

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC  
CENTRO SÓCIO – ECONÔMICO  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**UM ESTUDO SOBRE A EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO DO  
BRASIL E ARGENTINA DESDE A ADOÇÃO DO REGIME DE  
CÂMBIO ADMINISTRADO**

**LÍBER ALVES SAN MARTIN**

**Florianópolis, 2009**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC  
CENTRO SÓCIO – ECONÔMICO  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**UM ESTUDO SOBRE A EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO DO  
BRASIL E ARGENTINA DESDE A ADOÇÃO DO REGIME DE  
CÂMBIO ADMINISTRADO**

Monografia submetida ao Departamento de  
Ciências Econômicas da Universidade Federal  
de Santa Catarina como requisito obrigatório para  
a conclusão do curso de Ciências Econômicas.

Por: Líber Alves San Martín

Orientador: Prof. Dr. Jaime César Coelho

Área de pesquisa: Política Cambial

Palavras-chaves: 1. Brasil  
2. Argentina  
3. Política Monetária  
4. Política Cambial

**Florianópolis, 2009**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC**  
**CENTRO SÓCIO – ECONÔMICO**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A Banca examinadora resolveu atribuir a nota \_ \_ \_ \_ para o aluno Líber Alves San Martin, matrícula 0410745-4, na Disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca examinadora:

---

Professor Jaime César Coelho  
Presidente

---

Professora Patrícia Fonseca Ferreira Arienti  
Membro

---

Professora Vivian Garrido Moreira da Silva  
Membro

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a minha mãe por todo o amor e esforço dedicado a mim, assim como pelas virtudes da persistência e trabalho que despertam em mim um grande orgulho.

Ao meu pai pelo seu amor, interesse em meus assuntos e todas as qualidades em que me inspiro.

Ao meu irmão por estar sempre disposto a me ouvir e aconselhar.

## **RESUMO**

SAN MARTIN, Líber Alves. Um Estudo sobre a Evolução da Taxa de Câmbio desde a adoção do Regime de Câmbio Administrado. 2009. 48 páginas. Ciências Econômicas. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.

A taxa de câmbio é um dos preços relativos mais importantes de uma economia. Entender os motivos de sua trajetória ao longo dos anos implica conhecer, em cada momento, um vasto número de fatores e inter-relações que interferiram no seu curso e na economia como um todo. O objetivo desta monografia é descrever o curso da taxa de câmbio das moedas brasileira e argentina em relação ao dólar americano, descrevendo os fatores estruturais que influenciaram sua tendência, assim como os motivos da adoção e esgotamento dos regimes cambiais que se sucederam desde o combate à hiperinflação.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Taxa de Câmbio Real/Dólar – Nov.1998 a Nov.2002 .....	30
Gráfico 2: Taxa de Câmbio Peso/Dólar – Jan.2002 a Jun.2008 .....	32
Gráfico 3: Valor Exportado e Arrecadação via Tributos sobre a Exportação – 2003 a 2007...34	
Gráfico 4: Taxa Selic diária - Dez.1998 a Maio 2008 .....	38
Gráfico 5: Taxa de Câmbio Real/Dólar – Nov.1998 a Jun.2008 .....	39
Gráfico 6: Índice de Preço Geral das <i>Commodities</i> – Jan.2002 a Jun.2008 .....	40
Gráfico 7: Saldo Anual FOB da Balança Comercial – 2002 a 2008 .....	41

## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1: PIB, Taxa de Desemprego, Saldo em Conta Corrente e Índice de Preços ao Consumidor na Argentina de 1992 a 2002 .....	23
Tabela 2: Dívida Líquida do Setor Público - (%PIB) - Brasil – 1994 a 1999 .....	26
Tabela 3: Balança Comercial e Investimento Externo Direto no Brasil – 1990 a 1999 .....	27

## SUMÁRIO

CAPÍTULO I – Introdução .....	9
1 Tema.....	9
1.1 Objetivos .....	10
1.1.1 Objetivo Geral.....	10
1.1.2 Objetivos Específicos.....	10
1.2 Metodologia .....	10
CAPÍTULO II – Referencial Teórico.....	12
2 Regimes Cambiais.....	12
2.1 Regime de Câmbio Flexível .....	12
2.2 Regime de Câmbio Fixo.....	13
2.3 Regimes Intermediários.....	15
CAPÍTULO III – A Evolução da Taxa de Câmbio do Brasil e da Argentina desde a Adoção da Âncora Cambial.....	17
3.1 Argentina: do Plano de Conversibilidade ao Câmbio Flexível.....	18
3.2 Brasil: do Plano Real ao Câmbio Flutuante.....	24
3.3 Argentina: Estabilização e Política Cambial após o fim do Plano de Conversibilidade.....	30
3.4 Brasil: Estabilização e Trajetória da Taxa de Câmbio no Regime de Câmbio Flutuante...35	
CAPÍTULO IV – Considerações Finais .....	44
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	46



# CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO

## 1 Tema

A taxa de câmbio é um dos preços relativos mais importantes de uma economia e a tendência que esta assume é um fator-chave para os agentes econômicos e influencia praticamente a todos: ao governo, por afetar as decisões de política econômica; às empresas, por interferir no foco das estratégias empresariais e na lucratividade; e às famílias, na medida em que afeta o poder de compra. Por isso, o assunto desta pesquisa é de interesse não só aos que analisam as políticas monetárias e cambiais das maiores economias do MERCOSUL, como também ao público que tem, em alguma medida, sua renda vinculada ao dólar ou ao poder de compra da moeda argentina.

A pesquisa procura explicar a evolução da taxa de câmbio do Brasil e da Argentina a partir da adoção do regime de câmbio administrado, como forma de âncora para combater a hiperinflação, até o atual regime de câmbio flutuante. Para isso, primeiramente é descrito o contexto que levou estes países a adotarem, em determinado momento histórico, um regime de câmbio administrado. Em seguida, se apresentam as peculiaridades de cada regime e se esboça como operaram. Na seqüência, são revisados os fatores econômicos e sociais que culminaram no esgotamento do regime de câmbio administrado e se apresenta o processo da transição para o regime de câmbio flutuante, assim como a forma que foi levada a cabo a estabilização após a disparada da taxa de câmbio. Por fim, apresentam-se as principais causas do recente curso da taxa de câmbio nos dois países. Nesse sentido, além de serem estudadas as variáveis endógenas que afetaram a taxa de câmbio, são tratadas variáveis exógenas a esses países, como o temperamento dos agentes dos mercados financeiros internacionais quanto à situação econômica desses países, e os resultados para a Argentina e Brasil das decisões de política econômica norte-americanas.

## **1.1 Objetivos**

### **1.1.1 Objetivo Geral**

Analisar os fatores estruturais que ditaram a trajetória da taxa de câmbio no Brasil e na Argentina após a adoção do regime de câmbio flutuante e estudar os motivos desta transição.

### **1.1.2 Objetivos Específicos**

- Apresentar uma revisão teórica sobre regimes cambiais
- Descrever o regime de câmbio administrado e os motivos que levaram ao esgotamento destes no Brasil
- Descrever o regime de câmbio administrado e os motivos que levaram ao esgotamento deste na Argentina
- Dissertar sobre os principais fatores econômicos e políticos que vêm influenciando o curso da taxa de câmbio nestes países

## **1.2 Metodologia**

O trabalho proposto será realizado através de um levantamento bibliográfico sobre regimes cambiais e crises cambiais no Brasil e na Argentina com base em livros, artigos e fontes eletrônicas publicadas sobre o tema.

Quanto à caracterização do estudo o objetivo da pesquisa é descritivo, realizado tanto através de uma revisão bibliográfica e pesquisa documental, quanto pela coleta de dados secundários, apresentação e interpretação de dados quantitativos provenientes de sites dos Bancos Centrais e outras instituições governamentais brasileiras e argentinas.

No que se refere ao conteúdo, neste primeiro capítulo tem-se a problemática, objetivos e a metodologia a ser usada no trabalho.

O segundo capítulo apresenta uma revisão teórica sobre regimes cambiais, explicando o que são e apresentando o funcionamento e operacionalização daqueles regimes que importam ao trabalho.

