

## Uma discussão sobre a escolha de Regimes Cambiais no Brasil a partir do Plano Real

Andréia Polizeli Sambatti (Unioeste/Campus de Cascavel/Economia) andreiapolizeli@brturbo.com  
Denise Rissato (Unioeste/Campus de Cascavel/Economia) drissato@certto.com.br

**Resumo:** *O comportamento da taxa de câmbio e a natureza dos regimes cambiais consistem em temas relevantes para qualquer país no capitalismo contemporâneo, tendo em vista que ainda não existe um consenso de como o regime cambial afeta o desempenho da economia, no que diz respeito ao crescimento, ao nível de emprego e inflação. Dessa forma, a escolha do regime cambial a ser adotado não se constitui em tarefa fácil, uma vez que cada opção disponível apresenta suas vantagens e desvantagens quanto ao alcance dos objetivos propostos. Com isso, este artigo tem por objetivo compreender as escolhas de regimes cambiais adotadas no Brasil, a partir do Plano Real, de forma a evidenciar os motivos que levaram a tais escolhas. Constatou-se no Brasil que a busca pela estabilização da economia levou a adoção de um regime mais rígido (pegged), no início do Plano. Mas as crises financeiras dos países emergentes, ao longo da década de 1990, levaram a uma modificação da gestão cambial, favorecendo a adoção de um regime flutuante, no Brasil, em 1999.*

**Palavras-Chave:** Regimes Cambiais, Plano Real, Brasil.

### 1. Introdução

O comportamento da taxa de câmbio e a natureza dos regimes cambiais consistem, de acordo com PRESSER (2000, p. 22), em temas relevantes para qualquer país no capitalismo contemporâneo, tendo em vista que regulam as relações econômicas de um país com o resto do mundo, estabelecendo os preços relativos entre as produções domésticas e estrangeiras e determinando o quanto dos investimentos externos diretos e em carteira está denominado em moeda nacional. Dessa forma, a escolha do regime cambial tem sido muito discutida na literatura econômica, mesmo porque ainda não existe um consenso de como o regime cambial afeta o desempenho da economia, no que diz respeito ao crescimento, o emprego e a inflação.

Segundo ZINI JR. (1996, p. 109), denomina-se de regime cambial, no sentido jurídico, o conjunto de características decorrentes das normas, leis e práticas que regulamentam as transações com divisas estrangeiras na economia. Em termos econômicos, o regime cambial consiste na forma como é determinada a taxa de câmbio de um país, ou seja, se a taxa de câmbio é fixa, flutuante ou assume alguma variação entre essas duas (regimes intermediários).

Quando um país adota um regime cambial espera que este auxilie na estabilidade econômica, estimule o comércio e os investimentos estrangeiros, dê condições para gestão de políticas fiscal e monetária e, ainda, proteja a economia doméstica das perturbações decorrentes das finanças internacionais.

Além disso, pode-se dizer que o estabelecimento do regime cambial define os condicionantes que vão nortear os movimentos futuros da taxa de câmbio, variável esta que exerce grande impacto sobre as decisões de alocação de recursos e gastos na economia. Por conseguinte, de acordo com MARGARIDO e VASCONCELOS (2001, p. 2), o estabelecimento correto desse preço é imprescindível para a estabilidade e o crescimento de um país. Não obstante, o questionamento que se faz é se existe um regime cambial capaz de atingir tantos objetivos, seja fixando ou flexibilizando a taxa de câmbio (CANUTO e HOLLAND, 2000, p. 1).

Dessa forma, a escolha do regime cambial a ser adotado não se constitui em tarefa fácil, uma vez que cada opção disponível apresenta suas vantagens e desvantagens quanto ao

alcance dos objetivos propostos. Assim, dependendo do regime escolhido, as margens de manobra com relação à política fiscal e monetária tendem a ser reduzidas e, ainda, existe grande dúvida se os países conseguem escolher livremente os regimes cambiais.

