como unidade de conta – a Unidade de Real de Valor (URV) – a fim de minimizar as distorções na estrutura de preços relativos da economia. A URV era reajustada diariamente de acordo com a inflação, assim como a taxa de câmbio, a fim de manter uma relação constante entre a URV e o dólar norte-

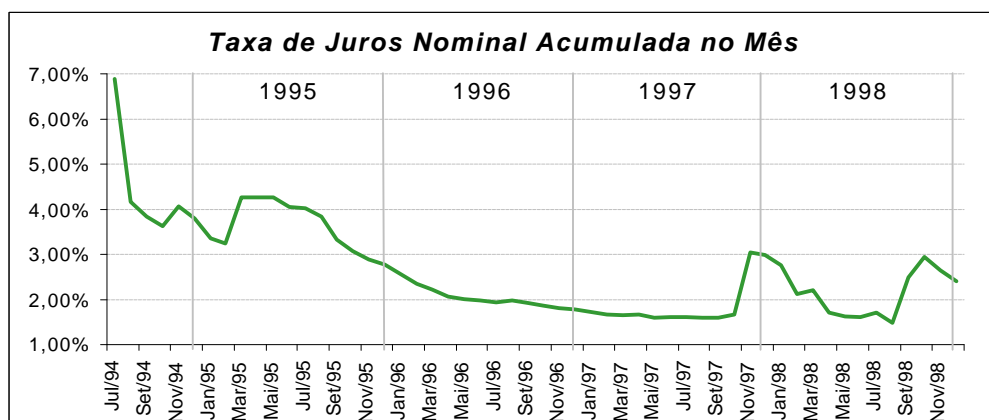
¹ Referência às reformas tributária, administrativa e da previdência.

americano. A novidade do esquema proposto consistia exatamente no fato de que seria um modo de desindexar a economia indexando-a ao limite.

Uma vez alcançada a “quase total” sincronia dos preços relativos, entraria em cena a terceira etapa, em julho de 1994, na qual o próprio indexador da fase anterior seria transformado em moeda, o Real. A partir deste momento, criou-se a expectativa sobre o regime cambial a ser adotado. Muitas correntes defendiam a paridade fixa entre o Real e o dólar, enquanto outras pregavam a adoção do sistema de taxas flexíveis. A decisão do Banco Central foi a de deixar a taxa de câmbio flutuar livremente, a partir de uma paridade de R\$ 1,00/US\$ 1,00 em 1º de julho de 1994.

O Governo, naquele momento, já mantinha a taxa de juros interna extremamente elevada como forma de atrair capital estrangeiro (gráfico I), o que levou a um aumento expressivo da oferta de divisas e conseqüentemente à apreciação da taxa de câmbio, como mostra o gráfico II:

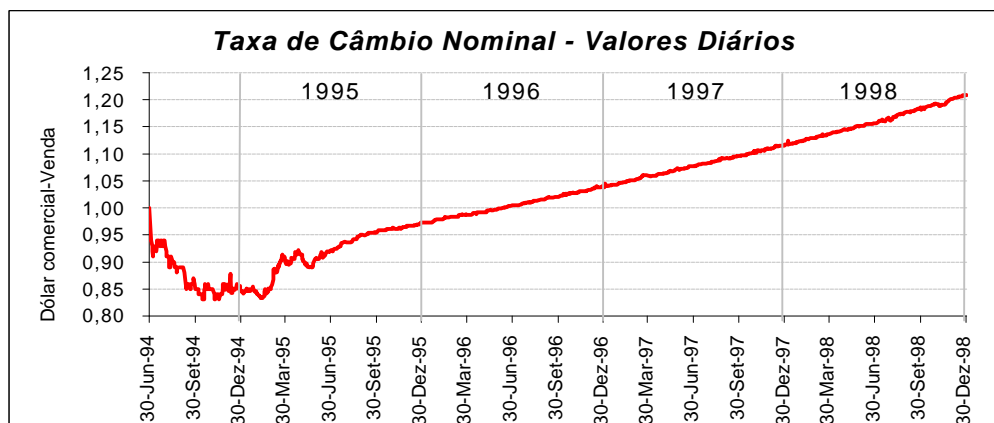
GRÁFICO I



Taxa de juros efetiva nominal acumulada no mês dos títulos públicos federais (BBC).

FONTE: Tendências Consultoria.

GRÁFICO II



FONTE: Tendências Consultoria.

A valorização da taxa nominal de câmbio chegou a 15,4% entre julho de 1994 e outubro do mesmo ano. No entanto, já a partir de setembro de 1994, o Banco Central passou a atuar no mercado de câmbio, comprando dólares, com o intuito de sinalizar o patamar mínimo para a taxa (em torno de R\$/US\$ 0,83 naquele momento). As fortes entradas de recursos continuaram a pressionar a taxa de câmbio para baixo, fazendo com que o Governo adotasse medidas para limitar a entrada de divisas: redução do prazo de antecipação das exportações (objeto de arbitragem pelo diferencial de taxas de juros); aumentou-se a alíquota de IOF sobre recursos externos ingressados no país sob a forma de empréstimos em moeda (de 3% para 7%), aplicações em renda fixa (5% para 9%) e em títulos e valores mobiliários (de 0 para 1%).

Este quadro de valorização nominal da taxa de câmbio só reverteu-se a partir de dezembro de 1994, influenciado em parte pelas medidas anteriormente adotadas, mas principalmente por dois outros eventos: forte crescimento das importações brasileiras e a eclosão da crise mexicana. Após os primeiros meses de implementação do Plano Real, observou-se uma drástica redução dos índices de inflação e um “boom” do consumo - que ajudou a elevar expressivamente as importações, já favorecidas pela taxa de câmbio

apreciada. Deve-se notar que o Governo foi um dos principais estimuladores deste aumento das compras externas (um bom exemplo foi a redução da alíquota de importação de automóveis de 32% para 20%), vendo nisto uma forma de atender o crescimento da demanda, sem pressões inflacionárias.

A crise mexicana provocou forte desvalorização do peso e acentuada perda de reservas, colocando em cheque as políticas de estabilização baseadas em “âncoras cambiais” e questionando a capacidade de países com elevados déficits em transações correntes (no caso mexicano chegou a 7% do PIB) financiarem estes desequilíbrios no longo prazo. Coincidentemente, o Brasil começava a apresentar seus primeiros déficits na balança comercial (nos dois últimos meses do ano), dado o forte aumento das importações. Neste primeiro momento do Plano Real, entre julho e dezembro de 1994, foi dada prioridade absoluta ao combate à inflação, corrigindo os desequilíbrios internos, sem preocupação com a deterioração da balança comercial. Desta forma, não demorou muito para surgirem as primeiras dúvidas quanto a trajetória do déficit em transações correntes.

Em janeiro de 1995, o Presidente Fernando Henrique Cardoso assumiu, com o compromisso de dar continuidade ao plano de estabilização. Naquele momento, as expectativas dos mercados interno e externo eram bastante positivas em relação ao novo Governo. Entretanto, a adoção da política cambial exigiria atenção por parte do Governo, dado as condições de desequilíbrio do setor externo, configurado na instabilidade dos mercados financeiros no início do ano e no déficit crescente na conta corrente do balanço de pagamentos, influenciado principalmente pelo saldo negativo da balança comercial. No início de março, o Banco Central estabeleceu o sistema de bandas cambiais, limitando a flutuação do Real em relação ao dólar ao intervalo de

R\$/US\$ 0,88 e R\$/US\$ 0,93² e permitindo maior flexibilidade na implementação da política cambial, uma vez que admitia-se certo nível de oscilação sem a necessidade de intervenção por parte da autoridade monetária.

O quadro de incertezas no início do ano também levou o Governo a aumentar fortemente as alíquotas de importação de pouco mais de cem bens de consumo duráveis (entre eles: automóveis, eletroeletrônicos e eletrodomésticos). Além disso, foram adotadas medidas na área financeira para facilitar a entrada de recursos externos, como a redução do IOF, paralelamente à elevação da taxa de juros interna. De fato, estas iniciativas refletiram a prioridade, imposta pelas circunstâncias, ao reequilíbrio das contas externas. O desafio da política econômica naquele momento era garantir a obtenção de superávites comerciais expressivos que levassem ao equilíbrio da conta corrente.

TABELA I

Em US\$ milhões	1994	1995	1996	1997	1998
Balança Comercial	10.466	(3.352)	(5.554)	(8.357)	(6.591)
- Exportações	43.545	46.506	47.747	52.990	51.120
- Importações	33.079	49.858	53.301	61.347	57.711
Serviços	(14.743)	(18.594)	(20.483)	(27.289)	(33.611)
- Juros	(6.338)	(8.158)	(9.173)	(10.390)	(11.948)
- Outros Serviços	(8.405)	(10.436)	(11.310)	(16.899)	(16.850)
Transf. Unilaterais	2.588	3.973	2.900	2.216	1.778
Transações Correntes	(1.689)	(17.973)	(23.137)	(33.430)	(33.611)

FONTE: Banco Central

Para atingir os objetivos acima, o Governo utilizou como alternativa mais viável, o desaquecimento da economia, capaz simultaneamente de favorecer o equilíbrio externo e a estabilidade de preços. A idéia era adotar medidas para conter a demanda como um

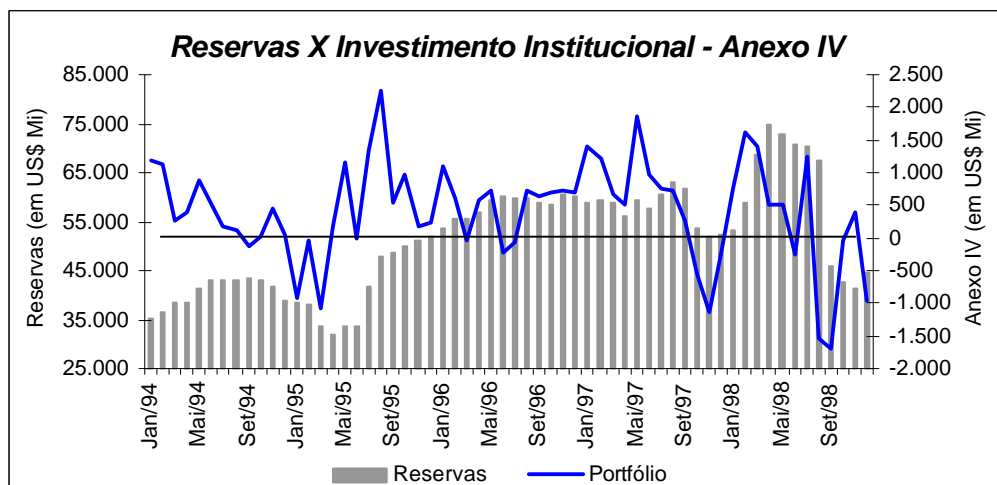
² Anteriormente à adoção do sistema de bandas, o Banco Central desvalorizou a moeda nacional, com a taxa de câmbio passando de R\$/US\$ 0,83 para R\$/US\$ 0,86 (banda informal).

todo (e não apenas para os bens importados) visto que a demanda aquecida vinha sendo suprida pela produção doméstica e pelas importações. O contínuo crescimento do nível da produção industrial e de vendas do comércio não seria compatível com o equilíbrio das contas externas, e poderiam representar ameaça para a estabilização.