No terceiro capítulo é descrito o contexto que levaram o Brasil e a Argentina a adotarem, em determinado momento histórico, um regime de câmbio administrado. Em seguida, se apresentam as peculiaridades de cada regime e se esboça como operaram. Na seqüência, são revisados os fatores econômicos e sociais que caracterizaram o esgotamento do regime de câmbio administrado e se apresenta o processo da transição para o regime de câmbio flutuante, assim como a forma que foi levada a cabo a estabilização após a disparada da taxa de câmbio. Por fim, discorre-se sobre as principais causas do recente curso da taxa de câmbio nos dois países.

Por fim, na última parte, são apresentadas as considerações finais sobre o trabalho.

## CAPÍTULO II - REFERENCIAL TEÓRICO

### 2 Regimes Cambiais

Conforme Cardim (2000, p.409) um regime cambial é definido, fundamentalmente pela regra estabelecida para a formação da taxa de câmbio. De um modo geral, podemos reconhecer dois tipos básicos de regime cambial: o de flutuação pura ou taxas flexíveis e o de taxas fixas. No primeiro caso, o preço da moeda estrangeira (taxa de câmbio) é determinado pelo mercado, da mesma forma que o preço de uma mercadoria qualquer; no segundo caso, a fixação da taxa de câmbio é administrada pelas autoridades monetárias (Banco Central). Mas entre estes dois opostos estão os regimes de câmbio intermediários. O que estabelece o limite entre os regimes intermediários e os de taxas flutuantes é a existência de metas explícitas para a taxa de câmbio. Desta maneira, embora haja intervenções esporádicas das autoridades monetárias no mercado cambial, se não forem perseguidas taxas determinadas *a priori* e anunciadas ao público, o regime deve ser classificado como flutuante. Já para diferenciar os regimes intermediários daqueles de taxas fixas, o critério utilizado é a existência ou não de um compromisso institucional com a taxa de câmbio almejada, por exemplo uma lei (CONTI & VALENTE, 2008).

#### 2.1 Regime de Câmbio Flexível

O regime de câmbio flexível é caracterizado pelo fato de que a taxa de câmbio é determinada pelas forças do mercado. Cabe notar que as condições sobre as quais se dão, geralmente, a compra e venda de divisas fazem com que o mercado de câmbio se aproxime do modelo de *concorrência perfeita*: o produto é homogêneo; os ofertantes e demandantes são em geral em número suficiente para que nenhum deles tenha, individualmente, poder de influir na determinação do preço; e os agentes envolvidos geralmente dispõem de informações sobre as condições vigentes no mercado.

Assim, a determinação da taxa de câmbio se fará pela interação da oferta e demanda de divisas. Portanto, um desequilíbrio incipiente no mercado de câmbio, causado, por exemplo, por um aumento na demanda por divisas, é resolvido naturalmente através de uma elevação da taxa de câmbio o que restabelece o equilíbrio nas transações externas,

estimulando as exportações e desestimulando as importações, sem necessidade de intervenção do Banco Central.

Portanto, de certa forma, num regime de flutuação pura não há um desequilíbrio do balanço de pagamentos, pois o mercado cambial não afeta o nível de reservas. Por outro lado, a livre flutuação da relação entre as moedas pode causar muita volatilidade na taxa de câmbio, como a desvalorização do real ocorrida na segunda metade de 2002 frente à perspectiva de eleição de Lula. A desvalorização da taxa de câmbio tem consequência direta no curto prazo no aumento da inflação, devido ao aumento dos preços dos produtos importados, e sobre a lucratividade de investimentos (Cardim, 2000).

Por fim, resta diferenciar o regime de flutuação suja do regime de flutuação livre. Neste, a taxa de câmbio é determinada exclusivamente pelo mercado. O objetivo é a autorregulação baseada na crença de que a taxa de câmbio é a variável de ajuste que garante o equilíbrio do balanço de pagamentos. No regime de flutuação suja (*dirty float*), por sua vez, o mercado cambial não está livre da intervenção do governo, já que o Banco Central realiza eventuais transações financeiras com o intuito de influenciar as taxas de câmbio e conter oscilações bruscas.

## 2.2 Regime de Câmbio Fixo

Um regime de câmbio fixo é aquele em que é estabelecida, através de uma decisão do governo ou uma lei, uma taxa de câmbio fixa, cabendo à autoridade monetária ofertar e demandar divisas para equilibrar o mercado no nível da taxa estabelecida. Para desempenhar este papel o Banco Central deve possuir um estoque suficiente de reservas em moeda estrangeira. Se, por acaso, a taxa de câmbio de equilíbrio (aquela que operaria em um mercado de flutuação perfeita) se elevar, por exemplo, através do ingresso de divisas provenientes do aumento contínuo do preço dos produtos exportadas por um país, e se manter de forma persistente abaixo da taxa fixada, o Banco Central não poderia absorver indefinidamente os excessos de oferta de divisas, acumulando reservas, pois para isso o Banco Central teria que injetar continuamente moeda nacional na economia (já que o Banco Central compra as divisas com moeda nacional), e esse aumento na oferta de moeda traria pressões inflacionárias.

Portanto, não há automatismos em um regime de câmbio fixo e o governo precisa tomar providências. Em uma situação de excesso de demanda por divisas, por exemplo, o

governo poderá aumentar a taxa de juros interna, a fim de atrair capitais externos, aumentando a oferta de moeda estrangeira. Esse aumento de juros poderá, por outro lado, ter efeitos negativos internamente, encarecendo o crédito e inibindo o investimento.

Um dos motivos para a adoção de um regime de taxa de câmbio fixa (ou quase fixa) é a busca de estabilidade nos preços, em casos de processos inflacionários persistentes. A fixação do preço do dólar pode funcionar como uma espécie de “âncora” para os preços em geral, num programa antiinflacionário. Isso seria mais eficaz no caso em que a taxa que for fixada favoreça a expansão de importações, o que contribui para controlar os preços, internamente. Uma “âncora” desse tipo foi adotada na Argentina, na década de 1990, quando se estabeleceu uma paridade fixa para o peso, que passou a valer 1 dólar; e, com menos rigidez, no Brasil, de 1994 a 1999, como parte do Plano Real.

Segundo explica Cardim (2000), o regime cambial vigente na Argentina entre 1991 e 2002 foi um tipo de regime de câmbio fixo chamado *currency board* (conselho da moeda). O autor identifica três principais regras que caracterizam os regimes baseados em *currency boards*: a paridade fixa entre a moeda nacional e uma moeda estrangeira, a constituição prévia de um estoque de divisas e a determinação de que o Banco Central só pode emitir moedas para comprar reservas internacionais (o que garante a manutenção do lastro). O objetivo principal para a adoção do *currency board* é importar a credibilidade de uma moeda que serve de âncora para a estabilidade dos preços domésticos. Por um lado, essa convertibilidade num regime de *currency board* amarra os impulsos expansionistas do governo e limita os efeitos deletérios sobre os preços de uma virtual emissão monetária excessiva. Por outro, um dos maiores inconvenientes do regime de conselho da moeda é que o governo perde importantes graus de liberdade na execução da política econômica, na medida em que deve abrir mão do exercício de políticas monetária e cambial independentes. No que tange a política monetária, se a perda da autonomia impede erros e manejos inadequados - o que confere credibilidade à moeda e permite redução dos juros-, também impede o bom manejo dos instrumentos monetários como meio de estabilizar os ciclos econômicos. No que diz respeito à política cambial, ancorar a moeda doméstica no dólar, por meio de uma paridade fixa, significa simultaneamente ter uma taxa de câmbio que flutua conjuntamente com a moeda-âncora frente às demais unidades monetárias. Havendo heterogeneidade estrutural e assincronia de movimentos cíclicos, a moeda ancorada pode ser levada a uma apreciação ou desvalorização em função da realidade da economia-âncora, mas em conflito com as suas próprias necessidades. Como exemplo disto, Cardim (2000, p.416) cita o caso do peso argentino, que por estar atrelado ao dólar, sofreu uma forte apreciação frente às principais moedas européias

e ao iene nos anos de 1998-99, precisamente quando a Argentina estava sofrendo com elevados déficits comerciais, que exigiam a desvalorização cambial como mecanismo de correção.