Segundo FRANKEL (1999, p. 36), fatores econômicos, políticos e sociais influenciam e, muitas vezes, determinam essa escolha. Ademais, para MARGARIDO e VASCONCELOS (2000, p. 1), o grau de adequação de um regime cambial tende a se modificar no tempo e espaço em virtude das alterações nas condições estruturais e conjunturais da economia.

Diante disso, as economias desenvolvidas e em desenvolvimento adotaram ao longo da história diferentes regimes cambiais. Até por volta dos anos 1970, as discussões sobre o regime cambial mais apropriado girava em torno dos regimes cambiais fixo e flutuante, isto porque, a taxa de câmbio fixa foi adotada durante o Padrão-Ouro (1880 até a 1ª Guerra Mundial), bem como no período de vigência do Sistema de Bretton Woods (1947-1973). No período entre as Guerras, por sua vez, as taxas de câmbio se tornaram flutuantes. O regime de câmbio flutuante também foi a opção adotada com o término do Sistema de Bretton Woods pelos países desenvolvidos, como os Estados Unidos.

No entanto, em decorrência da grande volatilidade cambial verificada após 1973 juntamente com as dificuldades encontradas para manter a estabilidade monetária em um contexto de liberalização financeira, especialmente na década de 1980, as discussões sobre os regimes cambiais, de acordo com EDWARDS & SAVASTANO (1999, p. 5) passaram a incorporar os regimes intermediários, destacando-se dentre eles: o de bandas cambiais; o de flutuação suja, o de *crawling peg*; o de taxa de câmbio fixa, mas ajustável; o de *currency board* e o de dolarização plena. Cada um desses regimes apresenta características que os aproximam mais de um ou de outro dos regimes canônicos.

Isso porque o grande problema consiste em combinar a independência monetária e a elevada mobilidade do capital com um regime de câmbio fixo. A combinação desses três elementos é tratada na literatura econômica internacional como a tríade da impossibilidade, na qual só é possível combinar dois elementos de cada vez (CORDEN, 2001, p. 117).

Nos anos 1990, alguns eventos produziram o atual estágio de discussão sobre os regimes cambiais, dentre eles, as recorrentes crises financeiras nos países em desenvolvimento (no México em fins de 1994; na Malásia, Tailândia, Coreia, Indonésia e Filipinas, a partir de 1997; na Rússia em 1998 e o no Brasil, no início de 1999), que ocasionaram elevadas fugas de capitais, com um impacto significativo sobre as taxas de crescimento, de inflação e saúde financeira dos bancos e empresas. Essas crises evidenciaram a dificuldade encontrada pelas autoridades econômicas na gestão das suas políticas em um contexto de elevada mobilidade e volatilidade do capital e integração econômica entre as economias (MARGARIDO e VASCONCELOS, 2001, p. 3).

Nesse sentido, ainda conforme os mesmos autores, os organismos internacionais, governos e economistas têm modificado suas posições em relação à escolha dos regimes cambiais. Até a eclosão dessas crises financeiras, os regimes de bandas cambiais tinham uma boa aceitação por parte dos mesmos, pois a ancoragem combinava a credibilidade do regime de câmbio fixo com a flexibilidade do regime de câmbio flutuante, sendo muito utilizados por países em desenvolvimento da América Latina (como o Brasil) e Ásia, bem como na Rússia.

Desse modo, o posicionamento favorável com relação aos regimes cambiais intermediários se modificou dada a necessidade de se encontrar um regime de câmbio mais apropriado para minimizar os choques externos sobre as economias emergentes, diminuindo, por consequência, a vulnerabilidade externa dessas economias e possibilitando uma maior estabilidade para o Sistema Monetário Internacional, em um contexto de grande mobilidade de capital. Em decorrência disso, atualmente, a visão predominante enfatiza a utilização dos regimes cambiais extremos, ou seja, os *currency board* ou uniões monetárias ótimas, de um

lado, e os regimes flutuantes, com algum monitoramento, de outro (CORDEN, 2001, p. 116-117).

