



**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA**

**Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade**

**Departamento de Economia**

**Curso de bacharelado em Ciências Econômicas**

Aluno: Ricardo Nunes de Azevedo

Oliveira – 15/0021267

Orientadora: Marina Delmondes de

Carvalho Rossi

**Os planos de estabilização das décadas  
de 1980 e 1990 e a taxa de câmbio.**

**Monografia**

Brasília 2019

**Ricardo Nunes de Azevedo**  
**Oliveira – 15/0021267**

**Os planos de estabilização das décadas  
de 1980 e 1990 e a taxa de câmbio.**

Monografia apresentada ao  
Departamento de Economia da  
Universidade de Brasília – UnB,  
como requisito parcial à obtenção  
do grau de bacharelado em  
Ciências Econômicas, na  
Universidade de Brasília, sob  
orientação da Prof. Dra. Marina  
Delmondes de Carvalho Rossi

Brasília  
2019

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de agradecer a minha família, que me proporcionou a chance de ingressar na UNB e me deu apoio em todas minhas escolhas, à minha namorada, Nathália, que me aguentou durante quase toda graduação e me ajudou diversas vezes. Gostaria de agradecer também aos amigos que me ajudaram nessa caminhada e ao meu incrível semestre, Charlatecos, por nunca termos terminado em último nenhuma competição (acadêmica ou não), por fim, gostaria de agradecer a minha orientadora, Marina, pela paciência e ajuda essenciais no processo de escrita.

## RESUMO

Este trabalho apresenta uma revisão de literatura das reformas vividas pelo Brasil nas décadas de 1980 e 1990 com foco nas mudanças cambiais que estas ocasionaram. Os esforços para conter a hiperinflação vivida no período se traduziram em planos de estabilização, foram seis no total: Cruzado, Bresser, Verão, Collor I, Collor II e o Plano Real. Durante os planos, o país atravessou diversos regimes cambiais, os quais por vezes contribuíram para o fracasso dos planos ou, no caso do Plano Real, para o sucesso no combate à alta dos preços. A inflação foi vencida com a tentativa de 1994, mas esta provocou complicações fiscais que gerariam uma retração da economia brasileira e uma crise cambial em 1998 - motivadora da liberação da flutuação da taxa de câmbio em janeiro de 1999. Por fim, elaborou-se um modelo utilizando o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários, a fim de comprovar a relação positiva entre depreciação cambial e aceleração da inflação.

---

Palavras Chave: Hiperinflação; Planos de Estabilização; Regimes Cambiais; Âncora Cambial.

## ABSTRACT

This paper presents a literature review about the reforms experienced by Brazil in the 1980s and 1990s, with emphasis on the exchange rate changes that those implied. There were six total plans to contain the hyperinflation episode that Brazil was living, they were: *Cruzado*, *Bresser*, *Verão*, *Collor I*, *Collor II* and *Plano Real*. By these plans, Brazil experienced several exchange rate regimes, those that have sometimes contributed to the failure of the plans or in the the case of *Plano Real*, were of extreme importance for its success. The hyperinflation was overcome with the 1994 attempt, but this, associated with falling foreign exchange inflows, led to a contraction of the economy and an exchange rate crisis in 1998. This forced the Central Bank, in January of 1999, to let the exchange rate fluctuate freely. Finally, using the Method of Ordinary Least Squares, a model was elaborated to prove the positive and inevitable relationship between exchange rate depreciation and the acceleration of inflation.

---

Key Words: Hyperinflation; Exchange Rate Regimes; Inflation and Exchange Rates; Brazilian Stabilization Plans.

## Sumário

|  |    |
|--|----|
| <b>1 Introdução</b> .....  | 8  |
| <b>2 O Câmbio e o mercado cambial brasileiro</b> .....                     | 9  |
| <b>3 O governo Sarney e as primeiras tentativas de estabilização</b> ..... | 12 |
| <b>3.1 O Plano Cruzado</b> .....   | 14 |
| <b>3.2 Os Planos Bresser e Verão</b> .....                                 | 18 |
| <b>4 O início da década de 90 e os planos Collor</b> .....                 | 20 |
| <b>5 O Plano Real e a política de Bandas Cambiais</b> .....                | 24 |
| <b>6 Um modelo de <i>Pass through</i> do Câmbio para inflação</b> .....    | 29 |
| <b>7 Conclusão</b> .....   | 32 |
| <b>8 Referências Bibliográficas</b> .....                                  | 34 |

## **Lista de Tabelas**

|   |    |
|---|----|
| Tabela 1 – Panorama Externo 1986/1987.....              | 16 |
| Tabela 2-.Panorama Externo Plano Bresser.....           | 19 |
| Tabela 3- Panorama Externo Plano Collor.....            | 22 |
| Tabela 4 -.Ambiente Externo Itamar Franco.....          | 24 |
| Tabela 5- Variação Cambial do Início do Plano Real..... | 26 |
| Tabela 6- Panorama Externo - Plano Real.....            | 27 |
| Tabela 7 - Bandas Cambiais.....                         | 29 |
| Tabela 8- Coeficientes Resultantes da Regressão.....    | 31 |

## **Lista de Gráficos**

|   |    |
|---|----|
| Gráfico 1 – Evolução do IGP-DI (1980-1985)..... | 14 |
|---|----|

## 1 Introdução

As décadas de 1980 e 1990 foram marcadas pelo retorno da democracia após duas décadas de regime militar autoritário. Nestas décadas o Brasil enfrentou um dos grandes problemas da economia brasileira, a forte inflação que se apresentou após a ditadura.

Foram tentados, ao todo, seis planos de estabilização durante essas décadas: Plano Cruzado, Plano Bresser, Plano Verão, Collor I, Collor 2 e finalmente o Plano Real. No decorrer destes planos foram cometidos diversos erros, como a manutenção de taxas de câmbio fixa por período prolongado, diagnósticos incorretos das causas inflacionárias, além das formas de desindexação idealizadas.

Durante os planos de estabilização, diferentes regimes cambiais foram adotados. Uma mistura entre taxas fixas e flutuantes de câmbio, que por vezes contribuíram para o fracasso do plano e por outras, como no Plano Real, foram imprescindíveis para o sucesso da trama. Ainda que não fosse o centro do problema, o câmbio esteve presente nas discussões de todos os planos.

Esse trabalho tem como objetivo uma revisão da literatura que trata dos planos de estabilização das décadas de 1980 e 1990, com enfoque nas políticas cambiais adotadas no período. Primeiramente é discutido os problemas causados pela adoção de medidas heterodoxas durante o primeiro plano, o Cruzado, seguido da exposição dos dois demais planos do primeiro governo pós ditadura militar. Posteriormente aborda-se as duas tentativas falhas do governo Collor e em seguida o plano que obteve sucesso no combate a hiperinflação, abordando a importância da âncora cambial para tal feito. Por último estima-se um modelo simples de *pass through* da taxa de câmbio para o nível de preços, a fim de confirmar a relação positiva entre estas variáveis.

A organização do trabalho foi feita da seguinte maneira: no primeiro capítulo explica-se o câmbio e o mercado cambial brasileiro. Em seguida, cada capítulo trata de um governo brasileiro e os planos de estabilização nele presente, iniciando com o governo Sarney e os planos Cruzado, Bresser e Verão, seguido do governo Collor e seus dois planos de estabilização e finalmente o

governo Itamar Franco e o Plano Real. Por fim, o último capítulo apresenta um modelo de passagem do câmbio para a inflação seguido das conclusões.

## **2 O Câmbio e o mercado cambial brasileiro**

A taxa de câmbio é a determinação do preço de uma moeda em função de outra moeda. É uma comparação tendo como cerne as moedas de dois diferentes países. Essa taxa rege todas as transações que são feitas entre um país e o mundo, servindo para balizar os preços internacionais, portanto, tal variável deve ser acompanhada a fim de avaliar possíveis implicações de sua variação no nível de preços e no volume de comércio.