Vale citar também os casos extremos de câmbio fixo – uniões monetárias e dolarização – que representam no fundo a própria abolição da taxa de câmbio entre os países envolvidos. A principal diferença entre estes regimes é o caráter unilateral da dolarização, ao passo que a união monetária é fruto de um acordo entre diferentes países, que definem para si uma moeda única.

## 2.3 Regimes Intermediários

Hoje em dia, muitos países adotam um regime cambial que procura reunir as vantagens dos sistemas de taxa flexível e de taxa fixa (ou evitar as desvantagens de ambos). Um deles é o sistema de minidesvalorizações, conhecido internacionalmente pela expressão *crawling peg*. Este sistema foi muito usado por países com inflação alta, entre os quais o Brasil, constituindo um método para tentar compatibilizar a convivência com a inflação e a manutenção da competitividade da produção doméstica em relação ao resto do mundo. Neste sistema, uma alta nos preços domésticos deve ser compensada por uma elevação equivalente na taxa de câmbio, via atuação da autoridade monetária, para manter a taxa de câmbio real e impedir que os produtos domésticos se tornem mais caros, preservando a competitividade externa da economia.

Por trás de um sistema formal de minidesvalorizações periódicas, pode haver dois tipos distintos de política cambial segundo Cardim (2000, p.422): o de minidesvalorizações passivas, em que as mudanças na taxa de câmbio refletem passivamente a inflação passada, onde o objetivo da política é apenas acomodar o câmbio para manter a competitividade externa da economia; e o de minidesvalorizações ativas, em que as variações da taxa de câmbio em geral se dão por magnitudes constantes, desvinculadas da inflação passada. Esta política procura usar a taxa de câmbio como uma “âncora” para a estabilização progressiva dos preços domésticos. Cabe notar que o regime de minidesvalorizações assemelha-se mais a um regime de câmbio fixo do que a um regime de taxa flexível. Isto porque é o Banco Central quem fixa a taxa de câmbio, e se obriga a comprar e vender divisas para manter o nível fixado. Portanto, subordinação da taxa de juros à taxa de câmbio é comum ao regime de paridade fixa. Além disso, têm a característica do sistema e taxa de câmbio flexível em que o

câmbio (e não só a taxa de juros) funciona como mecanismo de correção de desequilíbrios externos.

Outro sistema intermediário, mais flexível que o *crawling peg* é o sistema de bandas de flutuação, que é um sistema misto entre os dois extremos. Neste regime há uma paridade central e um intervalo de flutuação em que o Banco Central só interfere no mercado cambial quando a taxa de câmbio atinge as extremidades da banda.

Ainda mais próximo da flutuação livre da taxa de câmbio consiste a instituição de zonas-alvo (termo oriundo do inglês *target-zone*), onde há um intervalo de flutuação sem limites rígidos, e normalmente não anunciados. Por último, o regime de flutuação administrada ou *flutuação suja*, sem metas, surge no caso de o governo deixar de ter qualquer pretensão em interferir na flutuação da taxa de câmbio e só atuar no mercado de câmbio para evitar a volatilidade excessiva desta. Conforme Cardim (2000, p.423),

“A diferença básica entre os proponentes de zonas-alvo e da flutuação suja sem metas é que os primeiros consideram que o regime de câmbio flutuante produz não apenas muita volatilidade, mas também desalinhamentos prolongados ou mesmo permanentes da taxa de câmbio, o que justificaria a intervenção do banco Central no mercado de câmbio para influir sobre o nível da taxa de câmbio”



## **CAPÍTULO III - A EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO DO BRASIL E DA ARGENTINA DESDE A ADOÇÃO DA ÂNCORA CAMBIAL**

A maioria dos países latino-americanos foi marcada, durante as décadas de 1980 e 1990 por uma crise inflacionária e de balanço de pagamentos.

A disparada na taxa de inflação na década de 1980 está relacionada à crise da dívida externa. Esta tem como pano de fundo o aumento brusco do preço do petróleo e a elevação das taxas de juros internacionais no final de 1970. Estes fatores contribuíram para a elevação dos preços internos e para o desequilíbrio nas contas externas. O aumento do serviço da dívida e a escassez de financiamentos externos, provocados pela alta taxa de juros ocorrida no início dos anos 1980 obrigaram muitos países latino-americanos a financiar seus déficits por meio da emissão de títulos públicos e da impressão de papel moeda. Como resultado, países como Brasil e Argentina sofreram com taxas de inflação muito altas durante a década de 1980. A partir de meados da década, estes países começaram a implementar planos de estabilização a fim de reduzir a inflação e o desequilíbrio externo (Ilha & Rubin, 2001).

Os instrumentos ortodoxos mostraram-se insuficientes no combate à inflação, que passou a ser classificada como eminentemente do tipo inercial dado o alto nível de indexação que caracterizava essas economias. A partir desse momento os governos passaram a utilizar instrumentos de política econômica heterodoxas como tabelamento de preços e de salários, que, embora fossem adequados para conter o fator inercial da inflação, não foram adequadamente complementados por outros instrumentos importantes (política cambial, monetária e fiscal), fazendo com que a inflação se reduzisse no início dos planos, mas logo retomasse a trajetória de alta. Depois das experiências insatisfatórias de políticas heterodoxas do Plano Austral na Argentina e dos Planos Cruzado e Collor no Brasil, iniciaram-se na década de 1990, planos de estabilização baseados na administração da taxa de câmbio, o Plano de Conversibilidade, em abril de 1991, na Argentina, e o Plano Real, em julho de 1994, no Brasil.

### 3.1 Argentina: do Plano de Conversibilidade ao Câmbio Flexível

Como citado anteriormente, o plano de conversibilidade adotado na Argentina foi inspirado no regime de *currency board*. Este regime tem sua origem no século XIX concebido pela Inglaterra e outras metrópoles europeias para suas colônias na África, Ásia e Caribe (WALTERS, 1989 *apud* BATISTA JR, 2002). Este sistema possui três pilares fundamentais:

- a fixação da taxa de câmbio da moeda nacional em relação a alguma moeda de credibilidade internacional;
- a plena conversibilidade entre a moeda âncora e a ancorada;
- a definição de um “lastro” para a moeda nacional (o que subordina a emissão de moeda ao ingresso de reservas internacionais).

Com Plano de conversibilidade o peso argentino permaneceria, por força de lei, atrelado ao dólar na paridade de um para um. O Plano buscava recuperar a confiança do mercado impondo uma limitação legal ao governo, que se encontrava desacreditado por utilizar a política monetária e cambial sem restrições. Conforme expõe EICHENGREEN (2000, p.239): “a razão para adotar um ‘currency board’,... reflete uma decisão de sacrificar a flexibilidade em troca da credibilidade” . Esta última passa a ser “importada” de uma moeda forte, como o dólar. Assim, o governo recupera sua credibilidade, pois

“...a adoção da conversibilidade livre afirma em alto e bom som a confiança do Banco Central em sua política. É como se o Banco Central dissesse: tenho tanta confiança no sucesso da política que permito desde agora quem quiser comprar o quanto quiser à taxa fixa ou pré-anunciada porque sempre haverá reservas suficientes. Uma estratégia ousada (plena conversibilidade) pode ser recebida com algum ceticismo mas uma estratégia prudente tende a ser vista com descrédito. Pois se o criador não confia em sua própria criatura, por que deveria o mercado fazê-lo? É pelo mecanismo de formação de expectativas que a livre conversibilidade, ao invés de fragilizar, serviu na verdade para aumentar a credibilidade da âncora cambial em alguns capítulos da história monetária latino-americana.” Arida (2003, p.138)

Devido à fixação da taxa de câmbio de um para um em relação ao dólar e ao lastro da emissão de moeda às reservas, a quantidade de moeda argentina passou a ser proporcional à quantidade de moeda estrangeira em poder do país. Com isso, a emissão de moeda passou a depender da quantidade de dólar que ingressava e de como se utilizavam esses dólares. Dessa forma, a quantidade de pesos no mercado passou a depender da performance externa da economia argentina.