Diante dessa contextualização, este artigo tem por objetivo compreender as escolhas de regimes cambiais adotadas no Brasil, a partir do Plano Real, de forma a evidenciar os motivos que levaram a tais escolhas. Para tanto, este trabalho apresenta, além dessa introdução, mais três seções. Na próxima, buscar-se-á focar algumas evidências teóricas sobre aspectos positivos e negativos dos regimes cambiais utilizados no Brasil no referido período de tempo. Na terceira e quarta seções apresentar-se-á, respectivamente, as experiências dos regimes cambiais no Brasil após o Plano Real e as considerações finais.

## **2. Regimes de Taxas de Câmbio: Suas Vantagens e Desvantagens**

Como não existe um consenso de qual o regime cambial mais adequado a ser utilizado por um país em decorrência das vantagens e desvantagens apresentadas por cada um, cabe, nesse momento, realizar algumas considerações a esse respeito, observando que, em geral, a discussão está centrada, especialmente, no conflito entre credibilidade e flexibilidade.

Tendo em vista que o foco de análise desse artigo é a economia brasileira no período a partir do Plano Real, essa discussão teórica sobre os regimes de taxa de câmbio tratará apenas dos regimes canônicos (fixo e flutuante) e dos regimes intermediários de flutuação suja e de bandas cambiais.

### **a) Regime de Câmbio Fixo**

No regime de câmbio fixo, a taxa de câmbio nominal é fixada e a paridade deve ser mantida por meio da intervenção do Banco Central no mercado cambial, comprando ou vendendo moeda de acordo com as necessidades de ajustamento desse mercado. Se houver excesso de oferta (demanda) de divisas, o Banco Central intervém no mercado comprando (vendendo) divisas pela taxa fixada. Desse modo, a credibilidade desse sistema depende da capacidade de intervenção do Banco Central, via reservas internacionais disponíveis (ZINI JR., 1996, p. 119-120).

Assim, o regime de câmbio fixo tende a proporcionar horizontes mais estáveis à taxa de câmbio, uma vez que auxilia na estabilidade dos preços e expectativas, servindo como referência na tomada de decisões dos agentes e permitindo, por conseguinte, a elevação do comércio e dos investimentos internacionais. Desse modo, pela fixação da taxa de câmbio, o risco de incertezas ocasionadas pela alta variabilidade da taxa de câmbio tende ser eliminada (FRANKEL, 1999, p. 11).

Um segundo argumento a favor das taxas de câmbio fixas consiste na credibilidade desse sistema. Desse modo, para um país com altas taxas de inflação, essa credibilidade poderia ser repassada à política antiinflacionária, já que as autoridades monetárias estariam comprometidas com a manutenção da estabilidade cambial, subordinando as políticas fiscal e monetária a esse objetivo (MARGARIDO e VASCONCELOS, 2001, p. 4).

Ainda, segundo esses autores, no que diz respeito as desvantagens desse regime, pode-se destacar, primeiramente, a perda de independência da política monetária. Em outras palavras, as autoridades abdicam do poder de conduzir a política monetária, perdendo flexibilidade. Com isso, os ajustes a choques externos somente podem ser realizados mediante a queda de salários, custos e preços o que, por conseqüência, implica em uma redução nos níveis de produção e emprego.

Ademais, em um regime de taxas de câmbio fixas, a subordinação da política monetária ao objetivo de defender a paridade cambial, restringe a possibilidade das autoridades monetárias de emitir moeda para socorrer o sistema bancário em situações de dificuldades e de corridas dos depositantes para sacar seus recursos, limitando a função do banco central enquanto prestador de última instância. Dessa forma, os agentes ficam mais suscetíveis a qualquer rumor sobre a saúde financeira de uma instituição elevando as

possibilidades de ocorrência de crises bancárias (MARGARIDO E VASCONCELOS, 2001, p. 6).