Uma propriedade fundamental da moeda, no que tange a discussão de regimes cambiais, é a de conversibilidade. Essa propriedade tem a ver com o grau de aceitabilidade da moeda por terceiros em diferentes situações e países. Moedas conversíveis são consideradas fortes, como o Dólar e o Euro. Estas são moedas que tem alto grau de aceitabilidade, ou seja, são aceitas por todos que têm valores a receber, pela certeza do recebedor que serão aceitas por terceiros quando este for efetuar algum tipo de pagamento, estando incluídos as operações internacionais de comércio exterior. Já o Real é uma moeda inconversível, característica comum de moedas de países em desenvolvimento. A aceitação irrestrita por outros países está relacionada diretamente ao grau de confiança da economia que detém a moeda em questão.(TOFFOLI, 2006)

Os regimes cambiais serão determinados levando em consideração a conversibilidade da moeda e sua outra variável fundamental: o modo como são definidas as taxas de câmbio. Os regimes de câmbio nada mais são que a regulamentação do mercado de divisas, o que ditará os valores que a taxa de câmbio irá assumir. Em resumo, podemos dividir entre dois grandes regimes, o de taxas de câmbio fixas, no qual através da intervenção do Banco Central no mercado de divisas, fixa-se a taxa de câmbio a ser praticada; e o regime de taxas flutuantes, em que o próprio mercado define a taxa de câmbio de equilíbrio. Entre esses dois regimes existem diversas variações, como por exemplo o regime de

flutuações sujas, adotado pelo Brasil durante a década de 90. Apesar da taxa de câmbio variar dentro de um intervalo, o BACEN intervia vendendo ou comprando divisas sempre que o valor da taxa de câmbio tomava um rumo diferente daquele interessante para a pretensão política e econômica da época.

A história do câmbio pode ser dividida em três macro períodos: o primeiro em que o objetivo era manter a paridade da moeda com o ouro, com duração até a crise de 1929; o segundo, período de grande controle cambial, que abrange o período de recuperação da II Guerra Mundial até a década de 70 no mundo e 90 no Brasil; e o último período, o de taxas flutuantes determinadas pelo mercado. (FRANCO, 2000)

No primeiro período apenas economias fortes conseguiam manter o Padrão Ouro, enquanto que as economias em desenvolvimento, apesar do esforço para alcançar a paridade e manter o câmbio fixo, pouco aproveitaram de momentos com taxas fixas.

O segundo período, de intenso controle cambial, aconteceu em um ambiente de recuperação das economias (europeias principalmente) após a Segunda Guerra Mundial. No Brasil esse período ficou marcado pela adoção de diversos regimes cambiais fixos e pelo uso indiscriminado da inflação como “acelerador” do crescimento, sem que as consequências futuras fossem consideradas.

Já o terceiro período ficou marcado pelo abandono dos regimes de câmbio fixo, os países europeus se recuperavam das mazelas da guerra e os EUA finalmente deixavam o Padrão Ouro. No Brasil, no entanto, o período dos controles cambiais durou até a década de 1990, quando finalmente foi superada a crise da dívida externa.

O Brasil então entrou em um regime gradual de liberalização cambial, em que o governo precisou amenizar a passagem entre a era de controle cambial para a era de flutuação livre, pois depois de tanto tempo sob uma taxa de câmbio artificial, uma liberação súbita na flutuação do câmbio poderia implicar em forte desvalorização da moeda doméstica, causando aceleração da inflação ou ainda perdas na balança comercial. (FRANCO, 2000)

As políticas cambiais adotadas pelo Brasil a partir de 1960 podem ser divididas em quatro grandes regimes. O de Maxidesvalorizações esporádicas, até 1968; minidesvalorizações cambiais, entre 1968 e 1990; taxa de câmbio com flutuação suja, até 1994; taxa de câmbio com flutuação limitada, até 1999; e a partir de 1999 novamente um modelo de taxa de câmbio com flutuações sujas, porém com intervenção reduzida por parte da Autoridade Monetária. (ALMEIDA e BACHA, 1999)

A política de maxidesvalorizações esporádicas tentava satisfazer uma pressão que partia dos exportadores e equilibrar a balança comercial brasileira. Entretanto, essa política causava uma distorção no real valor das exportações brasileiras, aumentava o ataque especulativo contra a moeda doméstica e por consequência prejudicava as importações, tornando-as mais caras. Essa política se estendeu até 1968, quando deu lugar a política de minidesvalorizações cambiais.

O modelo de minidesvalorizações cambiais tinha como objetivo controlar o valor real da moeda estrangeira, à medida que as desvalorizações eram guiadas pela teoria da PPC (Poder Paridade de Compra), em que as desvalorizações cambiais devem ser iguais a diferença entre inflação doméstica e internacional. Uma das características dessa política de minidesvalorizações praticada no Brasil foi o curto período entre as desvalorizações, tentando manter o câmbio real estável e assim diminuir o ataque especulativo contra a moeda doméstica. No período que foi aplicada, 1968-1990, a política foi interrompida algumas vezes para novas tentativas de determinação da taxa de câmbio, como por exemplo durante os planos Cruzado e Verão, onde a taxa foi mantida fixa. (ALMEIDA e BACHA, 1999)

Em 1990 o Conselho Monetário Nacional (CMN) promoveu uma mudança nas taxas de câmbio, que passaram a ser regidas por dois mercados cambiais, o mercado de câmbio de taxas livres (MCTL), conhecido como dólar comercial; e o mercado de câmbio de taxas flutuantes (MCTF), que surgiu como forma de combate ao mercado paralelo de dólar, tornando mais lucrativo o segmento legal. O MCTL contemplava toda operação de exportação e importações, as implicações dos negócios comerciais (frete, seguros), operações financeiras de empréstimos e investimentos externos, já o MCTF, também chamado de câmbio

turismo, contemplava todas as compras e vendas de câmbio relativas às viagens internacionais, serviços diversos, despesas em cartão de crédito internacional e transferências unilaterais (doações).(TOFFOLI, 2006)

O período entre 1990 e 1994 ficou conhecido como de flutuações sujas pois, apesar de liberar a flutuação da taxa de câmbio, sempre que julgasse necessário o Banco central poderia intervir no mercado de divisas, retirando (comprando) ou injetando (vendendo) moeda estrangeira na economia, através das reservas internacionais, tentando assim influenciar a trajetória da taxa de câmbio.

Após o Plano Real, o BACEN estabeleceu um regime de flutuação limitada. Havia liberdade para flutuação da taxa de câmbio, com teto na paridade estabelecida de R\$1 = U\$1 e a autoridade monetária se comprometeu a atuar no mercado de divisas para aumentar a oferta sempre que o limite máximo dado por esta paridade fosse alcançado, trazendo uma certa estabilidade ao sistema. (ALMEIDA e BACHA, 1999)

A partir de 1995, com a crise mexicana ameaçando grande evasão de divisas do Brasil e pondo em risco o progresso no controle inflacionário conseguido pelo Plano Real, foi adotado o regime de Bandas Cambiais. Esse modelo consistia do estabelecimento de limites máximos e mínimos para o câmbio. Havendo ameaça de ultrapassagem destes, o Banco Central agia comprando ou vendendo divisas. Essa política possibilitou a ancoragem do sistema de preços, além da possibilidade de se estabelecerem contratos de longo prazo, contribuindo para o ajuste fiscal que o governo promoveu.

Em 1999 o BACEN liberou o câmbio, que passou a ter um regime de flutuação mais puro, e parou de balizar o valor da taxa. Apesar disso, eventualmente o Banco Central ainda interfere no mercado de divisas, de forma a suavizar o valor da taxa em períodos de instabilidade política e econômica.

### **3 O governo Sarney e as primeiras tentativas de estabilização**

O país saía do período de duas décadas de um regime militar, o primeiro governo pós ditadura ainda não tinha sido eleito de maneira direta. A chapa de Tancredo Neves ganhou as eleições indiretas, e devido ao seu falecimento, o vice-presidente José Sarney assumiu o governo em 15 de março de 1985 em torno de bastante desconfiança da aliança que elegera Tancredo Neves e da população. Para ganhar “legitimidade”, Sarney iria lançar o plano Cruzado, com o objetivo de controlar a inflação e equilibrar as contas externas.