O plano arquitetado pelo ministro Cavallo não tinha como objetivo somente reduzir a inflação, mas também criar um novo regime monetário e cambial para o país. Por isso, não deve ser entendido somente como um plano de estabilização, mas como uma reforma estrutural, abrangendo as privatizações, a abertura comercial e a desregulamentação da economia (GERCHUNOFF & TORRES, 1996 apud SILVA & RUBIN, 2001). A experiência da Argentina era como um teste de certas teses econômicas recomendadas aos países da periferia, oriundas dos preceitos do Consenso de Washington. Na década de 1980 ganhou espaço entre os economistas dos governos a idéia de que a subordinação a uma moeda forte e confiável seria o caminho mais eficiente para os países em desenvolvimento combaterem a inflação. De acordo com EICHENGREEN (2000,p.238) países como a Argentina(1991), Estônia (1992) e Lituânia (1994), adotaram o “currency board” como parte de sua tentativa de interromper uma série de anos de inflação elevada ou para prevenir o surgimento desta.

Durante os primeiros anos do “currency board”, a Argentina recebeu uma grande quantidade de dólares, resultando em taxas de inflação muito baixas. Vários motivos contribuíram para isso: a política de privatizações, que vendeu empresas e outros ativos fixos pertencentes ao setor público; a permissão para que o público abrisse contas de depósito à vista em dólar no sistema financeiro argentino, o que determinou que muitos residentes “sacassem seus dólares que se achavam debaixo do colchão” e os colocassem no circuito econômico e, adicionalmente, a taxa de juros interna superior a de outros países incentivou a que agentes econômicos do exterior depositassem seus dólares, a curto prazo, no sistema financeiro argentino (FERRARI, 1999 apud SILVA & RUBIN, 2001).

Os níveis de consumo e investimento aumentaram rapidamente devido ao estímulo na atividade econômica provocado pela combinação de nova moeda conversível, grande entrada de dólares e taxa de juros interna relativamente baixa quando comparada a de períodos anteriores. Por sua vez, o governo melhorou suas contas via redução de gastos devido às privatizações e ao aumento de impostos. Durante este primeiro momento do Plano de Conversibilidade constituiu-se em um verdadeiro “milagre”: inflação em queda e atividade econômica em alta.

No entanto, aos poucos começaram a se fazer sentir os efeitos da dependência monetária, oriunda da lei de conversibilidade argentina. O principal problema da dependência monetária está nas freqüentes divergências entre as prioridades do país emissor da moeda âncora e as do país emissor da moeda ancorada. As situações macroeconômicas nacionais e, portanto, as políticas requeridas em cada momento podem ser diferentes. Por não haver sincronia entre os ciclos econômicos nacionais e devido ao fato de os países sentirem os efeitos de choques exógenos de forma diferenciada, é de suma importância não abrir mão da capacidade de definir as políticas monetária e cambial.

As conseqüências da dependência monetária sobre uma economia de moeda ancorada em uma situação em que a economia do país emissor da moeda âncora esteja superaquecida e a economia monetariamente dependente em recessão pode ser fatal para o “currency board”. Note-se que estando superaquecida, a economia central, cuja moeda serve de âncora, precisa de taxas de juros mais altas a fim de conter a oferta de crédito. Por sua vez, a economia dependente, que se encontra em recessão, precisa do oposto, isto é, juros mais baixos, de modo a estimular a ampliação do crédito. Entretanto, como o banco central emissor da moeda âncora aumenta as taxas de juros, o banco central do país dependente tem que acompanhar esta alta, e o crédito se retrai nos dois países. Embora resolva os problemas da economia central, isso agrava as distorções na economia dependente, provocando uma contração adicional tanto no consumo quanto no investimento, além de deprimir ainda mais os níveis de produção e de emprego. Conforme aponta BATISTA JR (2002, p.86) a política monetária anticíclica do banco central emissor da moeda âncora se converte, na economia dependente, em uma política monetária pró cíclica, de efeitos contraproducentes. As restrições à migração de trabalhadores desempregados da economia dependente em recessão para a economia central aquecida tornam o problema ainda mais sério.

Evidentemente o câmbio é outra variável afetada pelo aumento da taxa de juros. Juros mais altos na economia central tendem a provocar apreciação da moeda escolhida como âncora em relação a outras moedas. Quando essas outras moedas são relevantes para o comércio exterior da economia dependente, o resultado é uma valorização efetiva da moeda ancorada. Embora uma valorização cambial seja interessante para a economia central superaquecida, na medida em que reduz os preços dos bens e serviços que sofrem concorrência dos importados, para a economia dependente, no entanto, a apreciação do câmbio não será benéfica (BATISTA JR, 2002). Primeiro, porque diminui a competitividade das exportações e induz à substituição de produção doméstica por importações, segundo, por que, na sua etapa inicial, processos de

ancoragem em geral produzem uma valorização real da moeda ancorada em relação à própria moeda âncora. De acordo com BATISTA JR (2002, p.87)

“A vasta experiência internacional com regimes mais ou menos rígidos de ancoragem cambial mostra que é relativamente lenta a convergência da taxa de inflação na economia dependente à taxa de inflação na economia central. Desse modo, a valorização efetiva adicional, resultante da apreciação da moeda âncora em relação a terceiras moedas relevantes para a economia dependente, vem geralmente se adicionar a um problema preexistente de sobrevalorização da taxa de câmbio bilateral com a moeda âncora.”

Deve-se ressaltar que a alta pró cíclica das taxas de juro pode iniciar um círculo vicioso destrutivo para a economia dependente. O desemprego e a recessão prejudicam a arrecadação tributária e aumentam gastos públicos, como a assistência aos desempregados. Caso exista uma dívida interna de curto prazo significativa, a alta dos juros terá como consequência o aumento do serviço da dívida pública. Com o aumento do déficit do governo, oferta de crédito ao setor público e privado se reduz dada a desconfiança dos mercados financeiros internos e externos.

Assim, apesar de a economia estar em plena recessão o governo é pressionado a apertar a política fiscal, aumentando impostos ou cortando gastos, o que provoca ainda mais recessão e desemprego. E, na seqüência, novos efeitos adversos sobre as próprias contas públicas, suscitando novos ajustes fiscais, novas pressões recessivas e assim por diante. Isto é, a dificuldade de financiar um déficit maior acaba levando o governo a adotar uma política pró cíclica também no campo fiscal, o que pode desembocar em uma depressão. Se a queda da atividade econômica persistir por vários anos a capacidade de pagamento do setor público acaba sendo minada e o sistema financeiro é desestabilizado. Torna-se cada vez mais difícil refinarçar a dívida pública interna e externa, podendo levar a uma interrupção dos pagamentos. A recessão e o desemprego elevam o nível de inadimplência das famílias e empresas, o que provoca uma desconfiança generalizada em relação aos bancos e demais entidades financeiras que dependendo das circunstâncias pode levar a uma corrida aos bancos, saques de depósitos e fuga de capitais.

O resultado é contraditório. A principal característica do "currency board", sua rigidez, que deveria sustentar a credibilidade da moeda, se torna motivo da corrosão da confiança. O Banco Central fica de mãos atadas, sem poder atuar de forma compensatória em situações de crise financeira, já que a moeda nacional é conversível em moeda estrangeira a uma taxa de

fixa e sua emissão está vinculada à disponibilidade de divisas internacionais. Depois que se esgotam as reservas excedentes a autoridade monetária não pode atuar como emprestador de última instância para o sistema financeiro. Ao invés de manter a credibilidade, o “currency board” se converte em um regime que desperta desconfiança, aumenta o risco de moratórias e colapsos bancários (BATISTA JR, 2002).

Embora, em seus primeiros anos, o regime tenha funcionado bem na Argentina, aos poucos começou a surtir efeito a rápida e profunda abertura comercial levada a cabo pelo ministro Cavallo. Simultaneamente à sustentação dos preços que proporcionava a oferta complementar gerada pelas importações, a produção doméstica era afetada na medida em que as empresas locais tinham de competir com produtos externos mais baratos e de melhor qualidade. Embora tenha contribuído para dar acesso aos cidadãos argentinos a bens de melhor qualidade e a preços mais baratos, a política de abertura comercial também contribuiu para aumentar o desemprego. Fundamentalmente porque uma parte expressiva das receitas auferidas na primeira metade dos anos 1990 foi gasta com o aumento do consumo das famílias em detrimento dos investimentos público e privado.