### **b) Regime de Câmbio Flutuante**

Ao contrário do regime anterior, o regime de câmbio flutuante puro é aquele em que o Banco Central não intervém no mercado cambial. A taxa de câmbio é determinada pela oferta e demanda de moeda estrangeira. Desse modo, o Banco Central fica liberado de manter níveis de reservas internacionais elevadas (ZINI JR., 1996, p. 117; CORDEN, 2001, p. 109).

No entanto, a configuração desse regime se evidencia mais na teoria do que na prática, pois, normalmente, o que se verifica é um certo grau de monitoramento do câmbio na forma de intervenção direta no mercado cambial, por parte do Banco Central, visando assim evitar movimentos de alta volatilidade, no curto prazo, que podem comprometer determinados objetivos de política econômica, vigorando, na prática, um regime de flutuação administrada conhecido como flutuação suja. Nesse caso, o Banco Central não defende uma taxa de câmbio específica, mas intervém no mercado cambial (CORDEN, 2001, p. 110).

Segundo MARGARIDO e VASCONCELOS (2001, p. 7), o argumento clássico a favor do regime flutuante é que a política monetária teria flexibilidade (ganharia alguns graus de liberdade) para adotar outros objetivos que não o de defesa da paridade cambial, ou seja, a política monetária seria independente. Desse modo, às políticas monetárias e fiscais poderiam ser conduzidas com o intuito de atender objetivos domésticos de pleno emprego com estabilidade de preços, crescimento, distribuição equitativa da renda, dentre outros. E, ainda, a possibilidade de modificar o câmbio permite ao país melhores condições de defesa dos choques externos.

Um outro ponto a ser destacado é que a taxa de câmbio pode variar sem restrições, de modo que os choques de demanda podem ser esterilizados rapidamente e os desequilíbrios do Balanço de Pagamentos podem ser corrigidos mediante ajuste da taxa de câmbio. Ademais, os controles de capitais para a eficiência da política monetária não são necessários, o que possibilita ao Banco Central usar a taxa de juros para alcançar a estabilidade de preços, tendo em vista que a flutuação cambial é que efetua o equilíbrio externo (SEABRA, 1998, p. 204).

Não obstante, em contrapartida à flexibilidade atribuída aos regimes de taxas de câmbio flutuantes ter-se-ia a perda de credibilidade, já que a ausência de uma paridade cambial daria uma maior liberdade para os formuladores de políticas econômicas utilizarem os instrumentos fiscais e monetários de maneira menos criteriosa.

No entanto, VELASCO (2000) citado em MARGARIDO e VASCONCELOS (2001, p. 8) atesta que é possível adicionar credibilidade a um regime de câmbio flutuante desde que este seja acompanhado pela adoção de políticas e de instituições adequadas. Para tanto aponta alguns requisitos que devem ser atendidos. Primeiro, identificar e implementar uma âncora nominal alternativa à âncora propiciada pela taxa de câmbio nominal, a exemplo das tradicionais âncoras monetárias.

Segundo, definir o grau de intervenção do Banco Central no mercado cambial, uma vez que as flutuações excessivas das taxas de câmbio devem ser evitadas, em contextos de histórico macroeconômico não muito consistentes, pois impede a ancoragem de expectativas sobre as políticas monetárias e cambiais. Em mercados poucos desenvolvidos, isso dificulta e, em alguns casos, impossibilita o uso de *hedge* (proteção cambial) e, em sistemas submetidos a fracas regulações e supervisões bancárias, expõe empresas e bancos ao risco cambial (MUSSA *et al.* (2000), citado em MARGARIDO e VASCONCELOS, 2001, p. 9).

Estudos empíricos têm demonstrado que em regimes de câmbio flutuante a taxa de câmbio está sujeita a desalinhamentos e volatilidade que não podem ser explicadas pelos fundamentos macroeconômicos. Isso porque, não existe um acordo entre os agentes com relação aos valores fundamentais da paridade cambial, devido a existência da ação de especulativa desestabilizante e das expectativas dos agentes que transacionam no mercado

cambial e que também influenciam os preços das moedas. Dessa forma, muitos investidores podem formar suas expectativas considerando não apenas os fundamentos econômicos e comportando-se, por conseguinte, como agentes grafistas ou “caçadores de tendência” (MARGARIDO e VASCONCELOS, 2001, p. 9).