Na primeira metade da década de 1980, o Brasil passou por uma evolução do déficit público, de 14% em 1981 para 33,2% em 1984. Essa evolução impulsionou a dívida externa, já que devido ao ambiente de crise de liquidez na América Latina, os juros internacionais estavam elevados. Entretanto, o país passava por um momento de recuperação na economia, o PIB cresceu 5,4% em 1984 e 7,8% em 1985 e apesar da má situação das contas externas, um superávit comercial de US\$ 13,1 bilhões em 1984, após um déficit de US\$ 2,8 bilhões em 1980, deu um pouco de folego ao Brasil. (CASTRO, 2011)

Mesmo com a visível melhora da economia no fim da primeira metade da década de 1980, ainda era prioridade a resolução do problema do desequilíbrio das contas externas. Dílson Funaro, que assumiu o Ministério da Fazenda em agosto de 1985, se recusou a seguir monitoramento e recomendações do Fundo Monetário Internacional (FMI), que sugeria um ajuste recessivo e gradual das contas públicas como forma de controlar o déficit externo e a inflação. Essa atitude por parte do ministro da fazenda dificultou a renegociação da dívida externa. Por motivação política, o governo Sarney acabou por negligenciar muitas recomendações e avisos sobre a economia do país, mesmo após o “choque heterodoxo” que foi praticado no Plano Cruzado, resultando na moratória de 1987.(SALOMÃO, 2016)

A inflação acelerava na década de 1980 e se apresentava como o grande e visível problema da economia brasileira. Em 1980 ultrapassou 100% e após a maxidesvalorização do câmbio de 1983 a inflação atingiria 227% em 1984.

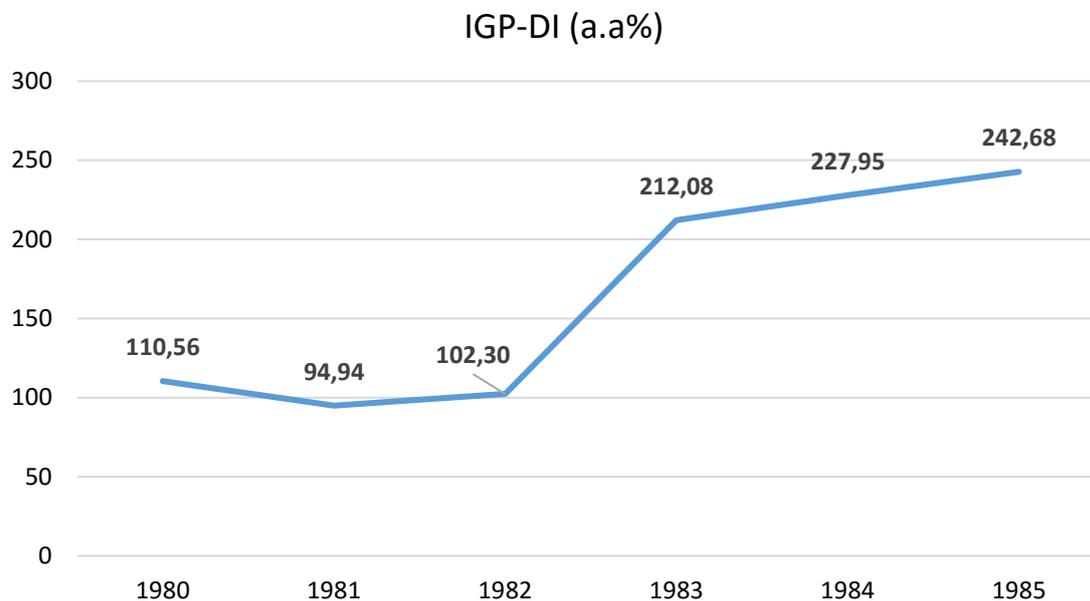


Gráfico 1– Variação Anual do IGP-DI (1980-1985).

Fonte: IPEADATA; Elaboração: Própria

### 3.1 O Plano Cruzado

O plano Cruzado foi anunciado no segundo ano do governo Sarney, tinha como objetivo desindexar a economia e assim retirar as pressões inflacionárias do sistema de preços. Foi adotada a estratégia de um choque heterodoxo em meio a uma análise de que a causa principal da inflação era ela mesma, Inércia Inflacionária.

O choque heterodoxo, política anti-inflacionária que consiste no congelamento dos preços durante tempo determinado permitindo mudança nas políticas monetárias e fiscais sem que ocorra, teoricamente, acréscimos do nível de preços, foi adotado mesmo com as claras tendências aceleracionistas no nível de preços, o que punha em cheque a atribuição apenas à inércia do aumento dos preços.

André Lara Resende e Pêrsio Arida, ambos da PUC Rio, propuseram como alternativa uma reforma monetária que desindexava a economia através

da introdução de uma moeda indexada que circularia em paralelo ao cruzeiro (moeda oficial brasileira da época). Tal proposta ficou em segundo plano e o governo escolheu o Choque Heterodoxo de Francisco Lopes, também da PUC-Rio. No entanto, a proposta “Larida” (como ficou conhecida a proposta de André Lara Resende e Pêrsio Arida) seria protagonista, com algumas mudanças, do Plano Real de 1994.

O Plano Cruzado foi anunciado dia 28 de fevereiro de 1986, e tinha como pilares alguns princípios: o congelamento de preços e do câmbio, a desindexação da economia, o deslocamento do período de apuração do índice de inflação para evitar contaminação dos próximos índices, a mudança nos rendimentos da poupança que passaram a ser trimestrais ao invés de mensal, além do congelamento dos salários, depois de sofrerem aumento em média de 8%, e especialmente de 16% para o salário mínimo. Foi criado também o “gatilho salarial”, sempre que a inflação atingisse 20% os salários seriam reajustados até no máximo esse valor, excedentes aos 20% seriam repostos nos próximos períodos. Houve a introdução de uma nova moeda, o Cruzado.

No início o plano foi um sucesso, a inflação despencou de 15% em fevereiro para quase 0% nos meses seguintes. Houve queda no desemprego e uma grande aceitação popular, os níveis de apoio ao presidente Sarney subiram expressivamente. No entanto, os aumentos salariais dados no Plano Cruzado ocasionaram um aumento expressivo de demanda. O governo acreditava que a oferta de moeda acomodaria a crescente demanda, sem causar efeito inflacionário, mas o que se observou foi o aumento exagerado da oferta monetária, os juros reais ficaram negativos e os ataques especulativos contra o cruzado começaram. Nesse contexto, o mercado paralelo de dólar se aqueceu e o ágio, diferença entre a cotação oficial e a negociada no mercado paralelo, cresceu substancialmente.(CASTRO, 2011)

| Período | Var(%)-Dólar Paralelo | Importações (US\$ milhões) | Exportações (US\$ milhões) | Saldo Comercial (US\$ milhões) | Reservas Internacionais (US\$ milhões) | IGP-DI(%) |
|---------|-----------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------------|--|-----------|
| fev/86  | 13,7%                 | 991                        | 1.750                      | 759                            | 9.680                                  | 14,98     |
| mar/86  | 0,3%                  | 1.029                      | 2.156                      | 1.127                          | 10.072                                 | 5,52      |
| abr/86  | 9,4%                  | 880                        | 2.171                      | 1.291                          | 10.327                                 | -0,58     |
| mai/86  | 6,1%                  | 951                        | 2.289                      | 1.338                          | 10.419                                 | 0,32      |
| jun/86  | 1,2%                  | 929                        | 1.999                      | 1.070                          | 10.391                                 | 0,53      |
| jul/86  | 8,4%                  | 1.203                      | 2.204                      | 1.001                          | 9.499                                  | 0,63      |
| ago/86  | 12,0%                 | 1.147                      | 2.094                      | 947                            | 9.105                                  | 1,33      |
| set/86  | -6,2%                 | 1.311                      | 1.847                      | 536                            | 9.025                                  | 1,09      |
| out/86  | 12,0%                 | 1.411                      | 1.337                      | - 74                           | 8.006                                  | 1,39      |
| nov/86  | 8,9%                  | 1.308                      | 1.270                      | - 38                           | 7.347                                  | 2,46      |
| dez/86  | -3,5%                 | 1.549                      | 1.325                      | - 224                          | 6.760                                  | 7,56      |
| jan/87  | -0,2%                 | 1.299                      | 1.264                      | - 35                           | 5.380                                  | 12,04     |
| fev/87  | 3,9%                  | 1.131                      | 1.452                      | 321                            | 4.965                                  | 14,11     |

Tabela 1 – Panorama Externo 1986/1987.