Em junho de 1995, foram introduzidos aperfeiçoamentos na forma de condução da política cambial. Instituiu-se os leilões de compra e venda simultânea de divisas (“leilões de *spread*”). Desta maneira, reduziu-se a possibilidade de a taxa câmbio apresentar oscilações mais acentuadas, diminuindo a necessidade de intervenção do Banco Central no mercado. Em 1995, foram realizados 60 leilões de *spread*, com US\$ 5,1 bilhões comprados e US\$ 3,6 bilhões vendidos. Em 1996, 86 leilões de *spread* com compras de US\$ 2,5 bilhões e vendas de US\$ 3,3 bilhões e em 1997, 75 leilões com o volume caindo para US\$ 603 milhões e US\$ 224 milhões respectivamente. Estes leilões criaram, através das ofertas do mercado, uma “intra-banda” que ficou conhecida como “mini-banda”. Estas mini-bandas possuíam uma inclinação positiva, à medida que o teto e o piso eram ambos reajustados durante o mês a taxas entre 0,50% e 0,65%, o equivalente a 6,1% e 7,5% ao ano respectivamente. Como o reajuste do teto era maior que o do piso, a mini-banda foi se alargando progressivamente.

A partir do segundo trimestre de 1995, houve uma considerável melhora no cenário econômico. O Governo voltou a acumular reservas, (que cresceram US\$ 20 bilhões entre abril e dezembro daquele ano) principalmente em função do influxo de capitais de curto prazo destinados aos investimentos em portfólio (gráfico III). Além disso, a economia começava a apresentar sinais de desaquecimento (objetivo que vinha sendo perseguido pela equipe econômica para dar mais solidez ao programa de estabilização), reduzindo em parte a demanda por importações e mantendo sob controle qualquer ameaça inflacionária.

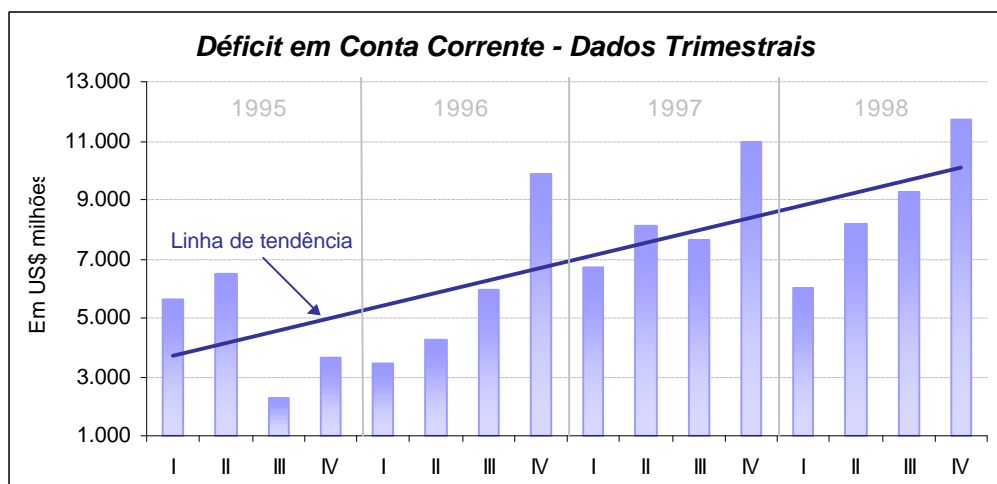
GRÁFICO III



FONTE: Banco Central

O Governo conseguiu, então, dar sustentação para que a taxa de câmbio continuasse a ser utilizada como âncora do programa de estabilização, diminuindo a pressão para que se realizasse uma desvalorização imediata, a despeito do desempenho ainda bastante negativo da balança comercial. O principal problema da equipe econômica naquele momento era o elevado déficit em transações correntes que crescia seguidamente apesar das insuficientes mini-desvalorizações da taxa de câmbio provocadas pelo Banco Central.

GRÁFICO IV



FONTE: Banco Central

O gráfico acima mostra como se comportou o déficit em conta corrente acumulado em cada trimestre, destacando-se sua tendência de crescimento. No acumulado em 12 meses em percentual do PIB, esta conta passou de uma média de 0,34% entre 1991 e 1993, para -0,31% em 1994, -2,55% em 1995, -2,98% em 1996, -4,16% em 1997 e -4,50% em 1998. Além dos sucessivos déficits na balança comercial, os gastos com juros começaram a pressionar ainda mais o saldo em transações correntes.

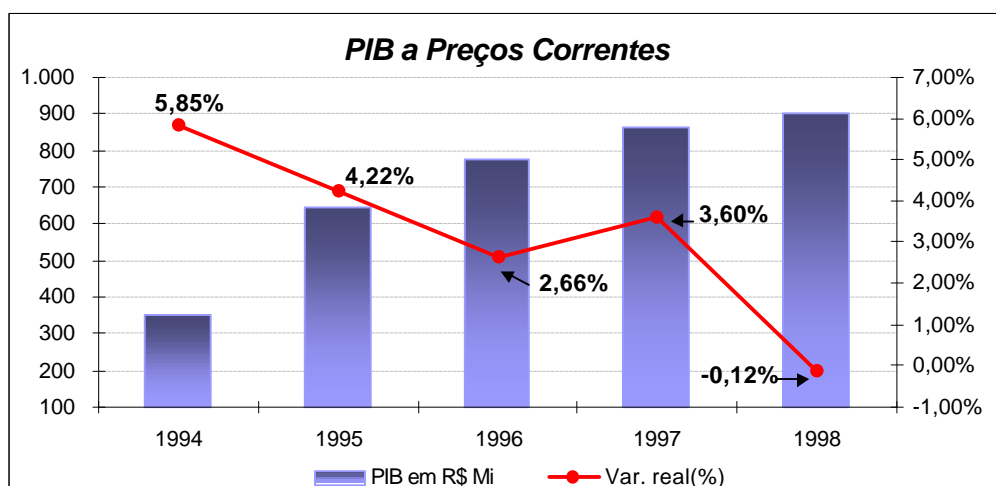
TABELA II

Gastos com Juros – em US\$ milhões	
1994	6.338
1995	8.158
1996	9.650
1997	10.391
1998	12.097

FONTES: Banco Central

Apesar de um déficit em conta corrente de US\$ 23,1 bilhões no final de 1996, o Governo contava com cerca de US\$ 60 bilhões em reservas, inflação sob controle, juros em queda, com o PIB apresentando crescimento real de 2,66% (já desacelerando como verificamos no gráfico abaixo).

GRÁFICO V



FONTES: Tendências Consultoria

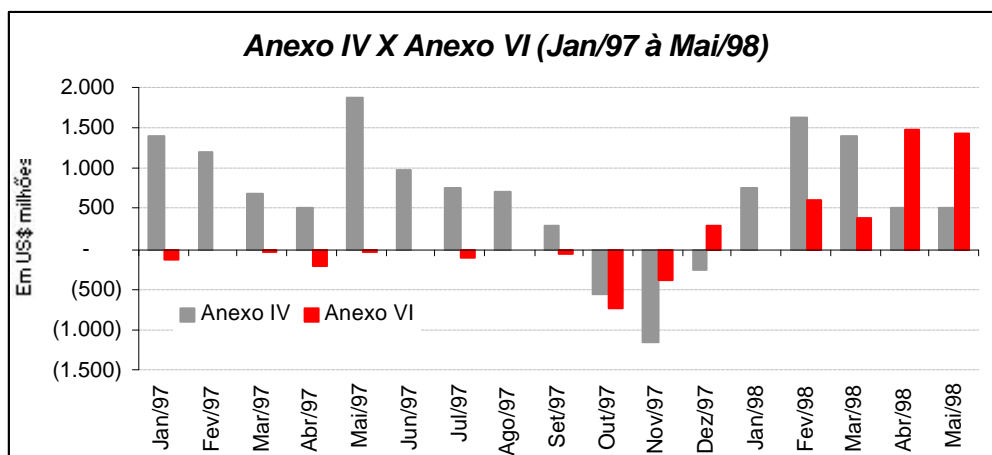
Os investimentos estrangeiros diretos já somavam US\$ 10,5 bilhões, quase o dobro dos US\$ 5,5 bilhões contabilizados em 1995. Os investimentos em portfólio chegaram a US\$ 6,0 bilhões e as importações, que haviam crescido 51,1% em 1995, tiveram taxa de crescimento de apenas 6,7% em 1996. Tratava-se portanto, de um cenário mais positivo para a economia como um todo. O contínuo crescimento dos investimentos diretos ajudou a reduzir, em parte, a vulnerabilidade do país diante dos capitais de curto prazo, tornando as reservas mais sólidas.

III.1 - Crise da Ásia

Em setembro de 1997, o País voltou a ser atingido por mais uma crise externa, desta vez na Ásia. O contágio veio através de mercados que se tornaram cada vez mais “internacionalizados” com o passar do tempo, como os mercados de ações e de bradies.

Com a eclosão desta nova crise, os preços dos títulos e ações de países emergentes despencaram, fazendo com que os bancos estrangeiros financiadores de investimento cortassem suas aplicações em países emergentes como um todo, reduzindo a liquidez do sistema financeiro mundial. Inevitavelmente, houve nova pressão sobre a taxa de câmbio, pois investidores realizaram remessas de divisas para o exterior, a fim de cobrir perdas em outros mercados. Em outubro saíram US\$ 1,3 bilhões de investimentos estrangeiros via Anexo IV e US\$ 736 milhões dos fundos de renda fixa - capital estrangeiro (Anexo VI).

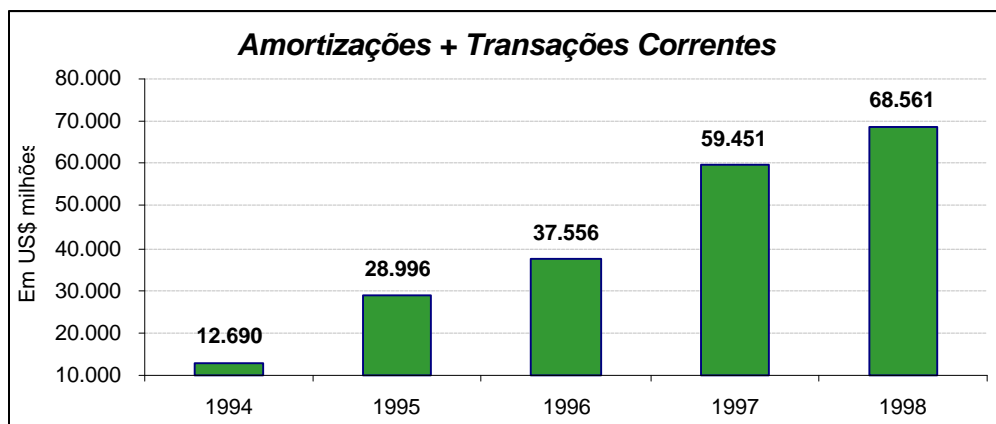
GRÁFICO VI



FONTE: Banco Central

As reservas internacionais caíram US\$ 7,5 bilhões, passando de US\$ 61,2 bilhões ao final de setembro para US\$ 53,7 bilhões no final de outubro, obrigando a autoridade monetária a realizar novo aumento das taxas de juros para 3,03% ao mês ou aproximadamente 43% ao ano (gráfico I) e a incentivar a entrada de capital de curto prazo. O déficit em conta corrente fechou o ano de 1997 em US\$ 33,4 bilhões, ou 4,16% do PIB, mostrando forte deterioração das contas externas em relação aos anos anteriores. O regime cambial brasileiro começava a dar sinais de fragilidade, de uma economia sem fundamentos fiscais, com grande dependência de capitais de curto prazo, com uma agenda de reformas essenciais não aprovadas e trajetória crescente de saída de recursos (amortizações pagas + déficit em transações correntes) pelo balanço de pagamentos.