Diante disso, volta-se para a questão de como definir o grau de intervenção das autoridades monetárias no mercado cambial, já que existe grande dificuldade em se definir os fatores determinantes dos movimentos da taxa de câmbio, fatores esses que podem ser tanto de curto prazo quanto de longo prazo.

Por fim, um outro requisito sugerido por VELASCO (2000), citado em MARGARIDO e VASCONCELOS (2001, p. 9-10), diz respeito ao uso de políticas complementares como a adoção de controles sobre os fluxos de capitais, a eficiência dos sistemas de regulação e supervisão financeira e a melhoria do aparato que rege a política fiscal, no intuito de reduzir os níveis da dívida pública.

### **c) Regime de Bandas Cambiais**

No regime de bandas cambiais, de acordo com SILVA (2002, p. 7), se estabelece uma taxa de câmbio central (taxa de referência ou taxa de câmbio de equilíbrio fundamental) e determina-se um intervalo aceito de variação para cima e para baixo da mesma, no qual o Banco Central intervém no mercado cambial quando a taxa de câmbio se aproxima dos limites da banda, sinalizando aos agentes econômicos que a política cambial está sobre controle e deverá ser honrada. Enquanto a taxa de câmbio permanecer no intervalo estipulado, sua determinação segue o regime flutuante, mas atingidos os limites, o Banco Central atua como em um sistema de câmbio fixo.

Conforme ZINI JR. (1996, p. 122), a adoção de uma banda de flutuação visa introduzir uma flexibilidade na taxa de câmbio nominal que seja suficiente para responder às modificações nas condições externas e internas do país, ao mesmo tempo em que, deve informar ao mercado o valor da taxa de câmbio (taxa central da banda), de maneira a estabilizar as expectativas dos agentes econômicos. Ou seja, quando o governo estabelece um regime de banda cambial, ele está demonstrando sua disposição de sustentar os limites anunciados a partir da correção dos fundamentos econômicos (que determinam a taxa de câmbio de equilíbrio) de modo a evitar que a taxa de câmbio flutue além dos limites estabelecidos pela banda (SILVA, 2002, p. 7).

Um argumento favorável ao uso desse regime consiste no fato de que fornece uma âncora monetária e reduz a instabilidade e a volatilidade cambial, dado o compromisso de defesa da meta de câmbio estabelecida. Além disso, a variabilidade cambial é menor do que em um regime de câmbio flutuante. Contudo, esse regime deve ser compreendido como um regime de limites fixos, mas ajustáveis, de forma que os desalinhamentos da taxa de câmbio em relação a sua taxa de referência (equilíbrio) devem ser evitados, pelas autoridades monetárias, para que o regime tenha credibilidade (SEABRA, 1998, p. 220).

Dessa forma, ao estabelecer metas para o valor da taxa de câmbio, esse regime fornece aos agentes uma noção mais exata de como os fundamentos da economia devem se comportar ao longo do tempo, afinal a existência de desvios dos fundamentos de sua trajetória esperada, mesmo que não seja decorrente da condução de políticas internas, pode ocasionar uma crise monetária. Tendo em vista que os fundamentos econômicos também são influenciados por choques externos, este sistema apresenta uma certa fragilidade, pois a tentativa dos governos em resistir a essas pressões, deixando os limites serem atingidos, pode levar a crises que tornem inviável a manutenção de qualquer outro intervalo de flutuação (LOPES e MOURA, 2002, p. 6).

### **3. Experiências de Regimes Cambiais no Brasil após o Plano Real**

Nos anos 1980, as economias latino-americanas foram atingidas por um processo inflacionário crônico, com intensa instabilidade macroeconômica, originado pelo colapso do financiamento externo e pela crise fiscal que se manifestaram à medida que os programas de ajustamento a essa nova conjuntura passaram a ser implementados nesses países. Desse modo, em um contexto de economias fechadas e de baixos influxos de capitais estrangeiros, decorrente da redução do acesso ao crédito externo, esses países apresentaram dificuldades crescentes para ajustar suas contas de comércio (BELLUZZO, 1999, p. 80; HOLLAND e CANUTO, 2004, p. 3).