Fonte: IPEADATA; Elaboração: Própria

A opção pelo câmbio fixo contribuiu para uma maior distorção de preços internacionais. Já se observava uma grande deterioração das contas externas, importações cresciam no ambiente de demanda aquecida, ao passo que a receita de exportação diminuía. Esse fato se deu por dois motivos, a queda da competitividade dos produtos brasileiros devido à apreciação do Cruzado em comparação as moedas estrangeiras; e a especulação de estoques promovida pelos exportadores, pressionando o governo a desvalorizar o cruzado e reequilibrar o câmbio. Estes foram efeitos de uma economia aquecida com a opção do câmbio fixo feita no Plano Cruzado.(SALOMÃO, 2016)

A grande expansão do mercado internacional de capitais dificultou a tarefa de manter uma taxa de câmbio fixa. Com o questionamento por parte do mercado da credibilidade da taxa de câmbio praticada, houve fuga de capitais (ataque especulativo) que contribuiu para a desvalorização cambial promovida em novembro de 1986. Neste período o dólar paralelo apreciou-se em 64%.

Segundo (OBSTFELD e ROGOFF, 1995), seria possível que um governo sustentasse os ataques especulativos contra sua moeda se este conseguisse repor a base monetária com, por exemplo, um aumento forte da taxa de juros, mas os autores também argumentam que isso entraria em conflito com outros

objetivos governamentais, um aumento brusco da taxa de juros poderia gerar insatisfação da população e uma retração geral da economia, o que no caso do governo Sarney era uma questão a ser evitada.

A partir do segundo semestre de aplicação do plano cruzado, o governo brasileiro observou a queda vertiginosa do superávit da balança comercial – veja Tabela 1 - ocasionado pela queda nas receitas de exportação e aumento do volume importado, consequência da defasagem do câmbio real.

A adoção do congelamento de preços causou diversas complicações para a economia brasileira da época. Após os primeiros meses do Plano Cruzado, o país passou a enfrentar problemas de abastecimento. A ocorrência de um mercado paralelo, em que os produtores pudessem determinar o preço que iriam cobrar, se tornou cada vez mais frequente, pondo em cheque a estratégia de preços fixados. Ademais, a adoção de um câmbio fixo contribuiu para piora expressiva das contas externas. Além de causar distorção no mercado de exportação e importação, a política foi adotada em um ambiente de escassez de crédito internacional, portanto, o que se observou foi o rápido esvaziamento das reservas internacionais, utilizadas para sustentar a política intervencionista.

Pressionado pelo mercado, o governo anunciou em outubro de 1986 uma desvalorização de 1,8% do Cruzado e uma política de minidesvalorizações esporádicas. Esta medida teve efeito inverso, causou aumento na expectativa de novas desvalorizações gerando um fenômeno de adiantamento de importações, pois estas ficariam mais caras; e adiamento das exportações, pois esperava-se melhor preço futuro com um câmbio mais desvalorizado. Mediante este cenário, em novembro o governo lançou um pacote fiscal, o “Cruzado II”.(CASTRO, 2011)

O Cruzado II foi um ajuste fiscal que tentaria aliviar as pressões do mercado, elevar a arrecadação com aumento de impostos e conseqüentemente frear a demanda. O ajuste foi precursor do descongelamento, alguns preços começaram a ser remarcados, como as tarifas de energia e combustível, fazendo com que a inflação de janeiro de 1987 ficasse em 12,04% (IGP-DI) e superasse os 20% anual, fato que acionou o gatilho salarial, acelerando mais ainda a

inflação. O congelamento foi abolido em fevereiro de 1987 e foi declarada a moratória da dívida, fruto da piora expressiva das contas externas.

Os déficits no Balanço de Pagamentos causados pela piora das contas externas e da balança de serviços foram neutralizados com o esvaziamento das reservas internacionais. A posição de defesa do câmbio que se apresentou no início do Plano Cruzado foi gradualmente abandonada mediante a piora no déficit externo. Esse rápido esvaziamento das reservas cambiais – veja Tabela 1 - contribuiu para a moratória declarada em 1987. (SALOMÃO, 2010)

Entre os erros que os próprios idealizadores do Plano Cruzado admitiram, estavam a manutenção do câmbio fixo de fevereiro a novembro, que, juntamente com o aquecimento da demanda, contribuiu para a piora das contas externas; o erro de diagnóstico que a inflação era puramente inercial; o congelamento de preços por longo período, que acabou gerando desabastecimento de mercadorias; e a adoção do “gatilho salarial”, mecanismo que funcionou como um indexador do salário e quando foi ativado em janeiro de 1987 contribuiu para uma maior aceleração inflacionária. (CASTRO, 2011)

### **3.2 Os Planos Bresser e Verão**

Após o fracasso do Plano Cruzado, o então Ministro da Fazenda, Dílson Funaro foi substituído por Luís Carlos Bresser Pereira, professor na FGV-SP. Este anunciou em 12 de junho de 1987 um novo plano de estabilização, o Plano Bresser.

A inflação agora não tinha apenas o diagnóstico inercial, além deste problema também foi considerada a questão da demanda aquecida como causa. Portanto, o plano foi estabelecido entre um híbrido de elementos ortodoxos e heterodoxos. Pelo lado ortodoxo, foram tomadas diversas medidas de contração fiscal e monetária a fim de frear a demanda e desaquecer a economia. Pelo lado heterodoxo, houve o congelamento de preços e salários. Dessa vez os preços seriam congelados seguindo 3 etapas. Congelamento por 3 meses, seguido de uma flexibilização e por fim o descongelamento. Os salários seriam indexados à Unidade de Referência de Preços (URP), pré-fixada a cada três meses de acordo

com a inflação média. Dessa forma pretendia-se que houvesse correções, mas que essas fossem suavizadas pela media, não ativando o gatilho salarial.

| Período | Câmbio Oficial - Var(%) | Importações (US\$ milhões) | Exportações (US\$ milhões) | Saldo Comercial (US\$ milhões) | Reservas Internacionais (US\$ milhões) | IGP-DI(%) |
|---------|-------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------------|--|-----------|
| jun/87  | 10,3%                   | 1.212                      | 2.643                      | 1.431                          | 5.630                                  | 25,9      |
| jul/87  | 13,9%                   | 1.465                      | 2.923                      | 1.458                          | 6.474                                  | 9,3       |
| ago/87  | 4,9%                    | 1.326                      | 2.755                      | 1.429                          | 7.340                                  | 4,5       |
| set/87  | 5,8%                    | 1.194                      | 2.692                      | 1.498                          | 7.386                                  | 8,0       |
| out/87  | 7,1%                    | 1.312                      | 2.505                      | 1.193                          | 7.341                                  | 11,2      |
| nov/87  | 11,0%                   | 1.245                      | 2.247                      | 1.002                          | 7.843                                  | 14,5      |
| dez/87  | 13,8%                   | 1.338                      | 2.447                      | 1.109                          | 7.458                                  | 15,9      |
| jan/88  | 15,1%                   | 1.111                      | 2.158                      | 1.047                          | 7.422                                  | 19,1      |

Tabela 2-.Panorama Externo Plano Bresser

Fonte: IPEADATA; Elaboração: Própria

Do ponto de vista do câmbio, a taxa não foi congelada, voltou-se a política de micro desvalorizações. Isso foi feito para evitar o problema da deterioração das contas externas, enfrentado no Plano Cruzado. O desaquecimento da demanda interna, associada a flexibilização do câmbio permitiu que as contas externas melhorassem durante o Plano Bresser, houve um crescimento da agropecuária (expansão de 15%) e recuperação da receita de exportação, contribuindo para tal melhora. (CASTRO, 2011)

Apesar de um sucesso inicial, o congelamento de preços não foi respeitado. Sob o temor de um novo congelamento, os preços foram remarcados de forma preventiva, o que contribuiu para um desequilíbrio entre preços relativos. Além disso o aumento salarial concedido ao setor público acabou por minar a redução do déficit público pretendida. A inflação atingiu 14,5% (IGP-DI) em novembro 1987 e em meio a uma grande insatisfação popular e uma resistência à reforma tributária, Luís Bresser-Pereira renunciou ao cargo e foi substituído por Máilson da Nóbrega em janeiro de 1988.