GRÁFICO VII



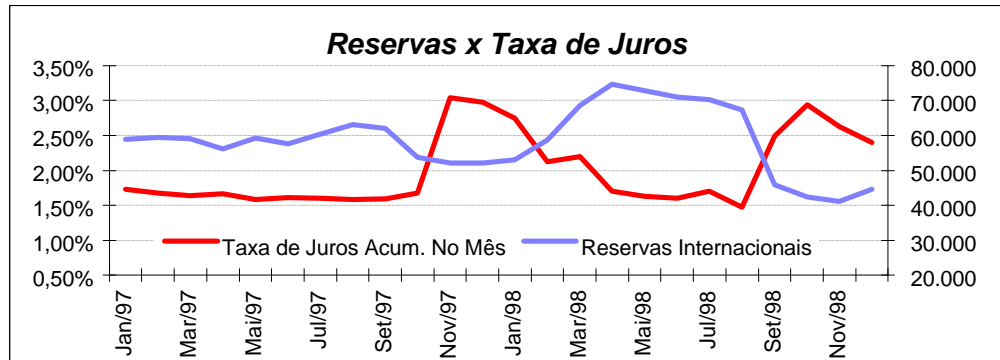
FONTE: Banco Central

Choques externos temporários podem requer apenas medidas temporárias, enquanto choques que produzem impactos mais duradouros podem requerer respostas que impliquem em mudanças no fundamento. A crise da Ásia dava parecia, aos olhos da equipe econômica, ser um choque duradouro, o que implicava em mudanças de caráter estrutural, via aceleração das reformas. Uma vez aprovadas, estas permitiriam uma redução mais rápida da taxa de juros e uma trajetória de crescimento sustentado no longo prazo baseado em fundamentos fiscais mais sólidos. Desta forma, as pressões causadas pela crise da Ásia resultaram em esforço fiscal de R\$ 20,0 bilhões – cerca de 2,0% do PIB – aprovado pelo Congresso algumas semanas após o auge da crise.

III.2 - Primeiro Semestre de 1998 – A Recuperação?

Com o aumento das taxas de juros ao final de 1997, o Banco Central voltou acumular reservas rapidamente, atraindo mais capital de curto prazo (gráfico VIII), o que permitiu a aceleração do ritmo de queda dos juros.

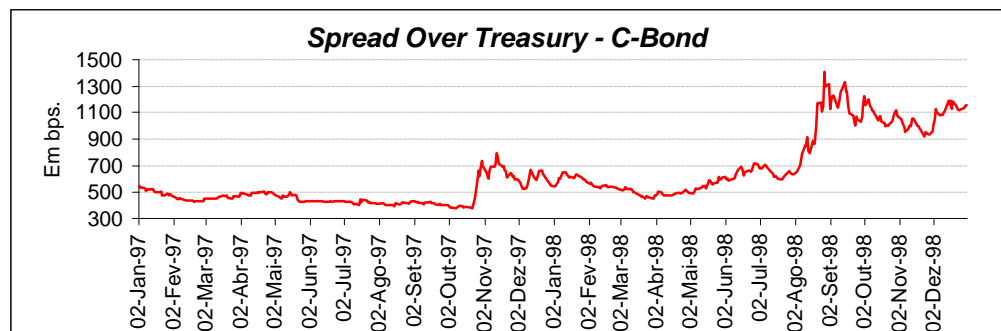
GRÁFICO VIII



FONTE: Banco Central

As reservas chegaram a atingir US\$ 74,7 bilhões em abril de 1998, permanecendo em torno deste patamar até julho. Ao final do primeiro trimestre, havia a sensação de que o Brasil reagira bem à turbulência causada pela crise asiática, dado o enorme influxo de capitais e a conseqüente recomposição das reservas a níveis extremamente elevados. A esta altura, as taxas de juros continuavam sua trajetória de queda e as restrições a certos tipos de capital de curto prazo voltavam a ser impostas pelo Banco Central. A confiança estava sendo refeita, os mercados voltaram a se abrir e os *spreads* dos títulos brasileiros no exterior voltaram a fechar, confirmando a melhora na percepção de risco por parte dos investidores internacionais em relação ao Brasil.

GRÁFICO IX



FONTE: Bloomberg

Em abril, o Governo decidiu emitir US\$ 1,25 bilhões em um novo bônus de dez anos, com spread de 375 bps, próximo ao spread de 395 bps obtido na emissão de um bônus de trinta anos em junho de 1997.

III.3 - A Crise Russa

Entretanto, apesar desta suposta recuperação brasileira frente à crise asiática, havia alguns problemas ainda não solucionados, como a questão fiscal e o fraco desempenho da balança comercial que continuava pressionando o déficit em conta corrente (de janeiro à julho, a balança comercial acumulava saldo de US\$ -2,3 bilhões). Desta forma, a pressão dos industriais paulistas e exportadores em favor da desvalorização do Real crescia cada vez mais. Além disso, a proximidade das eleições presidenciais trazia um ar de indefinição, dada a pequena diferença entre Fernando Henrique Cardoso e seu adversário Luiz Inácio "Lula" da Silva.

Em agosto, a Rússia declarou moratória de parte de sua dívida. Era o terceiro choque externo sofrido pelo Governo Fernando Henrique. Os *spreads* dos *bradies* brasileiros dispararam ultrapassando 1.300 bps, no caso do C-bond, o título mais líquido da dívida externa brasileira (gráfico IX). O impacto da crise russa foi devastador para o Brasil. O colchão formado pelas reservas passou de US\$ 67,3 bilhões em agosto para US\$ 45,8 bilhões em setembro, uma queda de US\$ 21,5 bilhões em apenas um mês. Os investidores internacionais, que voltaram aos mercados emergentes após a crise asiática, desta vez sofreram um duro golpe.

Mais uma vez, o contágio veio através do mercado de *bradies*, cuja pressão foi ainda maior do que na época da crise asiática. As emissões no exterior foram

paralisadas e as desconfianças em relação à economia brasileira voltaram a surgir entre os agentes econômicos.

A saída de divisas obrigava o Banco Central a vender moeda para segurar a taxa de câmbio, implicando em sucessivas perdas de reservas. Na conta de capital, os fundos de renda fixa capital estrangeiro registraram saídas de US\$ 2,4 bilhões e US\$ 3,7 bilhões em agosto e setembro respectivamente. O fluxo via anexos I a IV (portfólio) apresentou saídas de US\$ 1,5 bilhões e US\$ 1,7 bilhões e no mercado flutuante, os saldos foram de US\$ -1,9 bilhões e US\$ -8,3 bilhões nestes mesmos dois meses. O saldo em transações correntes sofreu grande deterioração graças às fortes saídas observadas na conta de lucros & dividendos (US\$ -1,86 bilhões em setembro).

O Banco Central voltou a elevar as taxas de juros, que retornaram ao patamar de 3,0% ao mês, na tentativa de atrair novamente capitais para recomposição das reservas. No entanto, os deteriorados fundamentos da economia brasileira mostravam claramente a fragilidade da recuperação alcançada ao longo do primeiro semestre do ano. A pressão para que o Banco Central realizasse uma desvalorização da moeda começava a se tornar cada vez mais forte. Paralelamente, em função da proximidade das eleições presidenciais, o Presidente Fernando Henrique se via “obrigado” a postergar qualquer tipo de medida - geralmente impopular - de austeridade fiscal.

Em setembro, o Brasil começou a negociar com o Fundo Monetário Internacional (FMI) um pacote de ajuda preventivo em defesa do Real, com metas fiscais a serem cumpridas em troca da liberação de recursos, que totalizariam US\$ 41,5 bilhões, para serem incorporados às reservas internacionais. A questão fundamental era a disciplina fiscal à qual o País deveria se submeter nos próximos anos para reduzir o déficit público, que fecharia o ano de 1998 em 8,2% do PIB, e estabilizar a relação dívida

líquida/PIB. O Brasil tornava-se o novo alvo de uma possível crise entre os países emergentes.

Em dezembro de 1998, foi desembolsada a primeira tranche do programa de assistência do FMI no valor de US\$ 9,3 bilhões. Com a vitória nas eleições, o presidente Fernando Henrique continuou a sofrer grande pressão para que se realizasse uma mudança no regime cambial brasileiro, visto o resultado da conta corrente, que fechou o ano de 1998 com déficit de US\$ 33,6 bilhões, ou 4,33% do PIB como mostra a tabela I. As reservas, incluindo o desembolso do FMI, chegaram ao final do ano em US\$ 44,56 bilhões.

A grande discussão no âmbito interno naquele momento dizia respeito ao futuro da política cambial vigente. Muitos economistas afirmavam que o câmbio estava sobrevalorizado e o "lobby" da Indústria paulista em favor da desvalorização ganhava novos adeptos. No campo político, a oposição atacava o Governo e sua política cambial. No início de janeiro de 1999, o então presidente do Banco Central, Gustavo Franco - principal defensor da política cambial do Governo e alvo das críticas - abandonaria o cargo. Era o sinal de que alguma coisa mudaria no regime cambial brasileiro.

CAPÍTULO IV – A MAXIDESVALORIZAÇÃO DE 1999 E O NOVO REGIME

O programa de assistência do Fundo já estava praticamente pronto em meados de outubro. A folgada vitória do presidente Fernando Henrique ainda no primeiro turno das eleições encerrou o período de incerteza política que antecedeu as eleições. Em novembro, o “*mood*” do mercado já havia melhorado substancialmente em relação aos meses anteriores. As saídas de capital cessaram e o País estava prestes a sacar a primeira tranche do acordo com o FMI. No entanto, o cenário começou a se modificar com a inesperada derrota do Governo na votação da Medida Provisória que tratava da contribuição dos servidores ativos e inativos da União à previdência social, no dia 9 de dezembro na câmara dos deputados. Era um sinal de que o tão necessário ajuste fiscal das contas públicas poderia fracassar. No início de janeiro, o governador de Minas Gerais, Itamar Franco, declara moratória da dívida de seu Estado com a União, levando os investidores a acreditar que outros governadores poderiam seguir o mesmo caminho, o que eliminaria as chances do Governo Federal de recuperar sua credibilidade via controle de suas contas.