Isso não foi diferente para o Brasil. Dessa maneira, na tentativa de controlar e estabilizar os preços da economia se adotou, na década de 1980 e início dos anos 1990, no país, vários planos de estabilização, mas estes não apresentaram resultados satisfatórios para romper com a inércia inflacionária (CARDOSO, 2001, p. 149).

Em maio de 1993, Fernando Henrique Cardoso assumiu o Ministério da Fazenda e, com o objetivo de combater a inflação, deu início a implementação do Plano Real. Segundo ZINI JR. (1996, p. 125), o Plano Real foi uma tentativa de romper com a inércia inflacionária sem o uso de controles de preços e salários. A âncora utilizada, nesse caso, foi a estabilização da taxa de câmbio nominal, com o intuito de promover a recuperação da confiança na moeda nacional atrelando-a ao valor da moeda de um outro país (dólar) que apresentasse uma taxa de inflação baixa e, por consequência, credibilidade (BELLUZZO, 1999, p. 84; CORDEN, 2001, p. 104).

Para tanto, o programa de estabilização, de acordo com CARDOSO (2001, p. 150), operou em três fases, a saber: rápido ajuste fiscal, reforma monetária e a utilização da taxa de câmbio como âncora nominal.

Na primeira fase, em janeiro de 1994, o governo aprovou um plano de ajuste fiscal caracterizado pela redução nos gastos e pela criação de um Fundo Social de Emergência para, com isso, reforçar a disciplina fiscal. Como os planos de estabilização anteriores fracassaram em decorrência da falta de ajuste nas contas públicas, era importante, naquele momento, estabelecer a credibilidade fiscal e reverter as expectativas de que o governo se financiaria por meios inflacionários (BATISTA JR., 1996, p. 142).

A segunda fase iniciou-se em 1º de março de 1994 com o processo de desindexação dos preços, salários, aluguéis, câmbio, impostos e ativos financeiros através da criação da Unidade Real de Valor (URV), ao mesmo tempo em que o Cruzeiro Real continuou em circulação. Nesse período, como o Cruzeiro Real e a URV sofriam uma desvalorização muito próxima em relação ao dólar, os preços e os contratos passaram a ser estabelecidos, implicitamente, em dólar (CARDOSO, 2001, p. 150-151).

Ainda, segundo a autora, na terceira fase, iniciada em 1º de julho de 1994, foi lançada uma nova moeda, o Real. Esta moeda foi usada para a conversão de todos os contratos expressos em URV à razão de um para um. Naquele momento, o cruzeiro real deixara de existir sendo convertido de CR\$ 2.750 para R\$ 1 (um real sendo igual a uma URV). Assim, a paridade máxima anunciada, oficialmente, entre o real e o dólar foi de R\$1 = US\$1.

No entanto, apesar do Banco Central ter anunciado que venderia dólares a um real, deixou a taxa de compra flutuar livremente no mercado, não mantendo a paridade estipulada, inicialmente. Passava a vigorar, assim, um sistema de banda informal com o estabelecimento, por parte do Banco Central, apenas do limite superior (um real igual a um dólar), não fixando o limite inferior (ZINI JR., 1996, p. 126; SILVA, 2002, p. 6).

Dessa forma, entre julho e setembro de 1994, o Banco Central não efetuou intervenções no mercado cambial e a taxa de câmbio apresentou uma apreciação, se reduzindo para R\$ 0,85, em setembro. Considerando que a valorização da moeda promoveu uma elevação das importações e ocasionou um desequilíbrio na balança comercial, o Banco Central realizou sua primeira intervenção no mercado, em outubro, anunciando,

informalmente, que compraria dólares a uma taxa mínima de 0,82 R\$/US\$ e venderia a uma taxa máxima de 0,86 R\$/US\$, caracterizando um sistema informal de bandas cambiais (SILVA, 2002, p. 6).