Após uma primeira tentativa falha de estabilização econômica com uma política de redução de déficit público gradual e outras medidas contracionistas, na política que ficou conhecida “Política do Feijão com Arroz”, o Plano Verão foi anunciado em 14 de janeiro de 1989.

O Plano Verão foi também um híbrido entre medidas ortodoxas e heterodoxas. Na visão ortodoxa, foram extintos todos os mecanismos de indexação, houve uma reforma administrativa visando redução de custos, além de medidas de restrição de crédito. Do ponto de vista heterodoxo houve congelamento de preços e salários, só que dessa vez não foi estabelecido um novo mecanismo de correção monetária e a fixação de preços foi feita por tempo indeterminado. Houve mudança da moeda nacional, de cruzado para cruzado novo, a última correspondendo a 1.000 Cruzados, foi estabelecida também a paridade com dólar para nova moeda nacional, de 1:1.

O plano não teve sucesso. Devido as eleições iminentes de 1989 e também a descrença da população com o governo, os ajustes fiscais acabaram não ocorrendo e o plano falhou em conter a inflação já em seu segundo mês de vigência.(CASTRO, 2011)

A população estava tão acostumada com os mecanismos de indexação que o abandono de um indexador base por parte do Plano Verão deu liberdade para que cada contrato fosse estabelecido com o índice de preços mais conveniente para as partes. Esse fato causou maior distorção nos preços relativos, aumentando a velocidade de remarcação de preços e contribuindo para a explosão inflacionária do fim da década de 1980.

#### **4 O início da década de 90 e os planos Collor**

O início da década de 1990 foi marcado pela posse do primeiro presidente eleito através de voto desde o golpe militar de 1964, Fernando Collor de Melo assumiu a presidência em março de 1990 em meio a um cenário de hiperinflação e uma economia estagnada. Tinha como propostas uma ruptura do modelo tradicional brasileiro de crescimento com intervenção estatal. Foi eleito com um discurso contra a corrupção e de favorecimento das classes mais pobres, mas ao fim de 1992 foi destituído do poder e Itamar Franco, o então vice-presidente, assumiu até o fim do mandato.

Durante o Governo, houve a criação da nova Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE). Esta teria como objetivo de gradualmente tornar o Brasil um país mais aberto comercialmente e com menor intervenção estatal. Uma das vertentes da PICE era a de privatizações das empresas estatais através do Plano Nacional de Desestatização (PND), que tinha como objetivo contribuir para o redesenho da estrutura industrial, a estabilidade do setor industrial e a redução da dívida pública. Além disso, a PICE se encarregaria da abertura comercial brasileira, foram retiradas diversas amarras da pauta de importação e também foi montado um plano de redução tarifárias dos produtos importados. Em meio as reformas propostas pelo governo Collor, surgiram os planos de estabilização Collor I e Collor II, que precederiam o plano Real.(CASTRO, 2011)

O Plano Collor I foi lançado no dia seguinte da posse do novo presidente, 16 de março de 1990. Nele estava previsto a volta do Cruzeiro como moeda nacional e um novo congelamento de preços, o qual não foi respeitado - depois de tantas tentativas de congelamento nos anos 80, este tipo de medida não era mais crível. A medida prevista no plano que ficou mais conhecida foi o sequestro da liquidez, todas as aplicações que ultrapassassem o limite de NCr\$ 50mil (cinquenta mil cruzados novos) seriam bloqueadas por 18 meses e seriam devolvidas em cruzeiros em 12 parcelas acrescidos de juros de 6% ao ano. Esta medida controversa ficou conhecida popularmente como “Confisco da Poupança”.

No que tange a contenção da inflação elevada frente aos planos de estabilização, o bloqueio da liquidez tinha como objetivo combater três grandes problemas: a rápida monetarização da economia e aquecimento da demanda após uma forte desinflação; a alta liquidez dos títulos financeiros, “moeda indexada”; e o crescimento da dívida mobiliária interna. A escassez dos recursos externos desde a crise da dívida de 1981 e 1982 contribuiu para a gravidade dos problemas supracitados.(CARVALHO, 2006)

A ideia era que o sequestro de liquidez pudesse impedir a especulação dos ativos financeiros por parte dos detentores dos mesmos, após uma desinflação abrupta. Além disso, o bloqueio dos recursos impediria que

houvesse uma evasão de capitais após uma redução dos juros reais, o que seria essencial para viabilizar um ajuste fiscal.

O Plano Collor I também deu início ao período de flutuações sujas da taxa de câmbio, sob este regime o BACEN liberava as flutuações da taxa, mas sempre que julgasse necessário poderia intervir no mercado de divisas, comprando ou vendendo. O Banco Central interviu durante o segundo semestre de 1990, ocasionando desvalorizações maiores que o esperado. A autoridade monetária pretendia mudar a tendência de queda das exportações observada no período. Em setembro de 1991, já durante o Plano Collor II, o BACEN voltou a permitir uma desvalorização nominal acima do esperado pelo mercado, motivado pela mesma questão. (ALMEIDA e BACHA, 1999)

| Período | Var(%) Taxa de Câmbio (Real-Dólar) | Importações (US\$ milhões) | Exportações (US\$ milhões) | Saldo Comercial (US\$ milhões) | Reservas Internacionais (US\$ milhões) | IGP-DI(%) |
|---------|------------------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------------|--|-----------|
| mar/90  | 57,2%                              | 1.646                      | 2.232                      | 586                            | 7.385                                  | 81,32     |
| abr/90  | 27,8%                              | 1.363                      | 2.558                      | 1.195                          | 8.794                                  | 11,33     |
| mai/90  | 9,8%                               | 1.534                      | 3.232                      | 1.698                          | 9.963                                  | 9,08      |
| jun/90  | 9,6%                               | 1.369                      | 2.510                      | 1.141                          | 10.173                                 | 9,02      |
| jul/90  | 16,5%                              | 1.576                      | 3.082                      | 1.506                          | 10.521                                 | 12,98     |
| ago/90  | 8,0%                               | 1.999                      | 3.062                      | 1.063                          | 10.533                                 | 12,93     |
| set/90  | 5,1%                               | 1.899                      | 2.592                      | 693                            | 10.171                                 | 11,71     |
| out/90  | 25,8%                              | 2.038                      | 2.333                      | 295                            | 10.027                                 | 14,16     |
| nov/90  | 29,5%                              | 2.263                      | 2.665                      | 402                            | 8.753                                  | 17,45     |
| dez/90  | 124,5%                             | 2.044                      | 2.894                      | 850                            | 9.973                                  | 16,46     |

Tabela 3- Panorama Externo Plano Collor

Fonte: IPEADATA; Elaboração: Própria.

O plano conseguiu reduzir nos primeiros meses a inflação para números em torno de 10%, mas o que acompanhou foi uma forte recessão da economia, contribuindo para o aumento da insatisfação popular com o governo. Nos meses que sucederam o inicial êxito na redução inflacionária, a tendência aceleracionista voltou, abrindo espaço para uma segunda tentativa do governo Collor, o Plano Collor II.

O bloqueio da liquidez – principal medida do Plano Collor I – falhou em conter a inflação. Esperava-se que a retenção dos haveres financeiros fosse evitar a rápida monetização da economia. O câmbio flutuante adotado, contudo, contribuiu para o resultado a ser evitado, uma vez que sucessivas quedas da

taxa tanto no mercado oficial quanto no paralelo ocorreram. Isso era esperado já que após anos de controle cambial a adoção de um câmbio flutuante levaria a moeda nacional para uma trajetória de desvalorização. (CARVALHO, 2006)

Outros fatores também contribuíram para a monetização rápida da economia após a adoção do Plano Collor I, dentre eles cabe citar as exceções ao bloqueio – conhecidas como torneirinhas - conseguidas por ação judicial ou mais tardar liberadas pelo governo, como a aposentadoria dos idosos. Além disso, o intenso financiamento do mercado interbancário na tentativa de evitar uma crise de crédito teve significativa parte no fracasso do plano.

Em 1º de fevereiro de 1991 foi lançado o novo plano de estabilização (Collor II), a segunda tentativa do governo Collor de combater a alta da inflação. O plano pretendia, através dos cortes das despesas públicas, das melhorias industriais e do fim de todos os mecanismos de indexação, diminuir as pressões inflacionárias. O Bônus do Tesouro Nacional (BTN), base para indexação, foi extinto e no seu lugar surgiu o Fundo de Aplicações Financeiras (FAF). Este tinha como rendimento a taxa referencial (TR), uma média das taxas das operações interbancárias.