O mercado financeiro nacional reagiu de forma nervosa e a repercussão entre os investidores estrangeiros foi imediata, mostrando a fragilidade da situação brasileira

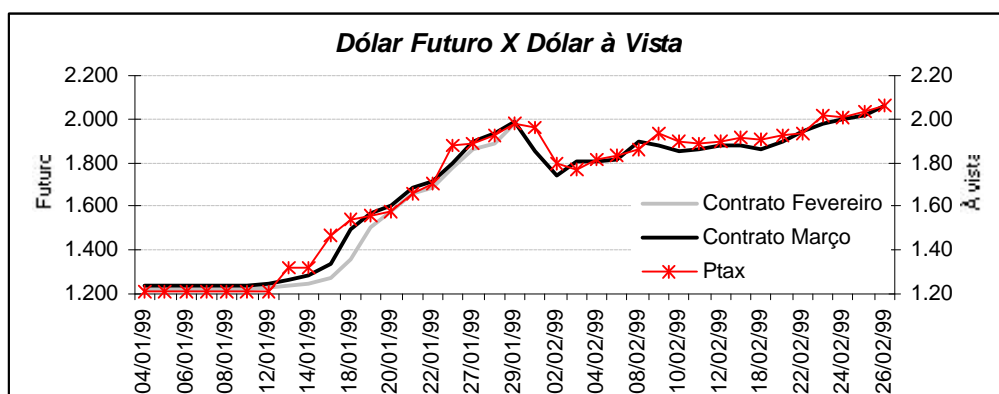
naquele momento frente a difícil trajetória de realização do ajuste fiscal e o cumprimento das metas acertadas com o Fundo.

O Presidente Fernando Henrique encontrava-se extremamente pressionado, afinal, em quatro anos de mandato, todo o esforço de redução da inflação em prol da estabilidade ainda não havia se traduzido em crescimento econômico. O setor produtivo da economia brasileira, liderado pelo empresariado paulista, insistia – juntamente com os partidos políticos de oposição – em redução imediata da taxa de juros e do nível de desemprego, apontando como solução a volta do protecionismo, dos subsídios e principalmente a desvalorização do Real.

A mudança veio com a saída do então presidente do Banco Central, Gustavo Franco, que defendia a política econômica vigente à época e não admitia qualquer mudança na política cambial que pudesse por em risco todo o esforço de consolidação da estabilização econômica nacional. Assumiu o cargo então diretor do Banco Central, Francisco Lopes, que logo introduziu o sistema, por ele criado, de banda diagonal endógena, alargando o espaço de flutuação da moeda. O novo sistema entraria em colapso 48 horas mais tarde. O ceticismo dos investidores com a nova política cambial era elevado, o que pôde ser verificado com a reação do mercado frente as mudanças. A taxa de juros de longo prazo subiu fortemente no dia 13 de janeiro, acompanhada dos yields dos papéis brasileiros no exterior, e a pressão compradora no mercado de câmbio continuava alta. No dia 14 de janeiro, o Banco Central vendeu quase R\$ 2 bilhões no teto da banda. Além disso, as alterações da política cambial não foram bem recebidas pelo Tesouro dos Estados Unidos como também pelo próprio FMI, o que contribuiu para a manutenção do pessimismo. O mercado se antecipou, como já era de se esperar, apostando no fracasso do sistema e eliminando as chances de se promover uma desvalorização controlada do Real. O gráfico X mostra o comportamento dos contratos

futuros de dólar negociados na BM&F com vencimento em fevereiro e março e da taxa de câmbio no mercado à vista.

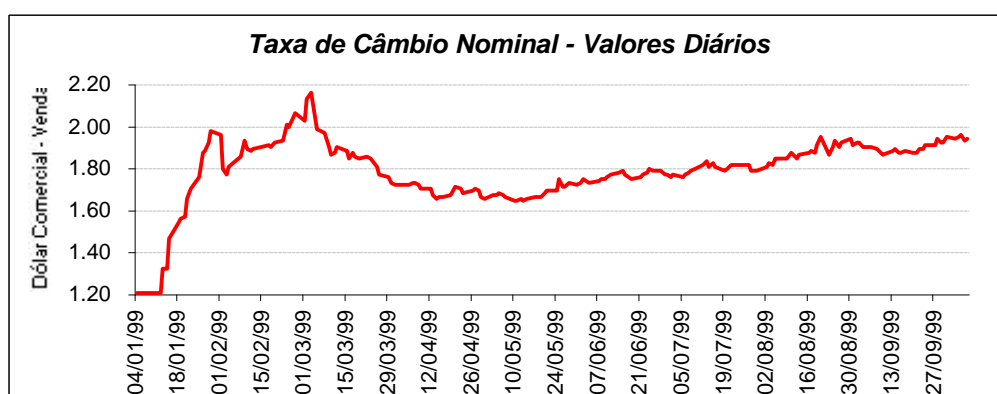
GRÁFICO X



FONTES: BM&F e Banco Central

O sistema de banda diagonal endógena foi abandonado e a moeda passou a flutuar livremente. Francisco Lopes deixaria a presidência do Banco Central duas semanas mais tarde, dando lugar a Armínio Fraga que assumiria oficialmente em 8 de março.

GRÁFICO XI



FONTE: Banco Central

O Governo voltou a elevar as taxas de juros em sua reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM) no dia 18, ampliando a banda de juros (a TBC foi reduzida para 25% e a TBAN foi elevada para 41%). Com isto, o Banco Central sinalizaria que as taxas de juros seriam mantidas em patamares elevados no curto prazo na tentativa de

conter a volatilidade da taxa de câmbio e de manter o controle sobre a inflação, que passou a ser uma ameaça após a desvalorização.

IV.1 - O Novo Regime Cambial Brasileiro

Uma vez sob o regime de taxa de câmbio flutuante, o Banco Central tratou de adotar medidas necessárias para o melhor funcionamento do novo regime, como a unificação, dos segmentos de câmbio livre e flutuante que passaria a vigorar a partir de 1º de fevereiro de 1999. Além disso, foi elevado o limite para posições vendidas dos bancos afim de reduzir a pressão sobre os mercados de câmbio em um prazo mais longo.

A taxa de câmbio passaria a ser determinada pela oferta e demanda por moeda estrangeira na economia. Desta forma, pressionariam diretamente a cotação da moeda a demanda de importadores; de bancos com posições compradas em dólar; de empresas e pessoas físicas com passivo em dólar em busca de *hedge* cambial; de investidores remetendo aplicações, lucros e dividendos para o exterior; de instituições com compromissos a serem amortizados externamente; e do saldo das contas de serviços do balanço de pagamentos. Pelo lado da oferta, seria contabilizado todo o influxo de capitais destinados a investimentos; a renda auferida por exportadores com a venda de seus produtos no mercado internacional; a posição vendida das instituições financeiras e os empréstimos e financiamentos contraídos junto ao exterior por estes agentes.

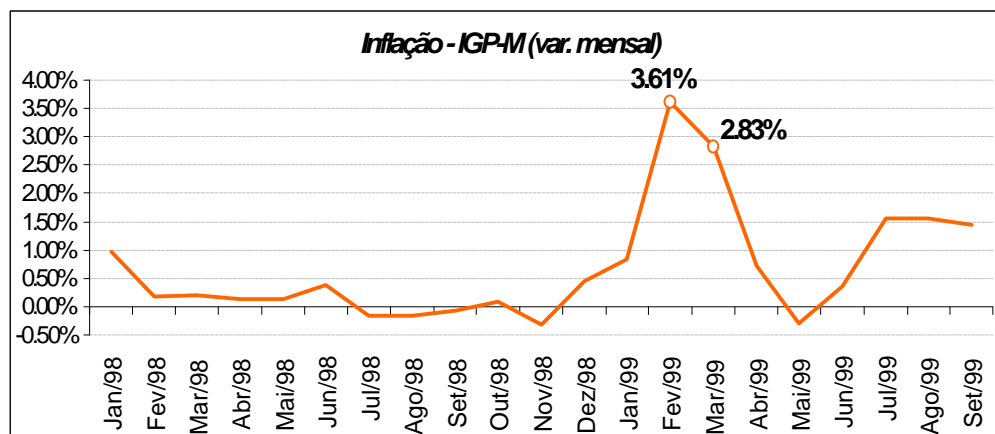
Apesar das intervenções no mercado cambial realizadas pelo Banco Central com frequência durante os primeiros meses de flutuação do Real, objetivando reduzir a volatilidade da taxa de câmbio, as reservas internacionais não seriam mais utilizadas para defender a moeda como no antigo regime. Estas passariam a variar basicamente em

função dos compromissos do Governo no exterior e de possíveis captações do Tesouro no mercado internacional. O Banco Central não mais compraria dólares no mercado para recompor suas reservas, pelo menos naquele momento, uma vez que tal ação contribuiria para pressionar a taxa de câmbio.

IV.2 - Superando a Crise de Confiança

O nome de Armínio Fraga foi bem recebido pelo mercado. Ao assumir, o novo presidente do Banco Central promoveu mais um aumento da taxa de juros, mostrando disposição em conter as temidas pressões inflacionárias provenientes da desvalorização cambial.

GRÁFICO XII



FONTE: Fundação Getúlio Vargas (FGV)

Foram eliminadas a TBC e a TBAN, e criada uma única taxa de juros de referência para a economia: a taxa SELIC. O Banco Central, assim como o FED (Banco Central norte-americano) passou a adotar a utilização do viés, que seria determinado em

conjunto com a taxa SELIC nas reuniões do COPOM. Com este mecanismo, a autoridade monetária poderia reduzir a taxa de juros, caso o viés previamente adotado fosse de baixa, sem precisar convocar nova reunião do Comitê de Política Monetária. Analogamente, o Banco Central poderia promover uma elevação das taxas de juros a qualquer momento caso o viés fosse de alta, e manter a taxa inalterada em caso de viés neutro.

Buscando reverter as expectativas negativas e recuperar a credibilidade do país, o Banco Central anunciou a implementação do regime de metas de inflação (inflation target), reafirmando seu compromisso com o controle do nível de preços. Foram criadas metas de 8% para o ano de 1999, 6% para 2000 e 4% para 2001, com tolerância de 2 pontos de porcentagem para cima e para baixo em cada ano, com base no IPCA, do IBGE.

A saída do overshooting da taxa de câmbio foi viabilizada por dois fatores principais, a reconquista da confiança na condução da política econômica e o estímulo, num primeiro momento, aos capitais de curto prazo. A alta da taxa de juros e a adoção de medidas administrativas de estímulo aos recursos de curto prazo viabilizaram os ingressos de capitais nos meses de março, abril e maio. Em conjunto com a melhoria das expectativas, a desvalorização cambial esperada se reduziu, elevando o cupom cambial.

Este fato estimulou o ingresso de capitais de curto prazo, inclusive recursos de residentes que haviam deixado o país. A condução da política monetária foi, portanto, fundamental para reverter a trajetória de alta da taxa de câmbio observada até o início do mês de março. Além disso, redefiniu-se as metas acordadas com o FMI para a política fiscal, com a divulgação de novos critérios de desempenho para o resultado primário e das medidas necessárias para se assegurar o controle fiscal de curto prazo.

No tocante à política cambial, a revisão do acordo com o FMI proibiu o Banco Central de atuar no mercado futuro de dólar. Foram ainda estipulados limites de perda de reservas, afim de evitar que o Banco Central utilizasse ilimitadamente estes recursos para intervir no mercado de câmbio à vista. Criou-se então o conceito de reservas internacionais líquidas, que consistiria no total das reservas internacionais descontados os recursos do FMI. (Em abril, seria liberada a 2ª parcela do acordo com o Fundo, no valor de US\$ 9,8 bilhões).