A autora, ainda, acrescenta que, somente em março de 1995, diante do quadro de instabilidade no mercado internacional de capitais, o Banco Central formalizou a utilização do sistema de bandas cambiais, com limites de flutuação entre 0,86 R\$/US\$ e 0,90 R\$/US\$. Não obstante, embora o governo estivesse compromissado com a garantia do valor da taxa de câmbio dentro dos limites da banda estabelecida, deixou claro que tais limites poderiam ser revistos, periodicamente, e foi o que de fato ocorreu. De 1995 a 1999, pelo menos em cinco ocasiões, estes limites foram revistos (LOPES e MOURA, 2002, p. 7).

Contudo, de acordo com LOPES e MOURA (2002, p. 7), mesmo com a disposição das autoridades monetárias em reajustar os limites de flutuação, não foi suficiente para garantir a sobrevivência do sistema de modo que, em 1999, o regime entrou em colapso e o governo passou a adotar um regime de câmbio flutuante.

Diante disso, torna-se relevante tecer algumas considerações a respeito dos fatores condicionantes dessa mudança na condução da política cambial, que culminou com a eliminação da âncora cambial, em 1999. Primeiro, a adoção de um regime de câmbio mais rígido (*pegged*), buscando o controle da inflação e a recuperação do padrão monetário doméstico, valorizou a taxa de câmbio e produziu, juntamente com a abertura do mercado interno às importações, um desequilíbrio nas transações correntes. Para financiar esse déficit o governo utilizou-se de capitais externos, que nesse momento eram abundantes (BATISTA JR., 1999, p. 98; HOLLAND e CANUTO, 2004, p. 12).

Segundo HOLLAND e CANUTO (2004, p. 14), além do excesso de liquidez internacional, condicionantes internos também influenciaram a entrada desse capital no país, como a taxa de juros reais elevada, acima das taxas praticadas no mercado internacional, a redução da inflação e o processo de privatizações de empresas. Apesar de grande parte desse influxo de capital ser de curto prazo (especulativo), possibilitou ao governo financiar o déficit em conta corrente e elevar os níveis de reservas cambiais, importantes para a gestão da política monetária sob um regime de câmbio mais rígido.

Com a crise do México, no final de 1994, os fluxos de capitais para o Brasil se reduziram, dada a crença dos investidores especulativos de que essa crise afetaria todos dos mercados emergentes, sendo insuficientes os recursos disponíveis para financiar o déficit em transações correntes (CARDOSO, 2001, p. 160).

Para fazer frente a essa nova situação, o governo adotou uma medida de contração de demanda interna, por meio da restrição ao crédito e elevação das taxas de juros. A primeira medida visava conter o nível de importações e a segunda, frear a saída de capitais. Mas, a alta dos juros também elevou o custo da dívida pública e a inadimplência de empresas e pessoas físicas, demonstrando a fragilidade da economia para efetuar ajustamentos aos choques externos (BATISTA JR., 1996, p. 103).

A tendência ao desequilíbrio externo também trouxe momentos de grande turbulência para economia brasileira com as crises do Leste Asiático (1997) e da Rússia (1998). O pânico ocasionado pela crise da Ásia durou menos tempo. Contudo, a desvalorização da moeda russa e, por consequência, a inadimplência internacional daquele país, promoveu uma grande fuga de capitais do Brasil, reduzindo as reservas internacionais, em um montante de US\$ 30 bilhões (CARDOSO, 2001, p. 161). Com isso, apesar do programa de apoio do FMI para diminuir a vulnerabilidade externa brasileira, o governo não conseguiu manter o regime de bandas cambiais, obrigando-se a adotar um regime de câmbio flutuante, a partir de janeiro de 1999.