A TR possuía uma diferença fundamental com os outros indexadores, impunha o *forward looking*, ou seja, a expectativa de inflação futura era a referência para a taxa. Na teoria, à medida que as pessoas observassem as atuações fiscais do governo, comporiam suas expectativas de inflação, resultando em um “ciclo virtuoso”, em que cortes fiscais reduziriam a inflação gradualmente. Apesar do embasamento teórico, a crise política que se instaurou impossibilitou qualquer credibilidade de políticas econômicas que o governo poderia tomar e culminou no impeachment do Presidente Collor, dando fim ao seu segundo plano de estabilização. (CASTRO, 2011)

Após o Impeachment, Itamar Franco assume o país que já enfrentava uma maior entrada de capitais, tornando difícil o controle do mercado cambial por parte do BACEN. Portanto, este passou a intervir de forma mais agressiva, na expectativa de manter a evolução da taxa de câmbio compatível com a evolução do nível de preços enfrentados no Brasil. Esta política durou de 1992 a 1994, quando entra em cena a URV (Unidade Real de Valor), que passou a balizar

todo o sistema de preços brasileiro, inclusive o câmbio. (ALMEIDA e BACHA, 1999)

| Período | Var acumulada(%)<br>Taxa de Câmbio<br>(Real-Dólar) | Importações<br>(US\$ milhões) | Exportações<br>(US\$ milhões) | Saldo Comercial<br>(US\$ milhões) | Reservas Internacionais<br>(Fim do Período - US\$<br>milhões) | IGP-DI(%) |
|---------|--|-------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------|---|-----------|
| 1992    | 294,7  | 20.554                        | 35.793                        | 15.239                            | 23.754  | 1.157,83  |
| 1993    | 368,8  | 25.256                        | 38.553                        | 13.297                            | 32.211  | 2.708,17  |

Tabela 4 -.Ambiente Externo Itamar Franco

*Fonte: IPEADATA; Elaboração: Própria*

Durante o período que precedeu o Plano Real, o país viveu uma hiperinflação e forte desvalorização cambial. As receitas de exportação cresceram consideravelmente, contribuindo para o acúmulo de reservas internacionais, que foram de grande importância para tornar viável a âncora cambial adotada no plano, futura solução do problema de hiperinflação brasileira.

## 5 O Plano Real e a política de Bandas Cambiais

O Plano Real foi concebido como um plano de três fases. A primeira, um ajuste fiscal; a segunda, dada pela reforma monetária que introduziria a URV (Unidade Real de Valor) e por último a terceira fase que consistia na liberação do Real como meio de pagamento.

O ajuste fiscal que o Plano propunha possuía duas frentes, o Programa de Ação Imediata (PAI) e o Fundo Social de Emergência (FSE). O PAI teve como objetivo a flexibilização do gasto público, através de aumento em arrecadação e rearranjo orçamentário, enquanto o FSE teve como função o financiamento de programas sociais. Apesar das políticas implementadas, FSE e PAI não foram efetivos na manutenção do equilíbrio fiscal. No entanto, isso não se mostrou um entrave para que o plano de estabilização obtivesse sucesso. O quadro fiscal brasileiro, ainda assim, contribuiu para deterioração das expectativas que resultariam na desvalorização cambial de 1999.(CASTRO, 2011)

A segunda fase, talvez a mais importante, tratava da desindexação da economia, que passou primeiro por uma super-indexação dos contratos na nova

unidade de conta lançada, a URV. A mudança tinha como objetivo a recuperação de uma das funções fundamentais da moeda, a de unidade de conta. Esta foi prejudicada pelo episódio de hiperinflação que o Brasil vivia, já que a indexação que acompanhava tal episódio fazia com que contratos fossem fechados em termos de valor real, Gustavo Franco (PUC-Rio) chama essa consequência de abandono da nominalidade da moeda.

A URV Era uma quase moeda, pois apesar de servir como unidade de conta e reserva de valor não servia como método de pagamentos até que fosse lançado o Real. Sua introdução permitiu que os contratos fossem alterados gradualmente para a nova unidade de conta. A conversão do cruzeiro novo para URV era determinada por três índices: IGP-M, IPCA-E e IPC-FIPE, assim podendo evitar qualquer distorção causada pelo uso de apenas um índice de um setor de bens. (FRANCO, 1995)

Tal proposta era muito semelhante a proposta “larida” de André Lara Resende e Pêrsio Árida, com importantes mudanças, como a forma de conter a explosão de demanda causada pela queda da inflação, que acabaria por comprometer a estabilidade. Foi praticada uma alta elevação dos juros, freando uma expansão desmedida de consumo.

A URV vigorou nos primeiros quatro meses do Plano Real e foi substituída pelo Real em seguida, dando à estabelecida unidade de conta sua função de meio de pagamentos. No primeiro mês de vigor, houve aceleração da inflação, o que era esperado, seguido por quedas subsequentes e estabilização dos preços.

O lançamento das âncoras cambiais e monetária marca a terceira fase. A âncora monetária funcionou no sistema de metas de fixação da base monetária por trimestre, podendo estas serem alteradas em até 20%, enquanto o câmbio passou a oscilar livremente abaixo da paridade máxima de 1 para 1 entre Real e Dólar. Juntamente com estas medidas houve um arrocho da liquidez, de forma a conter o impulso de demanda. Posteriormente o sistema de metas e a âncora monetária foram abandonados, permanecendo apenas a ancoragem pelo câmbio, que assumiu o regime de bandas cambiais.(CASTRO, 2011)

No período que se deu o início do Plano Real, o Brasil enfrentava uma grande entrada de capital estrangeiro causada pela diferença da taxa de juros interna e externa. A taxa de câmbio manteve tendência apreciativa e o teto de paridade 1:1 não precisou ser assegurado pelo BACEN. Pelo contrário, para conter tal movimento, a Autoridade Monetária teve que intervir diretamente na moeda comprando divisas ao fim de 1994, após tentativa falha de desacelerar a tendência apreciativa do Real frente ao Dólar através de medidas que promovessem o aumento da demanda por moeda estrangeira. (ALMEIDA e BACHA, 1999)

A crise mexicana em dezembro de 1994 impôs forte saída de divisas do Brasil. O Banco Central, por temer uma desvalorização forte da taxa de câmbio, interviu novamente ofertando divisas, de modo a suavizar as variações cambiais. As reservas cambiais acumuladas nos anos anteriores foram fundamentais para que o BACEN pudesse ter sucesso nas intervenções promovidas no fim de 1994. O dólar fechou o ano cotado a R\$ 0,848, frente a uma grande estabilidade da taxa.

| Período | Taxa de Câmbio<br>(Real-Dólar) | Variação |
|---------|--------------------------------|----------|
| jun-94  | 0,833                          | -        |
| jul-94  | 0,925                          | 11,1%    |
| ago-94  | 0,897                          | -3,0%    |
| set-94  | 0,863                          | -3,7%    |
| out-94  | 0,844                          | -2,2%    |
| nov-94  | 0,840                          | -0,5%    |
| dez-94  | 0,848                          | 1,0%     |

Tabela 5- Variação Cambial do Início do Plano Real

Fonte: IPEADATA; Elaboração: Própria.