Com a criação do Plano Real em 1994, a valorização da moeda brasileira deu uma sobrevida ao regime argentino, pois reduziu a competitividade de um de seus principais parceiros comerciais. Mas, em dezembro do mesmo ano, o “efeito tequila”<sup>1</sup> interferiu diretamente na economia argentina ao diminuir, em muito, a entrada de dólares. Esta redução na entrada de divisas provocou um aperto de liquidez na economia argentina.

A partir de 1997 a situação piorou ainda mais. Assim como outros mercados “emergentes”, a Argentina sofreu uma seqüência de choques externos: a contração da oferta de capitais estrangeiros em decorrência das crises nos tigres asiáticos e na Rússia, um declínio dos termos de intercâmbio externo, a crise do Brasil, a desvalorização acentuada do real e a desaceleração marcada da economia dos EUA. A economia argentina entrou em uma profunda recessão, as taxas de desemprego aumentaram substancialmente, os déficits nas contas correntes permaneceram elevados e houve uma pequena deflação dos preços ao consumidor de 1999 a 2001(ver Tabela 1).

---

<sup>1</sup> O “efeito tequila” é caracterizado como o contágio de outros países emergentes pela crise mexicana. Esta foi basicamente uma crise cambial causada pela falta de reservas internacionais que teve como origem o persistente déficit externo num contexto de valorização da taxa de câmbio real ocorrida dentro de um regime de câmbio do tipo *crawling peg*. À fuga de capitais e desvalorização da moeda local, seguiu-se uma desconfiança dos mercados financeiros em relação aos ativos de países emergentes, considerados mais arriscados, e uma migração aos ativos de países desenvolvidos, provocando uma extensão da fuga de capitais a vários países.

Impotente face à inflexibilidade do “currency board” em depreciar a moeda, o peso registrou acentuada valorização. As taxas de juro internas subiram consideravelmente, acompanhando a deterioração do cenário externo e, durante determinada fase, a elevação das taxas de juro nos EUA. Procurando cumprir as metas negociadas com o FMI para recuperar a confiança dos mercados financeiros e o acesso ao crédito externo, vários ministros da economia do governo Menem e De la Rúa implementaram programas de austeridade fiscal, envolvendo aumentos de tributos e cortes de gastos governamentais. A recessão e o desemprego foram acentuados pela combinação de juros em alta e ajustes fiscais sem conseguir recuperar a confiança dos mercados e o ingresso de capitais.

**Tabela 1**  
**PIB, Taxa de Desemprego, Saldo em Conta Corrente e Índice de Preços ao Consumidor**

<b>Ano</b>	<b>PIB (%)</b>	<b>Taxa de desemprego (%)</b>	<b>Saldo em Conta Corrente (Bilhões de US\$)</b>	<b>IPC (1999=100)</b>
1992	7,9	7,0	-5,5	84,2
1993	8,2	9,6	-8,2	93,2
1994	5,8	11,4	-10,9	97,1
1995	-2,8	17,5	-5,1	100,3
1996	5,5	17,2	-6,7	100,5
1997	8,1	14,9	-12,1	101
1998	3,9	13,2	-14,4	102
1999	-3,4	14,2	-11,9	100,8
2000	-0,8	15,1	-8,9	99,8
2001	-4,4	17,4	-3,8	98,8
2002	-10,9	19,7	8,7	124

Fonte: Instituto Nacional de Estadísticas y Census (INDEC)

Obs.: IPC (Índice de Precio al Consumidor) – Série Base 1999=100

Na primavera de 2001, o Presidente de la Rúa trouxe de volta Domingo Cavallo como ministro das finanças. Cavallo havia sido o criador do “currency board”. Por ser um economista proeminente, a presença de Cavallo elevou a confiança dos investidores. Contudo, Cavallo insistiu em manter a paridade cambial. Suas medidas não funcionaram e manifestações populares, tumultos e fúria levaram à renúncia de Cavallo e do Presidente Fernando de la Rúa, em dezembro de 2001. Durante as duas semanas que se seguiram à renúncia do presidente Fernando de la Rúa, quatro presidentes chegaram ao comando e

também renunciaram. O quinto foi Eduardo Duhalde, eleito no dia 1 de janeiro de 2002, em uma sessão de emergência do congresso. Mas antes de Duhalde tomar posse, o Banco Central garantiu às pessoas que possuíam pesos o direito legal de convertê-los livremente para o dólar. Duhalde, no dia 6 de janeiro de 2002 encerrou tais práticas e confiscou \$17.8 bilhões de reservas estrangeiras, desvalorizou a moeda argentina e, num segundo momento, a deixou flutuar; encerrando uma década da paridade entre peso e dólar. O governo bloqueou depósitos e forçou bancos comerciais a retornarem os dólares ao Banco Central. Reforçou os controles cambiais e as restrições às saídas de capital estabelecidas no final do governo De la Rúa. Também, converteu os depósitos que haviam sido feitos em dólares para pesos, levando alguns a acusarem as medidas tomadas de roubo legalizado. Por fim, confirmou a suspensão dos pagamentos da maior parte da dívida externa, mas anunciou a intenção de reestruturar essas obrigações.

### **3.2 Brasil: do Plano Real ao Câmbio Flutuante**

O elemento central do Plano Real também foi a criação da âncora cambial para combater os processos inflacionários crônicos. Além da criação da nova moeda houve, como no caso argentino, a preocupação em manter o crescimento da moeda alinhado à disponibilidade de reservas internacionais, embora a relação entre a base monetária e a variação na quantidade de reservas internacionais fosse menos rígida do que naquele.

No momento da implantação do Plano Real, foi estabelecida, oficialmente, uma paridade máxima de  $R\$1,00 = US\$1,00$  entre o real e o dólar, mas não foi fixado um limite inferior. No período de julho a setembro de 1994 não houve nenhuma intervenção por parte do Banco Central no mercado de câmbio, mas a taxa de câmbio apreciou-se, caindo para cerca de  $R\$0,85/US\$1,00$ . O sistema de ‘bandas cambiais’ só foi caracterizado em setembro, quando o Banco Central realizou sua primeira intervenção no mercado e, anunciou, informalmente, em outubro, sua disposição em comprar dólares a uma taxa mínima de  $R\$0,82$  por  $US\$1,00$  e vender a uma taxa máxima de  $R\$0,86/US\$1,00$ . Tal atitude do Banco Central foi motivada pelas conseqüências geradas pela apreciação da moeda sobre a balança de transações correntes. Entretanto, somente a partir do final do primeiro trimestre de 1995 foi institucionalizado o regime de bandas, com a definição oficial de limites inferiores e superiores da banda. Durante o período 1995-1997 houve seguidos leilões de *spread* com o



objetivo de desvalorizar gradualmente a moeda nacional, mantendo, contudo, a taxa de câmbio dentro dos limites de uma intrabanda. Conforme FALCÃO (2002, p.8)

“Foi apenas em 6 de março de 1995 que o Banco Central formalmente adotou o sistema de bandas cambiais, estabelecendo os limites de flutuação entre R\$.86/US\$1 e R\$.90/US\$1. Ainda no mês de março os limites da banda foram corrigidos e fixados entre R\$.88/US\$1 e R\$.93/US\$1 e daí por diante o sistema de câmbio modificou-se passando a prevalecer um sistema de bandas móveis que na realidade se assemelha ao antigo sistema de minidesvalorizações freqüentes.”

Ademais, estabeleceram-se metas monetárias, para os primeiros trimestres após a lei, que eram consistentes com a política cambial que procurava manter a taxa de câmbio real constante, mas sobrevalorizada. As taxas de juros foram mantidas em patamares muito elevadas durante o período para sustentar o câmbio.