#### **4. Considerações Finais**

Com base na discussão sobre as escolhas dos regimes cambiais no Brasil, a partir do Plano Real, foi possível evidenciar que a escolha de um regime mais rígido (bandas cambiais) foi condicionada pela pretensão de conter o processo inflacionário, por meio do estabelecimento de uma âncora cambial. Os preços da economia se estabilizaram, no entanto, a supervalorização da moeda doméstica provocou insustentáveis déficits em transações correntes. Para corrigir esse desequilíbrio, as autoridades econômicas estimularam a entrada de capitais externos (principalmente, de curto prazo), com elevadas taxas de juros reais que, por sua vez, ocasionaram o agravamento do déficit público.

Ademais, as freqüentes crises financeiras nos países emergentes, ao longo da década de 1990, evidenciaram as dificuldades, enfrentadas pelas autoridades econômicas brasileiras, para reduzir a vulnerabilidade externa, decorrente da valorização da moeda e da forte dependência do capital externo, em um contexto de elevada mobilidade de capital, induzindo a volta do uso do regime de câmbio flutuante em 1999.

### 5. Referências Bibliográficas

- BATISTA JR., Paulo N. O Brasil depois do Plano Real. **Economia Aplicada**, V.3, N. Especial, p. 95-107, 1999.
- BATISTA JR., Paulo N. O Plano Real à luz da experiência mexicana e Argentina. **Estudos Avançados**, São Paulo, V.10, N.28, p. 129-180, set./dez. 1996.
- BELLUZZO, Luiz G. Plano Real: do sucesso ao impasse. **Economia Aplicada**, V.3, N. Especial, p. 79-93, 1999.
- CANUTO, Otaviano e HOLLAND, Márcio. Flutuações Cambiais, Estratégias de Políticas Monetárias e Metas de Inflação. **Texto para Discussão IE/UFU**, N.4, Uberlândia, 2000.
- CARDOSO, Eliana. A crise monetária no Brasil: migrando da âncora cambial para o regime flexível. **Revista de Economia Política**, V. 21, N. 3 (83), julho/setembro 2001.
- CORDEN, W. MAX. Regimes e políticas cambiais: uma visão geral. **Revista de Economia Política**, V. 21, N. 3 (83), julho/setembro 2001.
- EDWARDS, Sebastian & SAVASTANO, Miguel A. Exchange rates in emerging economies: What do we know? What do we need to Know?. **NBER Working Paper**, N.7228, julho, 1999.
- FRANKEL, Jeffrey A. No single currency regime is right for all countries or at all times. **NBER Working Paper**, N.7338, setembro, 1999.
- HOLLAND, Márcio e CANUTO, Otaviano. Ajustamento Externo e Regimes de Taxa de Câmbio na América Latina. Documento da web: <http://ocanuto.sites.uol.com.br/textos>. Acessado: março/2004.
- LOPES, Carlos M. e MOURA, João G. Mudanças cambiais na primeira fase do Plano Real. **VII Encontro Nacional de Economia Política**. Período de 28 a 31 de março de 2002.
- MARGARIDO, Sérgio P. e VASCONCELOS, Marcos R. Algumas considerações sobre a escolha de regimes cambiais na América Latina. **VI Encontro Nacional de Economia Política**. Período de 12 a 15 de junho de 2001.
- PRESSER, Mário F. Políticas macroeconômicas e regimes cambiais: uma resenha crítica da contribuição do mainstream na década de 80. **Economia e Sociedade**, Campinas, (14): 21-66, jun. 2000.
- SEABRA, F. O modelo de bandas cambiais e a variabilidade da taxa de câmbio. **Estudos Econômicos**, São Paulo, V.28, N.2, p. 199-224, abr./jun. 1998.
- SILVA, Maria L. F. Plano Real e âncora cambial. **Revista de Economia Política**, V.22, N.3 (87), julho-setembro 2002.
- ZINI JR., Álvaro A. Política cambial com liberdade ao câmbio. In: BAUMANN, Renato (org.). **O Brasil e a Economia Global**. Rio de Janeiro: Campus: SOBEET, p. 109-131, 1996.