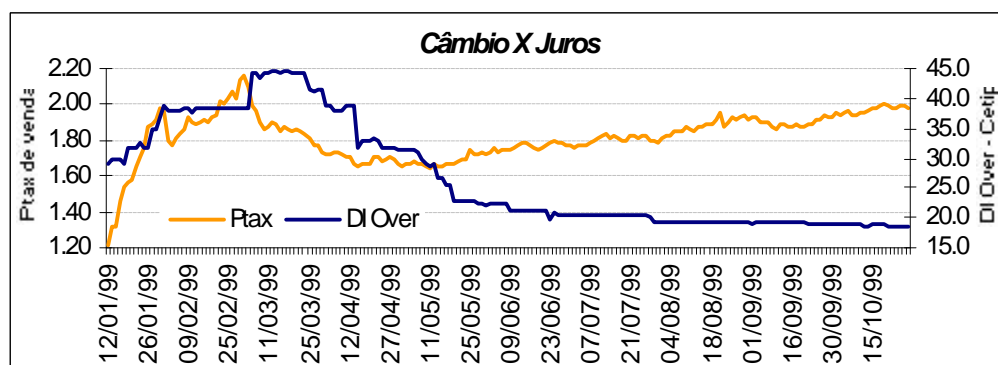
No entanto, a trajetória de valorização do Real, tornou desnecessária a atuação do Banco Central junto ao mercado de câmbio na ponta vendedora. (A partir de meados de março, o BC só voltaria a intervir no mercado em agosto, quando a taxa de câmbio de câmbio atingiu o patamar de R\$/US\$ 1,95).

A definição da política cambial, finalmente, foi importante para reverter a pressão sobre o câmbio, mostrando que a autoridade monetária iria controlar o mercado cambial no curto prazo. De fato, ao se definir um regime de flutuação suja, com a explicitação de uma trajetória desejada para a taxa de câmbio, reduziu-se o excesso de volatilidade e atenuou-se a demanda especulativa, revertendo a trajetória esperada de desvalorização e resgatando a confiança na condução da política econômica. O *spread over treasury* do C-bond caiu para 822 bps. em meados de abril, refletindo a melhora na percepção dos investidores em relação ao Brasil.

Com a superação do *overshooting*, o Banco Central afrouxou rapidamente a política monetária. A taxa de juros caiu num ritmo acelerado e o viés de baixa foi utilizado diversas vezes. Em junho, a taxa SELIC já estava em 21% ao ano. Com isso, reduziu-se o diferencial de juros interno e externo e, portanto, a atratividade do País aos capitais de curto prazo. O Governo procurou deixar claro, através de seguidas reduções das taxas

de juros, que não possuía intenção de atrair o capital especulativo, uma vez que este seria o primeiro a deixar o País a qualquer sinal de turbulência.

GRÁFICO XIII



FONTE: Banco Central e ANDIMA

As previsões negativas formuladas no início do ano a respeito da economia brasileira começaram a dar lugar a números mais otimistas quanto à inflação, queda do PIB e comportamento da taxa de câmbio. Os investidores começavam a enxergar o Brasil superando a tão temida maxidesvalorização cambial, com a inflação voltando a perder força após o repique dos meses de fevereiro e março. A taxa de câmbio média nos meses de abril e maio ficou em R\$/US\$ 1.69 e R\$/US\$ 1.68 respectivamente. Além disso, a economia poderia voltar a ensaiar uma leve recuperação em função da rápida queda das taxas de juros.

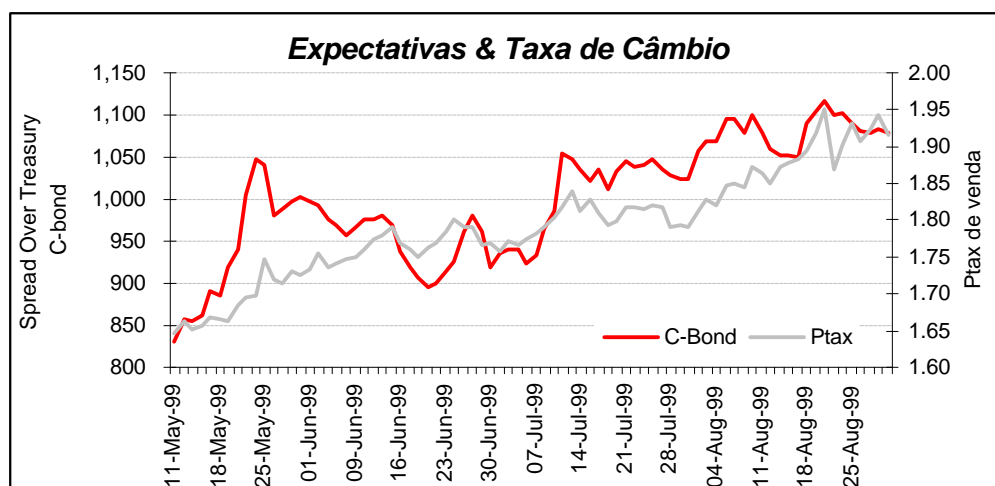
Entretanto, algumas ameaças internas e externas levariam a taxa de câmbio a iniciar uma trajetória de alta a partir de meados de maio, que duraria até o final do ano.

IV.3 - A Influência das Expectativas sobre a Trajetória de Desvalorização do Câmbio

No âmbito interno, a crescente queda de popularidade do presidente Fernando Henrique; a instabilidade política que tomou conta da base governista; a reforma ministerial; a falta de avanço das Reformas Fiscais no Congresso e as investigações da Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) do Sistema Financeiro incomodavam o mercado financeiro, contribuindo para pressionar a taxa de câmbio. Externamente, as incertezas quanto a possíveis aumentos da taxa de juros norte-americana para conter pressões inflacionárias; o risco de uma mudança da política cambial argentina aliada à proximidade das eleições presidenciais naquele país; além dos temores em relação a uma desvalorização da moeda chinesa tornavam o ambiente tumultuado para o segundo semestre do ano. Além disso, o risco do bug do milênio na passagem para o ano 2000 teria o efeito de reduzir a liquidez do mercado de capitais em todo o Mundo.

O gráfico XIV mostra como o comportamento da taxa de câmbio esteve vinculado à percepção de risco Brasil:

GRÁFICO XIV



FONTE: Bloomberg e Banco Central

Na revisão do acordo com o FMI, realizada no início de julho, foi traçada uma trajetória mensal para as reservas internacionais líquidas até o fim do ano, a partir da qual foram estipulados pisos para as mesmas. Desta forma, a autoridade monetária permaneceria com um limite para intervir no mercado cambial. No dia 18 de agosto, o Banco Central se viu obrigado a realizar intervenção no câmbio para segurar a cotação da moeda, após cerca de três meses sem atuar neste mercado. No mesmo dia, reduziu a zero o IOF para ingresso de capital externo. Naquele mês, a taxa de câmbio média atingiu o patamar de R\$/US\$ 1.88. Nos dois meses seguintes, esta passaria a R\$/US\$ 1.90 e R\$/US\$ 1.97 respectivamente.

A estratégia da equipe econômica em relação à política monetária naquele momento seria de reduzir o ritmo de queda da taxa de juros, adotando uma postura mais cautelosa³ em relação à redução da taxa de juros e utilizando outros instrumentos para afrouxar a política monetária (e reduzir os juros para os tomadores finais de recursos) como as reduções nos depósitos compulsórios⁴. Além disso, a elevação da posição comprada dos bancos (em função da grande demanda por *hedge* de seus clientes) levou o Banco Central a optar pela colocação de títulos públicos cambiais no mercado, reduzindo, em parte, a pressão sobre a taxa de câmbio.

Em setembro, o humor do mercado melhorou à medida que a demanda por *hedge* diminuiu - dada a grande quantidade de papéis cambiais vendida pelo Banco Central - e as divergências internas do governo se dissiparam. Porém, esta trégua não durou muito.

³ Na reunião do COPOM de 28 de julho, o BC reduziu a SELIC de 21% para 19,5% alterando o viés de baixa para neutro; no encontro seguinte, em 02 de setembro, manteve a taxa em 19,5% e o viés neutro; no dia 22 de setembro, a taxa foi reduzida de 19,5% para 19% com manutenção de viés neutro e no dia 06 de outubro manteve a taxa em 19% alterando o viés de neutro para baixa.

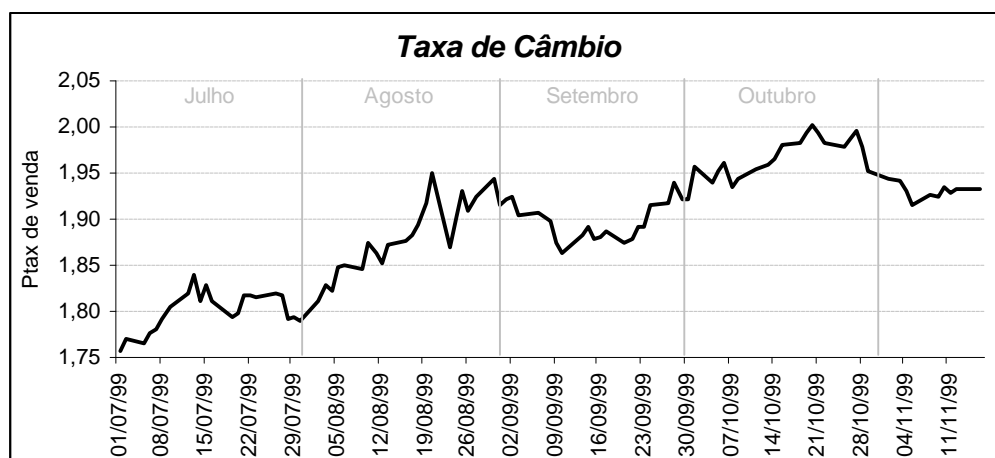
Ainda no final do mês, o Supremo Tribunal Federal (STF) considerou inconstitucional a cobrança da contribuição previdenciária dos servidores inativos e o aumento da contribuição dos ativos, abalando profundamente as expectativas do mercado quanto à sustentabilidade do ajuste fiscal e conseqüentemente do nível de risco do país.

A taxa de câmbio voltaria a sofrer forte pressão durante grande parte do mês de outubro, chegando a fechar em R\$/US\$ 2,0.

Pela primeira vez desde a implementação do sistema de *inflation target* o Banco Central passou a se preocupar com o impacto da manutenção da taxa de câmbio em níveis tão elevados sobre o nível de preços. No final do mês, a equipe econômica conseguiu junto ao FMI a revisão dos pisos das reservas, elevando o poder de atuação do Banco Central no mercado de câmbio.

No dia 10 de novembro, a taxa de câmbio voltou a ser pressionada, mas a autoridade monetária não hesitou em intervir.

GRÁFICO XV



FONTE: Banco Central

⁴ O depósito compulsório sobre depósitos a prazo passou de 25% no início de julho para 10% em setembro, enquanto que o compulsório sobre depósitos à vista foi reduzido de 75% para 65% também em setembro.