Ao contrário do que ocorrera nos planos anteriores, quando após alguns meses a inflação voltava ainda mais forte, o Plano Real foi muito bem-sucedido no controle da inflação. Entre 1995 e 1998 as taxas anuais de inflação caíram continuamente. Porém, paralelamente a esse êxito, se desenvolviam dois grandes problemas: o desequilíbrio externo e o das contas públicas. O primeiro caracterizou-se pela deterioração dos resultados primários do governo, gerando um aumento do endividamento público que passou de 26% do PIB em 1994 para 42,6% em 1999 e o segundo, pelo aumento sistemático da relação Déficit em Conta Corrente/PIB, pois o investimento direto externo não conseguiu cobrir o déficit em conta corrente, conforme as Tabelas 1 e 2 abaixo, extraídas de AVERBUG & GIAMBIAGI (2000). A solução destes desequilíbrios requeria um ajuste fiscal e uma recuperação da competitividade dos produtos brasileiros através de uma melhora da taxa de câmbio real.

**Tabela**  
**Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)**

<i>Composição</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>
Dívida Interna	17,6	21,8	27,0	26,7	31,8	32,7
Governo Federal	3,0	6,6	12,0	13,3	16,8	16,8
Obrigações	11,6	15,5	21,4	28,3	35,5	37,7
Ativos	-8,6	-8,9	-9,4	-15,0	-18,7	-20,9
Estados e Municípios	9,5	10,3	11,1	12,5	13,7	14,7
Empresas Estatais	5,1	4,9	3,9	0,9	1,3	1,2
Dívida Externa	8,4	5,5	3,9	4,3	6,3	9,9
Governo Federal	6,2	3,5	1,6	1,9	4,3	7,6
Estados e Municípios	0,3	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9
Empresas Estatais	1,9	1,7	1,9	1,9	1,3	1,4
Dívida Total /a	26,0	27,3	30,9	31,0	38,1	42,6
Governo Federal	9,2	10,1	13,6	15,2	21,1	24,4
Estados e Municípios	9,8	10,6	11,5	13,0	14,4	15,6
Empresas Estatais	7,0	6,6	5,8	2,8	2,6	2,6

*n.d. (=) não disponível.*

*a/ Exceto a base monetária.*

*Fonte: Banco Central.*

## Tabela

3

**Brasil - Balança Comercial e Investimento Estrangeiro Direto - US\$ Bilhões**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
1- Balanço Comercial	10752	10579	15239	13117	10843	-3353	-5556	-8365	-6591	-1198
Exportações	31414	31620	35793	38597	43544	46506	47747	52989	51140	48011
Importações	20661	21041	20554	25480	32701	49859	53303	61354	57731	49209
2- Serviços	-15369	-13542	-11539	-15215	-14743	-18600	-21044	-27289	-28799	-25211
2.1- Juros	-9748	-8621	-7253	-8280	-6337	-8158	-9173	-10390	-11948	-15170
2.2- Lucros e Remessas	-1865	-1030	-949	-1931	-2566	-2790	-2821	-5749	-7305	-4058
2.3- Outros Serviços	-3756	-3891	-3337	-5004	-5839	-7652	-9050	-11150	-9546	-5983
2.3.1- Viagens	-121	-211	-319	-799	-1181	-2420	-3594	-4377	-4146	-1436
2.3.2- Transportes	-1644	-1656	-1359	-1700	-2441	-3200	-3480	-4514	-3259	-2802
2.3.3- Seguros	-68	-133	-58	-65	-132	-122	-64	74	81	-127
2.3.4- Governo	-328	-370	-166	-345	-327	-339	-275	-350	-385	-494
2.3.5- Outros	-1595	-1521	-1436	-2095	-1759	-1572	-1637	-1983	-1837	-1124
3- Transferências Unilaterais	834	1556	2243	1653	2588	3974	2899	2216	1778	2035
Conta Corrente	-3782	-1407	5943	-444	-1312	-17979	-23701	-33438	-33612	-24374
Memo: IED Líquido /b	169	-43	1443	-380	934	2569	9966	15516	22619	28608

/b Exceto portfólio.

Fonte: Banco Central.

A estratégia escolhida pelo governo foi o gradualismo. De fato, houve tanto uma melhora do resultado fiscal primário, como uma desvalorização real da moeda doméstica. Mas, face às circunstâncias que viriam a ocorrer, especialmente no segundo semestre de 1998, os ajustes mostraram-se insuficientes em relação aos que depois se viu que teriam sido requeridos. Segundo Averbug & Giambiagi (2000, p.13):

“A opção pelo gradualismo e não por uma estratégia de choque é uma questão em aberto, mas cuja resposta envolve certamente a combinação de três elementos: i) uma certa dose de confiança das autoridades na reversão dos efeitos da crise asiática, de forma similar ao que acontecera em 1995 após a crise mexicana, prontamente esquecida pelo mercado internacional; ii) o medo de um desastre que uma eventual desvalorização mais intensa poderia causar no plano de estabilização – o caso mexicano de 1995, quando a inflação deu um salto para 50%, dava certo fundamento a este temor –; e iii) a realização de eleições gerais em outubro de 1998: Governo nenhum, em lugar nenhum,

gosta de adotar um tratamento de choque em ano eleitoral.”

O primeiro semestre de 1998 confirmou o otimismo do governo. Após o salto do risco-país e da taxa de juros, que chegou a cerca de 40% no último trimestre de 1997, ambas caíram até meados do ano, quando a taxa de juros ficou abaixo de 20%. No mês de julho o governo privatizou a Telebrás. Junto à perspectiva de reeleição do presidente Fernando Henrique Cardoso havia uma expectativa otimista de que este faria “alguma coisa” para melhorar as contas do governo e para que o país tivesse uma melhora, ainda que gradual, das contas externas, em um ambiente de inflação similar à internacional.

Mas, em agosto, a Rússia anunciou a moratória de sua dívida. O panorama mudou completamente para o Brasil. Diferentemente ao que ocorrera após o efeito “tequila” ou mesmo depois da crise dos Tigres Asiáticos, desta vez o mercado fechou-se quase que por completo, em especial a países com histórico negativo como o Brasil.

A política de elevação da taxa de juros, após três ataques especulativos contra o Real – em 1995, 1997 e 1998 na crise do México, dos países asiáticos e da Rússia respectivamente – ao contrário dos êxitos anteriores em restabelecer as reservas internacionais, não mais inspirou confiança aos agentes econômicos acerca dos rumos do Plano Real, sobretudo por que a dívida pública apresentava uma trajetória preocupante. Esse sentimento do mercado obrigou o governo, temente em perder a credibilidade de sinalizar aos agentes econômicos a solvência da dívida pública, a anunciar um forte ajuste fiscal, que, na prática, acabou não sendo viabilizado por causa do calendário eleitoral (Ferrari Filho, 2003)

O Brasil sentiu fortemente a restrição de liquidez. No terceiro trimestre de 1998, economistas já mostravam que as contas para 1999 não fechariam, o que provocou especulações por parte da imprensa de que o país poderia adotar alguma forma de controle de saída de capitais. Assim, o Brasil sofreu com realocação de carteira dos agentes econômicos, os quais promoveram uma fuga em massa de capitais por medo de um inadimplemento externo brasileiro ou temendo uma desvalorização. Nos 50 dias seguintes, desde a primeira semana de agosto, após o recebimento da primeira parcela da venda da Telebrás, quando as reservas internacionais haviam alcançado cerca de US\$75 bilhões, até o final de setembro – no que veio a ser conhecido como “setembro negro” –, o Brasil perdeu US\$ 30 bilhões de reservas (Averbug & Giambiagi, 2000).