O benefício da utilização da âncora cambial era a possibilidade de se estabelecer contratos de longo prazo e de contribuir para a rápida convergência do nível de preços domésticos para padrões internacionais. Este último sem tantos efeitos recessivos quando comparado a outras medidas de combate à inflação, como cortes de demanda. Apesar do efeito benéfico, a adoção desse tipo de medida também traz alguns prejuízos, como a deterioração das contas externas - houve rápida deterioração da balança de conta corrente. (CASTRO, 2011)

| Período | Taxa de Câmbio (Real-Dólar) | IGP-DI(%) | Importações (US\$ milhões) | Exportações (US\$ milhões) | Transações Correntes (US\$ milhões) | Reservas Internacionais (Fim do Período - US\$ milhões) |
|---------|-----------------------------|-----------|----------------------------|----------------------------|-------------------------------------|---|
| jul-94  | 0,92                        | 24,71     | 2.514                      | 3.738                      | 792                                 | 43.090  |
| ago-94  | 0,90                        | 3,34      | 2.776                      | 4.282                      | 919                                 | 42.981  |
| set-94  | 0,86                        | 1,55      | 2.641                      | 4.162                      | 265                                 | 43.455  |
| out-94  | 0,84                        | 2,55      | 3.186                      | 3.842                      | - 1.607                             | 42.845  |
| nov-94  | 0,84                        | 2,47      | 4.115                      | 3.706                      | - 1.496                             | 41.937  |
| dez-94  | 0,85                        | 0,57      | 4.523                      | 3.714                      | - 2.007                             | 38.806  |
| jan-95  | 0,85                        | 1,36      | 3.284                      | 2.980                      | - 1.382                             | 38.278  |
| fev-95  | 0,84                        | 1,15      | 4.012                      | 2.952                      | - 2.029                             | 37.998  |
| mar-95  | 0,89                        | 1,81      | 4.721                      | 3.799                      | - 2.220                             | 33.742  |
| abr-95  | 0,91                        | 2,30      | 3.863                      | 3.394                      | - 2.848                             | 31.887  |
| mai-95  | 0,90                        | 0,40      | 4.897                      | 4.205                      | - 1.422                             | 33.731  |
| jun-95  | 0,91                        | 2,62      | 4.897                      | 4.120                      | - 2.293                             | 33.512  |

Tabela 6- Panorama Externo - Plano Real.

Fonte: IPEADATA; Elaboração: Própria

Como é possível visualizar na tabela 6, as transações correntes tiveram grande piora após a implementação do plano real, muito em função da queda das exportações motivada pela manutenção do câmbio apreciado. Apesar disso, a queda das reservas internacionais não foi tão significativa visto que os juros foram mantidos altos e a entrada de capitais continuou ocorrendo. A continuidade do fluxo interno de divisas foi fundamental para manutenção da posição de defesa da âncora cambial. Esta possibilitou rigidez suficiente nos preços para o governo promover ajustes fiscais e estruturais necessários à cessação do ciclo vicioso que a inflação havia adquirido no país. A posição de defesa da taxa de câmbio teria de ser abandonada em 1999 devido ao rápido esvaziamento da oferta de capital estrangeiro para países emergentes.

Os juros também desempenharam importante papel para que fosse atingido o sucesso do combate a hiperinflação. Em contraponto ao que a teoria

que diz respeito à adoção de âncoras cambiais previa, não houve a convergência dos juros domésticos e internacionais, os juros internos foram mantidos elevados durante todo o período do plano, o que acabou fazendo com que virassem uma segunda âncora para os preços, impedindo que houvesse grande expansão de demanda. Como argumenta (CASTRO, 2011), a âncora de juros se tornou mais importante que a cambial, pois o câmbio evoluiu (depreciou-se) mais rápido que as variáveis que este supostamente deveria ancorar.

Apesar de obter sucesso no combate à inflação, a manutenção de um câmbio apreciado e de um alto nível de juros implicaram em complicações fiscais que gerariam desafios para o próximo governo, do então ministro da fazenda Fernando Henrique Cardoso.

A partir de 1995, a pressão proveniente dos resultados negativos da balança comercial desde o fim do ano anterior, juntamente com o fluxo de saída de divisas que a crise financeira mexicana proporcionava, fez com que o Brasil passasse a utilizar o sistema de bandas cambiais, que permitiu uma maior mobilidade para a taxa, atendendo a pressão do mercado. Nesse regime o Banco Central determinava o limite mínimo e máximo para a flutuação da taxa de câmbio. Chegado perto do limite estabelecido, ofertava ou demandava divisas para manter a taxa no intervalo das bandas. (ALMEIDA e BACHA, 1999)

Mesmo com o esforço do Banco Central, as pressões para maiores desvalorizações continuaram a ocorrer, principalmente por parte dos exportadores, que queriam melhor preço para pauta. Em 1996 e 1997, apesar de manter o sistema de bandas cambiais, a autoridade monetária abandonou a paridade 1:1. Como pode-se visualizar na tabela 7, as bandas cambiais estabelecidas pelo Banco Central foram uma maneira de promover a desvalorização da moeda nacional de maneira gradual, sem que houvesse uma brusca depreciação que pudesse contaminar o nível de preços e o comércio internacional.

| Data       | Bandas Cambiais (Real - 1 Dólar) |          | Diferença entre as Bandas (%) |
|------------|----------------------------------|----------|-------------------------------|
|            | Inferior                         | Superior |                               |
| 06/03/1995 | 0,86                             | 0,90     | 4,7%                          |
| 10/03/1995 | 0,88                             | 0,93     | 5,7%                          |
| 22/06/1995 | 0,91                             | 0,99     | 8,8%                          |
| 30/01/1996 | 0,97                             | 1,06     | 9,3%                          |
| 18/02/1997 | 1,05                             | 1,14     | 8,6%                          |
| 20/01/1998 | 1,12                             | 1,22     | 8,9%                          |

Tabela 7 - Bandas Cambiais

Fonte: Almeida e Bacha (1999)

As políticas adotadas no plano real causaram uma defasagem cambial que, juntamente com a crise de crédito internacional ocasionada pelas crises mexicana e russa, contribuiu para a maxidesvalorização de janeiro de 1999, quando o Brasil adotou um sistema de câmbio livre, que vigora até os dias de hoje. Apesar da adoção do câmbio flutuante, o Banco Central ainda tem meios de alterar a trajetória cambial através da venda ou compra de divisas, mas só costuma atuar quando a variação cambial vai muito além da esperada, com caráter especulativo, ou, em momentos de crise internacional.

## 6 Um modelo de *Pass through* do Câmbio para inflação

Após a crise russa de 1998, a entrada de capitais estrangeiros na economia brasileira diminuiu consideravelmente, mesmo com os juros brasileiros mantidos a patamares altos. As reservas internacionais começaram a esvaziar-se rapidamente, e a política cambial de bandas não poderia ser mais sustentada. Em janeiro de 1999, houve uma maxidesvalorização da moeda brasileira e a adoção da nova política cambial, de livre flutuação do câmbio. (GIAMBIAGI , 2011)

No entendimento contemporâneo de condução de políticas econômicas, a taxa de câmbio não é mais utilizada como forma de proteção artificial para a produção doméstica. Isto ocorreu como regra durante a era dos controles

cambiais, principalmente pós Segunda Guerra Mundial. Atualmente, entende-se o câmbio como uma variável de equilíbrio, observada para entendimento dos reflexos das decisões de um governo na pauta de economia, não mais como um artifício maleável da condução das políticas. (OBSTFELD e ROGOFF, 1995)

Seguindo essa lógica, elaborou-se um modelo para medir a passagem do câmbio para o nível de preços brasileiro. Para tal foram levantados dados do IPEADATA, e combinados em uma base. Foi escolhido como variável dependente o IGP-DI (IGP), sua variação mensal. As variáveis explicativas escolhidas foram: a variação mensal da taxa de câmbio (*camb*) e seu primeiro *lag* (*camb-1*); o primeiro, segundo e terceiro *lags* do próprio IGP, tentando capturar efeitos inerciais da inflação (IGP-1; IGP-2; IGP-3); a taxa referencial de juros (TR); a variação mensal do PIB (PIBvar); e as transações correntes (TC).

O período observado foi de janeiro de 1999, mês em que o câmbio foi liberado, até dezembro de 2007, de forma a evitar quaisquer oscilações diferentes que os precedentes da crise imobiliária americana de 2008 poderiam ter sobre a taxa. O modelo utilizado foi o de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e a regressão foi expressa por:

$$IGP = \beta_0 + \beta_1 \text{Camb} + \beta_2 \text{Camb}_{-1} + \beta_3 \text{IGP}_{-1} + \beta_4 \text{IGP}_{-2} + \beta_5 \text{IGP}_{-3} + \beta_6 \text{TR} \\ + \beta_7 \text{PIBVar} + \beta_8 \text{TC} + u$$

Os resultados obtidos, expressos na tabela 8, apontaram como significantes quatro das variáveis testadas. A amostra possuía 108 observações para as 8 variáveis explicativas e para variável dependente.