IV.4 - O Papel do Fluxo Cambial em 1999

Para se analisar o comportamento da taxa de câmbio, é fundamental identificar os fatores que determinam a oferta de dólares no mercado cambial. Todos os ingressos e saídas de divisas do país, com exceção das amortizações e captações do Governo no exterior⁵, devem ser contabilizados para se estimar o fluxo cambial. Desta forma, pelo lado das entradas temos as exportações contratadas, os investimentos estrangeiros líquidos (diretos, em portfólio, etc.), as transferências unilaterais e os empréstimos e financiamentos destinados ao setor privado. Pelo lado das saídas, deve-se contar com as importações contratadas, os gastos com serviços (excluindo-se o pagamento de juros públicos), as remessas via contas de não residentes no país (CC-5) e as amortizações privadas no exterior.

Em 1999, o fluxo cambial contratado foi negativo em US\$ 14,9 bilhões no acumulado entre janeiro e outubro, com destaque para as expressivas saídas registradas pelas contas CC-5, que somaram US\$ 7,7 bilhões neste mesmo período. Considerando que o Banco Central tenha atuado de forma esporádica no mercado de câmbio, este fluxo predominantemente negativo explica a falta de liquidez observada neste mercado em 1999, principalmente durante o segundo semestre.

⁵ No atual regime cambial brasileiro, as amortizações e captações de recursos do Governo no exterior impactam diretamente as reservas internacionais, sem passar pelo mercado de câmbio. As amortizações públicas só terão impacto sobre a taxa de câmbio, se o Tesouro comprar dólares no mercado para efetuar-las. No entanto, dado o atual patamar da taxa de câmbio, é difícil imaginar que o Tesouro se disponha a pressioná-la ainda mais. Consideraremos então que os compromissos do Tesouro não impactam diretamente o câmbio.

TABELA III

Fluxo Cambial Contratado (em US\$ milhões)					
	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo
	Comercial	Financeiro	Total	Flutuante*	Total + Flut.
Janeiro	197	-6.693	-6.496	-2.110	-8.606
Fevereiro	845	-3.042	-2.197	-316	-2.513
Março	563	-3.037	-2.474	-107	-2.581
Abril	692	254	946	-917	29
Maiο	1.324	1.834	3.158	-945	2.213
Junho	873	-1.776	-903	-354	-1.257
Julho	863	-173	690	-677	13
Agosto	1.265	-955	310	-610	-300
Setembro	315	310	625	-1.136	-511
Outubro	663	-1.054	-391	-948	-1.339
Jan/Out - 1999	7.600	-14.332	-6.732	-8.120	-14.852

FONTE: Banco Central

*Inclui as contas CC-5

O pesado volume de vencimentos de compromissos privados no exterior também foi um dos fatores que contribuiu para pressionar a taxa de câmbio. Com as seguidas crises internacionais que abalaram a economia mundial, os investidores tornaram-se mais cautelosos, principalmente em relação a países emergentes. O que se observou ao longo deste ano foi um mercado de capitais relativamente fechado para o Brasil, implicando em dificuldade de rolagem dos compromissos de instituições brasileiras no exterior. Estas amortizações alcançaram cerca de US\$ 38,9 bilhões até outubro, enquanto os novos ingressos de empréstimos e financiamentos do setor privado somaram cerca de US\$ 22,4 bilhões no mesmo período.

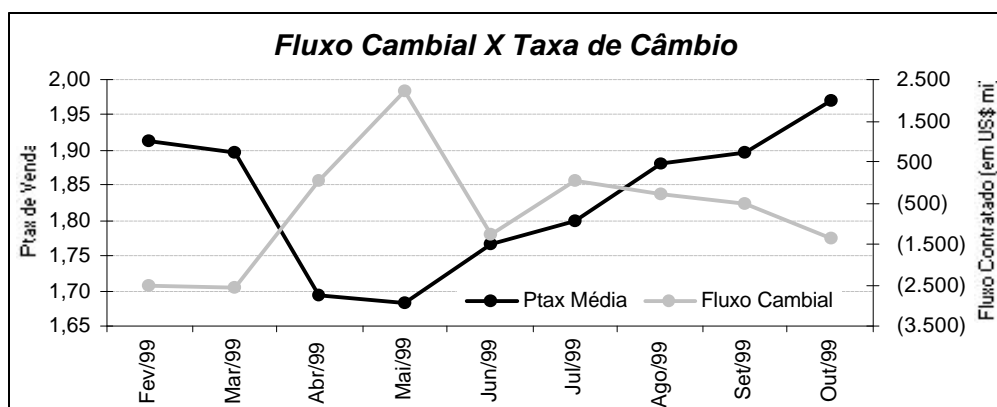
A balança comercial por sua vez não reagiu como esperado, acumulando déficit em torno de US\$ 1,2 bilhões até meados de novembro de 1999. Apesar da significativa melhora em relação ao resultado no mesmo período do ano anterior, as exportações

permaneceram retraídas em função do baixo preço das commodities no mercado internacional; da fraca demanda mundial - especialmente dos países da América Latina, principal mercado comprador de nossos produtos manufaturados; e do difícil acesso às linhas de crédito por parte dos pequenos e médios exportadores (especialmente durante os primeiros meses após a desvalorização do Real).

No entanto, o déficit em transações correntes, que chegou a US\$ 19,2 bilhões de janeiro a outubro foi inteiramente financiado pelo influxo de investimentos estrangeiros diretos que totalizaram US\$ 24,8 bilhões no mesmo período. A necessidade de financiamento externo⁶ acumulada em 12 meses chegou a 0,66% do PIB.

O papel do fluxo cambial sobre a trajetória da taxa de câmbio pode ser melhor observado através do gráfico XVI⁷. Em abril e maio, o fluxo positivo ajudou a "empurrar" a taxa para baixo, ao nível de R\$/US\$ 1,65/1,70. Nos meses seguintes, os sucessivos saldos contratados negativos levaram o câmbio a seguir uma trajetória altista, ultrapassando o patamar de R\$/US\$ 1,95 no mês de outubro.

GRÁFICO XVI



FONTE: Banco Central.

⁶ Necessidade de Financiamento externo = Transações Correntes + Investimento Direto.

⁷ Não considerarei os efeitos das expectativas neste momento, e sim os efeitos do fluxo cambial sobre a taxa de câmbio.

CAPÍTULO V – O QUE MUDOU APÓS A MAXIDESVALORIZAÇÃO DE 1999

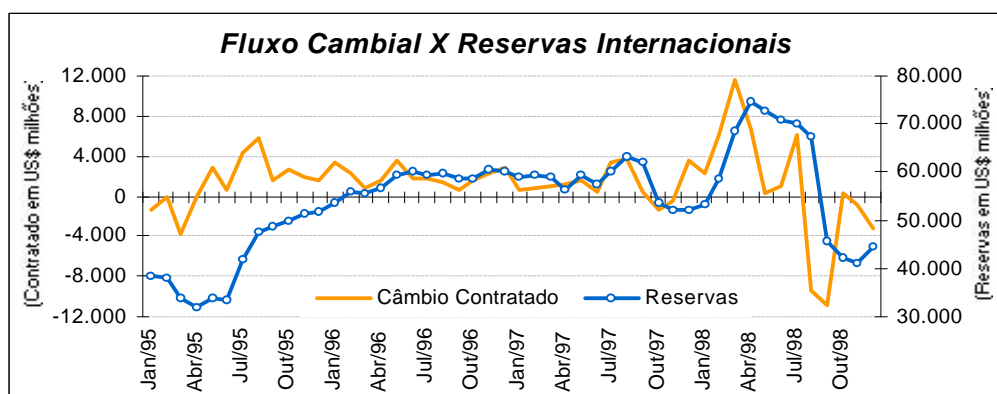
V.1 – Determinantes da Taxa da Câmbio e das Reservas Internacionais

No atual regime cambial de taxas flutuantes, é possível compreender com certo grau de precisão quais os fatores determinantes do comportamento da taxa de câmbio, especialmente em um mercado com pouca liquidez ou reduzida oferta de moeda estrangeira. Em situações como esta, qualquer entrada/saída de divisas ou mudança de expectativas pode produzir significativo impacto sobre a taxa de câmbio.

Paralelamente, o comportamento diário das reservas internacionais divulgadas pelo Banco Central também pode ser compreendido com alguma clareza, uma vez que estas variam com mais intensidade em função de amortizações ou captações do Governo no exterior. No entanto, é preciso ressaltar que, eventualmente, as reservas podem variar em função de atuações da autoridade monetária no mercado de câmbio, vendendo ou comprando dólares. Além disso, dado que os recursos das reservas estão aplicados no exterior, algumas variações diárias de rentabilidade dessas aplicações produzem pequenas variações nas reservas.

No regime cambial anterior, para manter a taxa de câmbio dentro dos limites estabelecidos pelas bandas cambiais, o Banco Central era obrigado a comprar e vender dólares constantemente. Assim sendo, o comportamento das reservas estava estritamente ligado ao fluxo cambial, como mostra o gráfico abaixo:

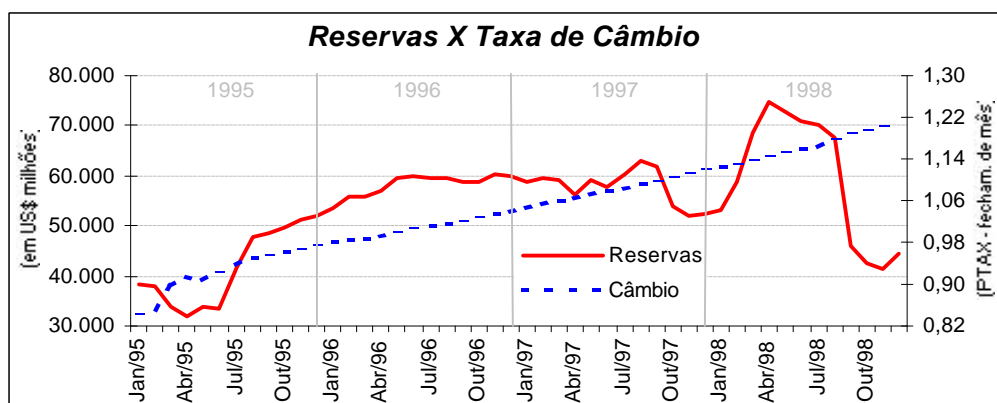
GRÁFICO XVII



FONTE: Banco Central

Como podemos observar no gráfico XVIII, apesar das oscilações das reservas internacionais, a taxa de câmbio depreciou-se constantemente entre 1995 e 1998:

GRÁFICO XVIII

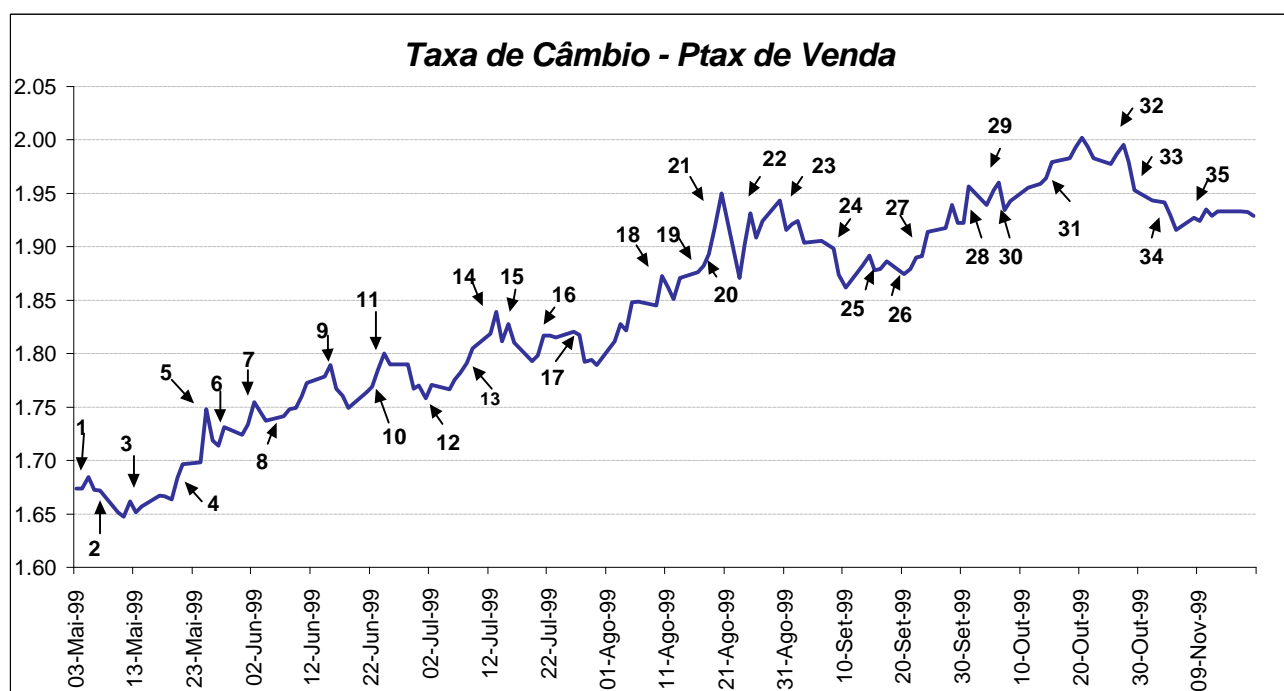


FONTE: Banco Central

As diferenças entre os comportamentos da taxa de câmbio e das reservas, antes e após a mudança de regime cambial, ficam mais evidentes após analisarmos os gráficos

abaixo, destacando-se detalhadamente os principais fatores responsáveis pelas oscilações destas duas variáveis⁸:

GRÁFICO XIX



FONTE: Banco Central

Legenda:

- 1- 05/Mai** Expectativas sobre depoimento de Aluísio Mercadante na CPI dos bancos.
- 2- 07-11/Mai** Retomada de captações externas; CPI dos bancos começa a esvaziar; FIPE revisa inflação para baixo; Ingressos de recursos para Bolsa; Queda da taxa de juros para 29,5% na reunião do Copom de 10/05.
- 3- 12/Mai** Anúncio da troca de comando no Tesouro Americano.
- 4- 20/Mai** Vencimentos Privados (US\$ 565 milhões)
- 5- 25/Mai** Mercado vê regime de conversibilidade argentino ameaçado; Anúncio do fim da isenção de IR sobre os Fundos de Renda Fixa Capital Estrangeiro a partir de 30 de junho; Caso dos grampos do BNDES.
- 6- 27/Mai** Vencimentos Privados (US\$ 461 milhões)
- 7- 02/Jun** Ameaça de inflação nos EUA (que levaria a um aumento na taxa dos Fed

⁸ Foram excluídos dos gráficos os meses de janeiro à abril, quando a taxa de câmbio e as reservas foram influenciadas por diversas intervenções do Banco no mercado de câmbio, com o objetivo de conter a excessiva volatilidade causada pela maxidesvalorização do Real.

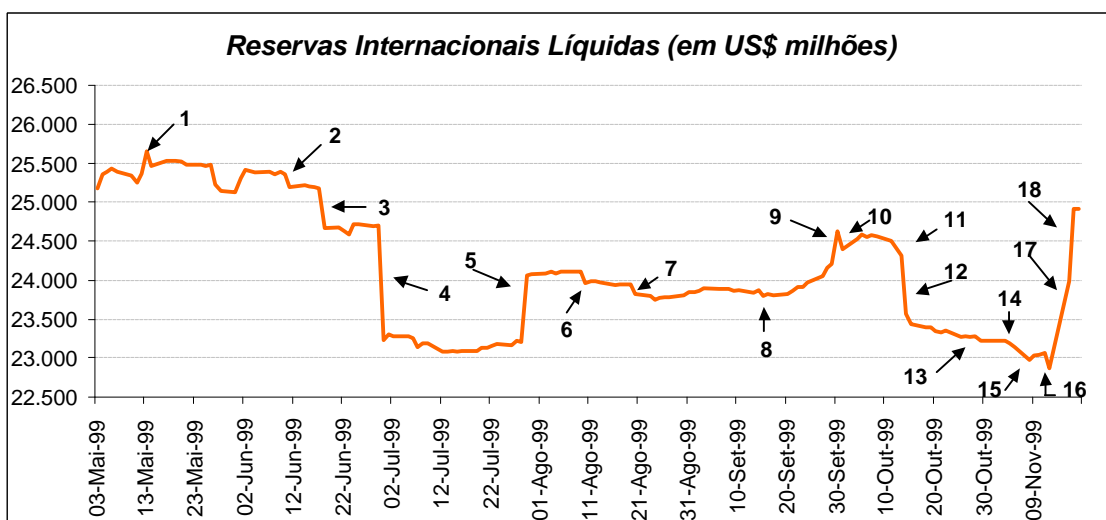
Funds) atinge o mercado.

- 8- 09-11/Jun** Aumentam os riscos de elevação das taxas de juros nos EUA para conter o crescimento da economia.
- 9- 14-15/Jun** Desentendimentos entre a base governista e a briga entre Antônio Carlos Magalhães e Michel Temer afetam o mercado.
- 10- 23/Jun** Incertezas com relação às taxas de juros americanas mantêm o câmbio pressionado; Vencimentos privados no valor de US\$ 580 milhões.
- 11- 24/Jun** Vencimento de NBC-E e redução modesta da taxa de juros interna para 20,5% devido às incertezas nos EUA e na Argentina contribuem para a elevação da taxa de câmbio.
- 12- 01/Jul** FED retira o viés de alta, eliminando a ameaça de nova elevação da taxa de juros até sua próxima reunião.
- 13- 06-12/Jul** Mercado interpreta que as novas regras para o câmbio (após a revisão do acordo do FMI) são mais restritivas que as regras anteriores; Boatos sobre a reforma ministerial; elevação da percepção de risco da Argentina, devido às dificuldades fiscais e incertezas políticas.
- 14- 13/Jul** O candidato à presidência na Argentina, Eduardo Duhalde, dá declarações favoráveis à suspensão do pagamento dos serviços da dívida externa argentina.
- 15- 15/Jul** Tensões entre China e Taiwan ajudam a deteriorar o cenário externo.
- 16- 21/Jul** Incertezas internas e externas pressionam o câmbio.
- 17- 27-30/Jul** Ingressos de recursos do adiantamento da Telebrás e da privatização da Cesp-Paranapanema.
- 18- 10/Ago** Resultados ruins de índices de inflação, aliados aos rumores da saída do Ministro Malan e à crise política interna pressionam o câmbio. Boatos de intervenção do BC no mercado através do Banco do Brasil, posteriormente desmentidos.
- 19- 17/Ago** Equador anuncia intenção de renegociar dívida externa.
- 20- 18/Ago** Banco Central realiza 4 intervenções no mercado de câmbio e zera o IOF para ingresso de capital externo.
- 21- 19/Ago** Estados Unidos têm déficit comercial recorde de US\$ 24,6 bilhões em julho; Popularidade do Presidente em baixa e dificuldades de avanço das reformas.
- 22- 24-25/Ago** Questão da dívida dos ruralistas com a União e protestos em Brasília tumultuam o cenário político.
- 23- 26-30/Ago** Críticas dos aliados políticos do Governo à política econômica aumentam a instabilidade política.
- 24- 04-10/Set** Fernando Henrique demite o Ministro do Desenvolvimento Clóvis Carvalho e convida Alcides Tápias para assumir a pasta; Banco Central reduz o compulsório sobre depósitos à vista de 75% para 65%; Tesouro emite 300

milhões de euros por cinco anos a taxa de 11,54%^{aa}; IPCA de agosto fica em 0,56%.

- 25- 15/Set** Governo derrota ruralistas em projeto que concedia anistia à parte da dívida agrícola.
- 26- 20/Set** Governo Federal, Estados e Municípios registram superávit de R\$ 4,95 bilhões em julho, o maior desde julho de 1994.
- 27- 21-26/Set** Estados Unidos têm déficit comercial recorde de US\$ 25,2 bilhões em agosto; Copom reduz SELIC de 19,5% para 19,0% e mantém viés neutro; Dólar enfraquecido contra o iene chega a 103,93; Dow Jones fecha a pior semana do ano com que da de 4,9%; Equador anuncia moratória sobre parte dos juros da dívida externa; Colômbia abandona bandas cambiais.
- 28- 27-30/Set** Resultados ruins de índices de inflação (IPC-FIPE e IGP-M) e derrota do governo no Supremo Tribunal Federal sobre a questão da contribuição previdenciária dos servidores inativos e aumento da contribuição dos ativos.
- 29- 01-07/Out** Resistência do Congresso em relação às propostas para compensar a derrota no STF; FED mantém taxa de juros mas altera viés de neutro para alto. Inflação pressionada e manutenção da taxa de juros em 19% na reunião do Copom. Banco Central anuncia troca de *bradies* por bônus global; Governo lança pacote de aumento de impostos com o objetivo de arrecadar R\$ 2,4 bilhões.
- 30- 14-15/Out** Alan Greenspan volta a declarar sua preocupação com o nível do mercado acionário americano e alerta os investidores para o risco de uma queda brusca da Bolsa de Nova York; Índice de preços ao produtor nos Estados Unidos chega a 1,1%; Dow Jones atinge 10.019 pontos, menor nível desde 06/04; Euro se fortalece frente ao dólar.
- 31- 20-27/Out** Fluxo cambial negativo pressiona a taxa de câmbio e Banco Central intervém no dia 27 para controlar a cotação da moeda.
- 32- 28-29/Out** Banco Central acerta com o FMI a redução dos pisos das reservas, ganhando mais folga para intervir no mercado cambial; CMN autoriza a retirada do limite para as instituições ficarem vendidas em dólar comercial; Bovespa atinge maior nível desde 27/07; Senado aprova empréstimo junto ao BID de US\$ 2,2 bilhões; Tesouro emite bônus de 500 milhões de euros.
- 33- 01-05/Nov** Menor volume de vencimentos no exterior deixam de pressionar o câmbio; Boa receptividade dos papéis do Tesouro na Europa reforçam as expectativas de valorização da taxa de câmbio.
- 34- 09-10/Nov** Inflação preocupa; Banco Central intervém no mercado; Copom mantém a taxa de juros em 19%, sem viés, mostrando cautela com a inflação; Atraso na discussão na Câmara sobre a admissibilidade da emenda da contribuição previdenciária dos inativos.