Há poucas semanas para as eleições presidenciais de 1998, o governo brasileiro iniciou a negociação de um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI). O Fundo organizou um pacote de ajuda externa de US\$42 bilhões ao Brasil, onde US\$18 bilhões seriam do FMI e o restante de outros organismos multilaterais e de diversos governos, entre eles os dos Estados

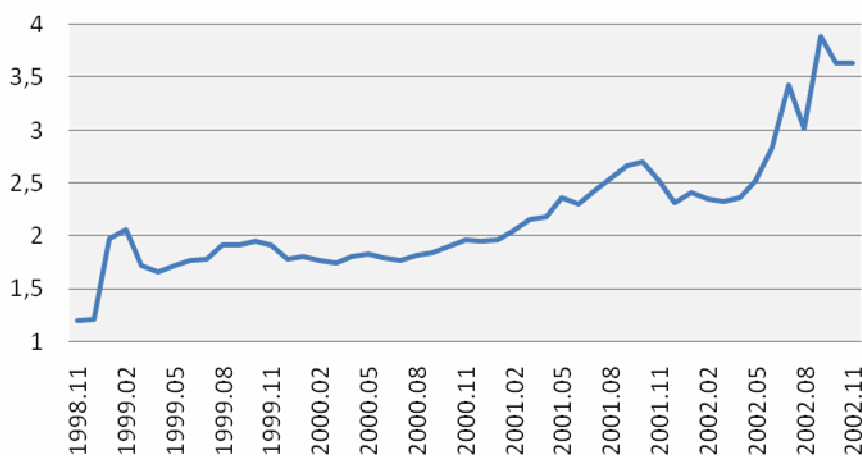
Unidos, a Grã-Bretanha, a Itália, a Alemanha, a França, o Japão e a Espanha. Como contrapartida ao empréstimo, esse acordo contemplava um forte aperto fiscal, com o superávit primário passando de 0,0% do PIB em 1998 para 2,6% do PIB em 1999, 2,8% do PIB em 2000 e 3,0% do PIB em 2001. No entanto, o acordo não previa mudanças na política cambial, que seria mantida inalterada (Giambiagi, 2005).

Entretanto, havia dois obstáculos que se mostraram insuperáveis. O primeiro foi o ceticismo com que o acordo foi tomado pelo mercado, que a essa altura estava pouco disposto a considerar que o Brasil poderia escapar de uma desvalorização de sua taxa de câmbio. E o segundo foi a rejeição, pelo Congresso Nacional, da contribuição para a seguridade social de servidores públicos e o atraso na aprovação do aumento da CPMF (Gonçalves, 1999). Isto deu a idéia de que o governo não conseguiria ter apoio para a implementação de suas propostas. A possibilidade de que o Brasil começasse a receber os recursos do FMI e não cumprisse as metas fiscais reacendeu os velhos preconceitos contra o país nos mercados financeiros internacionais – e as sete cartas de intenção assinadas e não cumpridas nos anos 80 voltaram a ser lembradas com insistência (Averbug & Giambiagi, 2000). Conseqüentemente, o pessimismo externo aumentou e em paralelo a perda de divisas se acelerou, havendo semanas nas quais a queda de reservas chegou, em certos dias, a ser de US\$500 milhões a US\$1 bilhão.

Com essa situação, a desvalorização cambial foi uma imposição das circunstâncias já que o governo não tinha opção. Em meados de janeiro de 1999 ela se tornou inevitável. No dia 13 de janeiro, o governo anunciou a substituição do presidente do Banco Central e a adoção de um sistema de banda, que permitia uma desvalorização de até 9%. Esta política poderia ter sido uma estratégia interessante, mas foi implementada tarde demais, pois a situação havia se tornado crítica. A perda de reservas manteve-se e, já no primeiro dia de funcionamento da banda, a cotação da taxa de câmbio atingiu o teto. Assim, o novo sistema funcionou por apenas dois dias, servindo apenas para financiar a fuga de divisas a uma taxa fixa.

No dia 15 de janeiro o Banco Central deixou o câmbio flutuar. Antes da mudança cambial, o dólar estava cotado a R\$ 1,21. No dia 14 de janeiro, quando atingiu o teto da banda: R\$1,32. No final de janeiro, alcançou R\$ 1,98 e no início de março – auge da desvalorização – chegou a US\$ 2,16.

**Gráfico 1**  
**Taxa de Câmbio R\$/US\$\***



Fonte: Ipeadata

\*Taxa de câmbio comercial- compra- mensal- fim do período- 1998/2002

### **3.3 Argentina: estabilização e política cambial após o fim da conversibilidade**

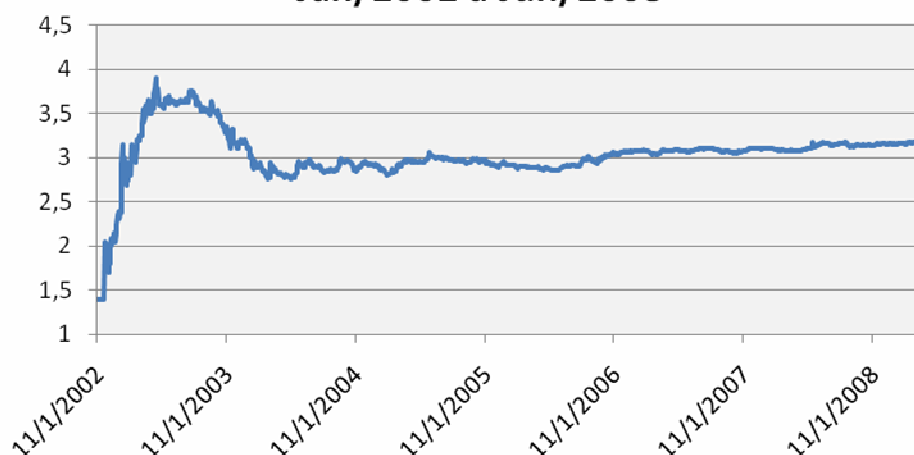
Conforme exposto, com o colapso do regime de convertibilidade, o governo procurou estancar a saída de capitais e estabilizar o mercado financeiro por meio de controles do câmbio e restrições a saída de fundos do sistema bancário (o “corralito”), implementadas no final de 2001. A idéia era de que este esquema funcionasse temporariamente, pois, estabilizada a taxa de câmbio nominal e absorvido o impacto da desvalorização pelos preços, se passaria a um regime de flutuação. Nesse sentido, em janeiro de 2002 o governo deu início a uma série de ações no sentido de normalizar o lado monetário da economia. O “corralito” foi mantido e o sistema de conversibilidade foi substituído por um câmbio dual e pelo reforço dos controles de capitais. Conforme expõe LAUAR & CUNHA (2007, p.8), o câmbio dual consistia na adoção de uma taxa de câmbio fixa, definida em 1,40 pesos por dólar para algumas operações financeiras, enquanto a outra taxa era flutuante e valia para as demais operações no mercado de câmbio.

A finalidade dessa estratégia era dosar a liberação da taxa de câmbio para trazer a normalidade ao mercado cambial e o repasse da desvalorização aos preços moderadamente. A partir de então, o governo flexibilizaria e unificaria o câmbio. No entanto, por oposição do FMI, o governo teve que unificar o câmbio e deixá-lo flutuar antes do planejado, causando uma disparada na cotação do dólar.

Como consequência, houve um aumento dos preços em 21% e uma redução no salário real, que resultou em um agravamento da recessão. O governo procurou administrar os prejuízos assumindo parte da dívida externa do setor privado, reduzindo a transferência de renda dos devedores para credores e evitando o colapso devido aos contratos em moeda estrangeira. Assim, foram “pesificadas” as dívidas das firmas, na paridade um peso/dólar, e os depósitos bancários em dólares, a um câmbio de 1,40 pesos por dólar mais indexação ao Índice de Preços ao Consumidor (IPC). Além disso, houve uma extensão do prazo de maturação desses depósitos com o objetivo de evitar o agravamento das condições de solvência, episódio que ficou conhecido como “corralón” LAUAR & CUNHA (2007). Após o decreto da moratória, as perdas foram administradas de modo a favorecer o sistema bancário nacional. A “pesificação” dos depósitos em dólares reduziu os compromissos nesta moeda e evitou “quebradeira” bancária e os bancos que não estavam preparados para enfrentar a desvalorização foram socorridos pelo setor público via títulos.

Entretanto, faltava um ativo doméstico que pudesse funcionar como reserva de valor em substituição ao dólar, frente à inflação, recessão e à enorme desconfiança em relação aos bancos e aos ativos do governo. Como explicam FRENKEL & RAPETTI (2007, p.3) “Recién dos meses y medio después de la devaluación, el Banco Central empezó a emitir letras (‘Lebac’) y a ofrecer así un instrumento que podía competir con la moneda extranjera.” Assim, houve uma grande fuga de capitais em direção a ativos estrangeiros desde princípios de 2001 até meados de 2002. Ademais se constatou uma importante queda nos depósitos privados e reservas internacionais assim como da demanda por pesos argentinos. Por consequência, o peso se desvalorizou persistentemente ao longo do primeiro semestre de 2002 em mais de 160%.