As variáveis significativas foram: a variação mensal do câmbio (*camb*) e seu *lag* (*camb-1*), a inflação do mês anterior (IGP-1) e a taxa referencial de juros (TR), todas ao nível de 1%. A variação do PIB, o segundo e terceiro *lag* do IGP e as transações correntes não apresentaram significância estatística.

|                        | Variável Dependente  |
|------------------------|----------------------|
|                        | <b>IGP</b>           |
| Variáveis Explicativas |                      |
| <b>Camb</b>            | 0,056***<br>(0,011)  |
| <b>Camb-1</b>          | 0,070***<br>(0,014)  |
| <b>IGP-1</b>           | 0,527***<br>(0,087)  |
| <b>IGP-2</b>           | 0,044<br>(0,099)     |
| <b>IGP-3</b>           | 0,113<br>(0,076)     |
| <b>TR</b>              | -1,302***<br>(0,383) |
| <b>PIBVar</b>          | 0,013<br>(0,015)     |
| <b>TC</b>              | 0,0001<br>(0,0002)   |
| <b>Constante</b>       | 0,508***<br>(0,103)  |

|                         |                             |
|-------------------------|-----------------------------|
| Observations            | 108                         |
| R <sup>2</sup>          | 0,731                       |
| Adjusted R <sup>2</sup> | 0,709                       |
| Residual Std. Error     | 0,539 (df = 99)             |
| F Statistic             | 33,568*** (df = 8; 99)      |
| Note:                   | *p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01 |

Tabela 8- Coeficientes Resultantes da Regressão

Confirma-se a relação positiva entre a taxa de câmbio e a inflação, sua variação no mesmo mês (*camb*), assim como no mês anterior (*camb-1*), impactam o nível de preços. O aumento de 1 ponto na variação do câmbio impacta na aceleração do IGP-DI em 0,056. É possível observar também os efeitos positivos da inflação do mês anterior no nível de preços correntes, que apontariam para um grau de inércia na remarcação dos preços, no entanto os demais *lags* do IGP não se mostraram significativos.

Os resultados para a taxa referencial de juros (*TR*) também apresentaram o sinal esperado. Os juros se relacionam negativamente com a inflação, esses são a arma da autoridade monetária contra aceleração do nível de preços domésticos, por provocarem a freada da demanda por moeda e desaquecimento da economia. Para o modelo elaborado, o aumento de 1 ponto percentual na taxa referencial de juros implicaria na queda de 1,3 do IGP-DI, foi o coeficiente de maior magnitude do modelo.

A passagem do câmbio para o nível de preços domésticos é natural. Importações quando ficam mais caras geram efeitos de cadeia sobre diversos processos produtivos. Tentar manter o câmbio a um patamar mais interessante comercialmente de maneira artificial, durante tempo prolongado, acarreta em problemas com as contas externas, como mostra a experiência brasileira durante os planos de estabilização das décadas 80 e 90.

## **7 Conclusão**

O Brasil atravessou um episódio de hiperinflação durante as décadas de 80 e 90. Foram diversas as tentativas de conter o nível de preços e controlá-lo. Durante essas, algumas políticas cambiais intervencionistas foram experimentadas, por vezes contribuindo para o fracasso e outras para o sucesso da tentativa.

A primeira tentativa se deu pelo Plano Cruzado, plano heterodoxo de Francisco Lopes (PUC-Rio), mas esbarrou em um erro de diagnóstico que entendia a inflação como puramente inercial, apesar de já naquela época apresentar tendências aceleracionistas. Ao promover o congelamento de preços, o plano causou uma crise interna de desabastecimento, aumentando a demanda por importações, que associada as distorções causadas pela adoção de taxa de câmbio fixa, tornaram a balança comercial deficitária. A piora nas contas externas ocasionadas por tais distorções culminaram na moratória da dívida de 1987.

Os outros dois planos do governo Sarney, os planos Bresser e Verão, falharam. A perda de confiança da população e do mercado no governo impediram que as medidas propostas por estes planos fossem seguidas à risca. O governo Sarney entregou o país com uma pior situação inflacionária do que enfrentou, com inflações anuais acumuladas na casa de 1.000%.

O governo Collor-Itamar Franco, que teve início em 1990, também fracassou em suas duas primeiras tentativas, Plano Collor I e II. Collor sofreu impeachment e Itamar Fraco comandou o governo até o fim de 1994 e foi durante

esse período que foi lançado o Plano Real, que acabaria com o problema de hiperinflação brasileiro.

A âncora cambial teve papel fundamental no plano, pois oferecia rigidez nominal aos preços, mantendo as pressões inflacionárias reduzidas e colaborando para a convergência do nível de preços domésticos e internacionais. Com isso o governo pode promover os ajustes fiscais necessários para solucionar os problemas que mantinham a aceleração da inflação. Ademais, a adoção de juros elevados durante todo o Plano Real criou uma segunda âncora para os preços, impedindo a rápida remonetização da economia, um dos motivos do fracasso dos planos anteriores. Os juros também contribuíram na manutenção do fluxo positivo de capital estrangeiro no país, possibilitando que o BACEN mantivesse a posição de defesa da taxa de câmbio.

O Plano Real deu fim no problema inflacionário brasileiro do fim do século XX, porém, a manutenção do câmbio acima do patamar de equilíbrio (apreciado) e a manutenção dos juros elevados resultaram em recessão econômica na esfera real. Em janeiro de 1999, essa recessão e a queda do fluxo positivo de capital estrangeiro obrigaram o país a promover uma maxidesvalorização cambial e adotar o regime de flutuação livre para o câmbio.

O modelo de *pass through* do câmbio para os preços elaborado permitiu a confirmação do efeito positivo da taxa de câmbio sobre a inflação. Tal movimento é natural, quanto mais depreciado o câmbio, mais acelerada se tornará a inflação, devido ao efeito que importações têm sobre toda as cadeias de produção. Hoje entende-se o câmbio como uma variável de equilíbrio, ao invés de um mecanismo de proteção artificial para o comércio e para o nível de preços. O grande artifício da autoridade monetária contra uma aceleração da inflação continua sendo a taxa de juros, que permite com seu aumento um desaquecimento da economia e conseqüentemente funciona como um freio para os preços.

## 8 Referências Bibliográficas

ALMEIDA, C. O. D.; BACHA, C. J. C. Evolução da política cambial e da taxa de câmbio no Brasil, 1961-1997. **PESQUISA & DEBATE**, São Paulo, v. 10, n. número 2, p. 5-29, 1999.

CARVALHO, C. E. As origens e a gênese do Plano Collor. **Nova Economia Belo Horizonte**, v. 16, p. 101-134, janeiro-abril 2006.

CASTRO, L. B. D. Esperança, Frustração e Aprendizado: a História da Nova República (1985-1989). In: GIAMBIAGI, F., et al. **Economia Brasileira Contemporânea**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda., 2011. Cap. 5, p. 97.

CASTRO, L. B. D. Privatização, Abertura e Desindexação: a Primeira metade dos Anos 90 (1990-1994). In: GIAMBIAGI, F., et al. **Economia Brasileira Contemporânea**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda., 2011. Cap. 6, p. p. 131.

FRANCO, G. H. B. O Plano Real e a URV: fundamentos da reforma monetária brasileira de 1993-94. In: FRANCO, G. H. B. **O Plano Real e Outros Ensaio**. Rio de Janeiro: Editora Francisco Alves, 1995. Cap. 2, p. 1-69.

FRANCO, G. H. D. B. **Pequena história do câmbio no Brasil**. Pontifícia Universidade Católica - Rio de Janeiro. Rio de Janeiro. 2000.

GIAMBIAGI, F. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: os anos FHC. In: GIAMBIAGI, F., et al. **Economia Brasileira Contemporânea**. 2. ed. Rio de Janeiro: Editora Elsevier Ltda., 2011. Cap. 7, p. 165.

OBSTFELD, M.; ROGOFF, K. The Mirage of Fixed Exchange Rates. **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, July 1995.

SALOMÃO, I. **Arroubos econômicos, legitimação política: uma análise da moratória da dívida externa de 1987**. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre. 2010.

SALOMÃO, I. Do Cruzado à moratória: o legado do experimento heterodoxo. **Revista de Estudos Sociais**, v. 18, p. 182, 2016. ISSN 37.

TOFFOLI, P. E. **A Política Cambial Brasileira: Taxas de juros e de câmbio na vigência do Plano Real**. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, p. 130. 2006.