GRÁFICO XX



FONTE: Departamento Econômico – Banco Modal

Legenda:

- 1 - 14/Mai** Pagamento de dívida externa (US\$ 249 milhões)
- 2 - 11/Jun** Pagamento de dívida externa (US\$ 152 milhões)
- 3 - 18/Jun** Pagamento de juros - US\$ 329 milhões
- 4 - 30/Jun** Pagamento de dívida externa (US\$ 1.474 milhões)
- 5 - 29/Jul** Captação do Tesouro (800 milhões de euros)
- 6 - 10/Ago** Pagamento de juros - US\$ 163,7 milhões
- 7 - 20/Ago** Intervenção do BC no mercado de câmbio.
- 8 - 15/Set** Pagamento de dívida externa (US\$ 141 milhões)
- 9 - 30/Set** Captação do Tesouro (500 milhões de euros)
- 10 - 01/Out** Pagamento de dívida externa – Clube de Paris (US\$ 264 milhões)
- 11 - 13/Out** Pagamento de Juros - US\$ 268 milhões
- 12 - 14/Out** Pagamento de dívida externa – Bradies (US\$ 1.115 milhões)
- 13 - 29/Out** Intervenção do BC no mercado de câmbio.
- 14- 05/Nov** Pagamento de juros - Global 01 (US\$ 33 milhões)
- 15- 08/Nov** Pagamento de juros - FMI/BIS (US\$ 163 milhões)
- 16- 12/Nov** Pagamento de juros - Global 27 (US\$ 177 milhões)

- 17- 16/Nov Empréstimo do BID (US\$ 1,1 bilhões)
- 18- 17/Nov Captação (700 milhões de euros) e Garantias liberadas da troca dos *bradies* (US\$ 520 milhões)

V.2 – Os Impactos sobre a Economia Brasileira

Nesta seção procurarei mostrar as principais diferenças entre diversas variáveis da economia brasileira, através de uma breve análise comparativa dos períodos pré e pós desvalorização do Real, explicitando os principais impactos da mudança de regime cambial sobre a economia brasileira.

V.2.1 - Contas Externas

Sem dúvida, a desvalorização provocou uma significativa melhora nas contas externas. A balança comercial, que fechou o ano de 1998 negativa em US\$ 6,5 bilhões, deve encerrar 1999 com déficit em torno de US\$ 1,5 bilhões. Até outubro, o déficit foi de US\$ 927 milhões, contra um saldo negativo de US\$ 5,1 bilhões no acumulado entre janeiro e outubro do ano anterior. Além disso, as previsões apontam para um resultado positivo no ano 2000, em torno de US\$ 3,0 bilhões.

A conta de serviços do balanço de pagamentos também sentiu os efeitos positivos da desvalorização. Excluindo-se os gastos com juros, que passaram de US\$ 9,6 bilhões de janeiro à outubro de 1998 para US\$ 12,5 bilhões no mesmo período de 1999, os outros itens da balança de serviços somaram déficit de US\$ 7,5 bilhões, contra US\$ 14,1 bilhões no acumulado até outubro de 1998. Com isso, o déficit em transações correntes passou de US\$ 27,3 bilhões para US\$ 19,2 bilhões.

V.2.2 - Inflação

Com relação à inflação, a desvalorização do Real atingiu os preços dos bens comercializáveis e dos insumos importados, refletindo-se com mais força sobre os índices de preço no atacado, como mostra o IPA-M da Fundação Getúlio Vargas. O IPCA, índice utilizado pelo Banco Central para as metas de inflação deve fechar o ano em torno de 8,5%, ficando portanto um pouco acima da meta de 8%, mas dentro do intervalo de 2 pontos de porcentagem. Em 2000, o Banco Central terá que cumprir metas trimestrais para a inflação acumulada em 12 meses, começando com 7,5% no primeiro trimestre, 7% no segundo, 6,5% no terceiro e finalmente 6% no final do ano.

TABELA IV

Ano	IGP-M (FGV) ⁹			IPC-FIPE	IPCA-IBGE
	IGP-M	IPA-M	IPC-M		
1995	15.24%	7.23%	25.52%	23.17%	22.41%
1996	9.19%	7.90%	11.29%	10.04%	9.56%
1997	7.74%	8.07%	7.36%	4.82%	5.22%
1998	1.79%	1.81%	1.41%	-1.79%	1.66%
1999*	15.21%	22.11%	6.93%	6.53%	7.27%

*Até outubro

FONTES: FGV, FIPE e IBGE

V.2.3 - Taxa de Juros

No regime cambial anterior, diversas vezes o Banco Central se utilizou do instrumento de elevação das taxas de juros para manter alto o cupom cambial e atrair capital de curto prazo, recompondo suas reservas internacionais. No entanto, no atual regime cambial, não existe (até o momento) a preocupação por parte da autoridade

⁹ Com o objetivo de comparar apenas os índices de preço ao consumidor e observar a variação dos preços no atacado, não inclui na tabela acima o INCC, que também faz parte do IGP-M da FGV.

monetária de atrair o capital especulativo via aumento da taxa de juros. Além disso, com a implementação do sistema de *inflation target*, a condução da política monetária deve estar sempre ligada ao comportamento futuro da inflação.

A tendência da taxa de juros ao final de 1999 e início de 2000 deve permanecer declinante, apesar das recentes pressões inflacionárias registradas pelos últimos índices de inflação divulgados no início de novembro. O fato de a economia ainda encontrar-se desaquecida, ou seja, sem pressão pelo lado da demanda, torna qualquer tentativa de elevação das taxas de juros para conter a inflação equivocada neste momento.

A tabela a seguir mostra a diferença entre as taxas de juros pagas pelas BBC's (título público pré-fixado) durante os últimos quatro anos no Brasil. Tomando-se como base a média das taxas acumuladas no mês, percebemos uma redução dessas taxas em 1999, contra o período de 1995 à 1998, tanto nominal quanto real. No entanto, é preciso ter em mente que, desde a implementação do Real em julho de 1994, o Brasil passou por três choques externos (crises do México, da Ásia e da Rússia) e uma maxidesvalorização que exigiram significativos aumentos das taxas de juros, impossibilitando uma análise comparativa baseada em períodos de estabilidade.

TABELA V

Taxa de Juros dos Títulos Públicos Federais (BBC)¹		
	Nominal	Real ²
1995	3.61%	1.91%
1996	2.04%	1.30%
1997	1.86%	1.50%
1998	2.14%	1.93%
1995 à 1998	2.41%	1.66%
1999 (até set.)	2.07%	1.45%

¹Média da taxa acumulada no mês.

FONTE: Banco Central

²Deflacionada pelo INPC-IBGE.

Abaixo, temos a volatilidade anualizada da taxa de juros de 1995 à 1999, com base na taxa diária de DI over. A escolha desta taxa tem como objetivo mostrar o comportamento do mercado financeiro na determinação da taxa de juros interbancária ao longo dos últimos quatro anos.

TABELA VI

Volatilidade Anualizada da Taxa de Juros¹	
1995	12.48%
1996	2.57%
1997	7.98%
1998	5.36%
1995 à 1998	7.95%
1999	3.46%
- 1º Sem.	4.56%
- 2º Sem. (até 10/11)	0.58%

¹Com base na taxa de DI Over – CETIP
 FONTE: ANDIMA

No período de 1995 à 1998, como a taxa de câmbio era controlada pelo Banco Central, a principal variável de ajuste do mercado era a taxa de juros, o que justifica a maior volatilidade observada durante o regime cambial anterior. Após a maxidesvalorização do Real, a principal variável de ajuste passou a ser a taxa de câmbio, reduzindo a volatilidade da taxa de juros.

V.2.4 - Produto Interno Bruto (PIB)

Durante os primeiros meses após a desvalorização do Real, as previsões apontavam para uma forte queda do PIB em 99, influenciada pelo significativo aumento das taxas de juros no início do ano. No entanto, a recuperação do País - superando o *overshooting* da taxa de câmbio - permitiu uma rápida queda das taxas de juros,

alterando as previsões quanto ao desempenho da economia, que passaram a apostar em estabilidade ou pequeno crescimento do PIB em torno de 0,5% neste ano.

Para o próximo ano, as estimativas do mercado são de crescimento entre 3% e 4%.

O maior efeito da desvalorização sobre o PIB se deu, logicamente, na redução do seu valor em dólares. Isso explica, por exemplo, a manutenção do déficit em transações correntes acumulado em 12 meses acima de 4% do PIB apesar de sua redução em valores absolutos em relação ao ano passado.

V.2.5 - Dívida Líquida do Setor Público

A desvalorização teve forte impacto negativo sobre a dívida líquida do setor público. A dívida líquida interna passou de R\$ 328,7 bilhões em dezembro de 1998 para R\$ 398,1 bilhões em agosto de 1999, um aumento de R\$ 69,4 bilhões em menos de um ano. Este aumento se deu basicamente em função do aumento do percentual da dívida em dólar, decorrente da maior colocação de títulos cambiais no mercado e dos resultados das operações do Banco Central no mercado futuro de dólar¹⁰. Porém, alguns economistas argumentam que no novo regime cambial, o Banco Central não mais precisa manter altas taxas de juros para atrair capital, o que reduz o custo da dívida (dado que a maior parte da dívida mobiliária federal está alocada em títulos pós-fixados).

¹⁰ À época da desvalorização do Real, o Banco Central detinha grande parte da posição vendida nos contratos futuros de dólar, dando *hedge* ao mercado. A questão relacionada ao prejuízo do Banco Central nestas operações é controversa, à medida que o prejuízo da autoridade monetária poderia ter sido muito maior caso o sistema financeiro tivesse entrado em colapso.

A dívida externa pública líquida praticamente dobrou, passando de R\$ 57,2 bilhões para R\$ 113 bilhões no mesmo intervalo de tempo. Somadas, as dívidas interna e externa chegaram a 50,48% do PIB em agosto, contra 42,38% em dezembro de 1998.

VI – CONCLUSÃO

Ao longo do trabalho foi possível analisar como a economia brasileira se comportou no tocante a sua política cambial desde a implementação do Plano Real até os dias de hoje. Através de uma retrospectiva do desempenho da economia durante este período, fica mais fácil compreender não só os fatores que levaram à desvalorização, como também seus desdobramentos e impactos sobre as principais variáveis econômico-financeiras.

Com a adoção do novo regime cambial, conclui-se que a taxa de câmbio é basicamente influenciada por dois fatores: expectativas e fluxo cambial; e prova-se que as variações das reservas internacionais independem deste fluxo, se considerarmos que o Banco Central não intervenha no mercado de câmbio comprando ou vendendo dólares.

Desta forma, é possível estimar o fluxo cambial com base em projeções de entradas e saídas de recursos do país, levando-se em consideração os efeitos sobre o mesmo de mudanças conjunturais que influenciem as expectativas dos agentes econômicos interna e externamente. Da mesma forma, um acompanhamento das futuras amortizações do Governo no exterior, nos permite traçar uma trajetória esperada das reservas

internacionais, caso a autoridade monetária não atue com frequência no mercado de câmbio.

VII – BIBLIOGRAFIA

Banco Central, Nota para Imprensa do Setor Externo, Brasília, 1999.

Blanchard, O., Macroeconomics. New Jersey: Prentice Hall, 1997.

Dornusch, R., Fischer, S., Macroeconomia. 5^a. ed. São Paulo: Makron, McGraw-Hill, 1991.

Franco, G. H. B. “The Real Plan and the exchange rate”, 1999.

Lall, S., “Speculative Attacks, Forward Market Intervention and the Classic Bear Squeeze”, 1997.

Simonsen, M. H., Cysne, R., Macroeconomia. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.