**Gráfico 2 - Taxa de Câmbio Peso/Dólar  
Jan/2002 a Jun/2008**



Fonte: Banco Central de la República Argentina

A inflexão desta tendência, a partir de julho de 2002, coincidiu com a estabilização do mercado de câmbio. A estabilização foi resultado de vários fatores. Em março de 2002, foram intensificados os controles de capitais tomados em novembro de 2001, mas foi em junho, quando Roberto Lavagna assumiu o Ministério de Economia, que se fortaleceram os controles de capitais, obrigando os capitais que entrarem no país a sofrer uma retenção mínima de 180 dias, e se seguiu uma política mais sistemática de intervenção no mercado para estabilizar a taxa de câmbio. A medida de obrigar aos exportadores liquidar no Banco Central as exportações superiores a US\$ 1 milhão a princípio, mas que foi reduzida sucessivamente até alcançar US\$200mil em setembro, foi de importância significativa neste sentido. Esta se tornou a principal fonte de acumulação de reservas, permitindo à autoridade monetária reforçar sua capacidade de intervenção no mercado.

Para normalizar o câmbio foram também fundamentais as ações do governo no sentido de restringir a saída dos depósitos bancários que contornavam as restrições e se dirigiam à demanda de divisas. Em abril de 2002 o Congresso argentino aprovou uma lei (que ficou conhecida como lei “Tapón”) para reduzir a fuga de depósitos devidos a recursos legais contra o “corralito”. A referida lei alterava os procedimentos judiciais e estabelecia que os depositantes só poderiam ter acesso aos fundos quando o processo judicial fosse concluído, enquanto isso, o dinheiro permaneceria em custódia. Mesmo assim a fuga persistiu por alguns meses até que em julho o poder executivo emitiu um decreto proibindo por 120 dias a devolução dos depósitos via recursos (FRENKEL & RAPETTI, 2007).



Por fim, o próprio comportamento do mercado financeiro doméstico contribuiu para deter a disparada do dólar. Por um lado, as taxas de juros subiram substancialmente, em julho de 2002, por exemplo, a Lebac de 14 dias alcançou 115% e os depósitos a prazo 76%. Dessa forma, os ativos domésticos passaram a ficar cada vez mais atrativos em comparação ao dólar. Por outro lado, a taxa de câmbio se desvalorizou excessivamente e alcançou um valor atípico em termos históricos, fazendo com que os preços em dólares dos ativos argentinos e fatores de produção sejam percebidos como atipicamente baixos. Com isto, bastou que as autoridades conseguissem conter a alta do dólar para que o público revisasse prontamente suas expectativas de desvalorização.

Portanto, o segundo semestre de 2002 foi o início da fase de normalização das variáveis monetárias e financeiras. Após ter chegado a quase \$4 pesos o dólar entrou em uma clara tendência de baixa. O apetite por ativos argentinos foi se recuperando continuamente neste contexto de apreciação da taxa de câmbio e elevadas taxas de juros internas. Os depósitos passaram a retornar aos bancos, a demanda por títulos públicos e ações cresceram ocorrendo o mesmo com a posse de moeda doméstica. Esta realocação de portfólio derivou em uma contínua queda das taxas de juros.

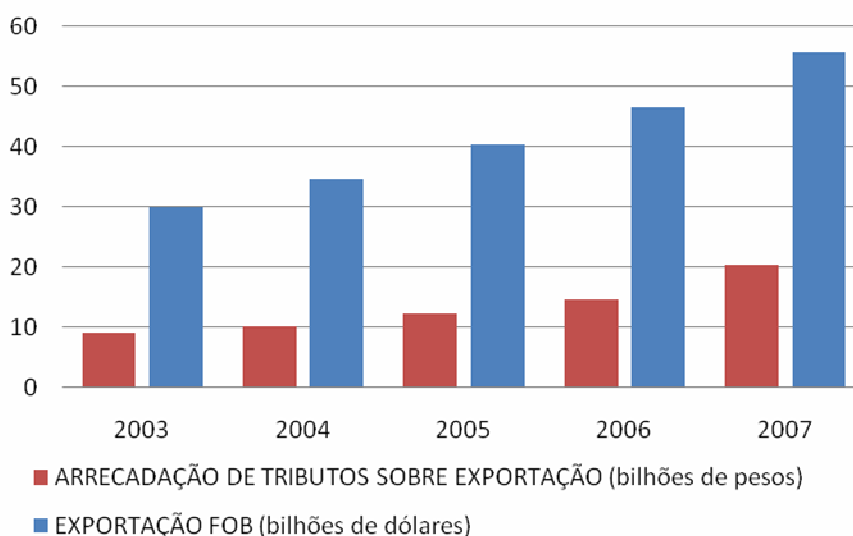
A normalização da atividade financeira contribuiu para a progressiva recuperação do gasto doméstico. Em 2003, Néstor Kirchner assumiu a presidência e o país adotou o regime de metas quantitativas de criação monetária para controle da inflação, junto ao primeiro acordo com o FMI no período pós-conversibilidade. Conforme FRENKEL & RAPETTI (2007), pouco tempo depois da posse do novo Presidente (maio de 2003) e da decisão de manter Roberto Lavagna como Ministro de Economia, o governo começou a sinalizar, de forma cada vez mais explícita a intenção de conservar uma *taxa de câmbio competitiva* como parte de sua política econômica.

Sustentar uma taxa de câmbio competitiva e ao mesmo tempo estável sob uma política monetária de metas quantitativas não foi uma tarefa fácil. Desde que o mercado financeiro começou a se estabilizar, em meados de 2002, as intervenções do Banco Central procuraram deter a tendência de valorização. Devido à conjugação de: (a) falta de liquidez; (b) rápida recuperação da atividade; (c) retomada da confiança; e (d) demanda pela moeda argentina, a expansão da base monetária, causada pelas intervenções no mercado de câmbio, foi absorvida com facilidade pelo setor privado. No entanto, com o tempo, começaram a se manifestar preocupações quanto aos efeitos inflacionários que poderiam ser desencadeados pelo acelerado crescimento da expansão monetária. Assim, a autoridade decidiu por uma política menos expansiva. Destacam-se em 2003 e 2004, neste aspecto, as operações de esterilização

via emissão de títulos do Banco Central. A melhora das contas públicas também contribuiu para que as transações entre o Tesouro e o Banco Central operassem como um fator de contração da base monetária. As compras de reservas internacionais com recursos fiscais de acordo com FRENKEL & RAPETTI (2007, p.9) levaram a uma redução monetária média de \$543 milhões de pesos em 2004 e 283 milhões em 2005. O principal objetivo destas compras era cumprir com o serviço da dívida externa. A partir da formalização da reestruturação da dívida pública, a princípios de 2005, foi reduzido o volume do serviço da dívida e se aliviou o fluxo de pagamentos comprometidos.

O *overshooting* inicial da taxa de câmbio e a posterior política de manutenção desta levemente depreciada possibilitaram um forte aumento nas exportações e contribuíram para a recuperação e para o crescimento econômico que se seguiu. A aplicação de direitos sobre a exportação transferiu ao setor público parte desta receita (ver Gráfico3). Houve, além disso, um importante crescimento da arrecadação devido à retomada do crescimento atividade econômica. Isto sustentou substanciais superávits primários e permitiu uma recuperação nos gastos do governo. Assim, a melhora gradual que esta política de taxa de câmbio competitiva e estável refletiu nas contas do governo permitiu a diminuição da pressão sobre a política monetária, abrindo espaço para redução da taxa de juros (Cetrángolo, Heymann & Ramos, 2007).

**Gráfico 3 - Valor Exportado e Arrecadação via Tributos sobre a Exportação**



Fonte: Banco Central de la República Argentina

Quando do início da recuperação da economia após a crise, a taxa de câmbio desvalorizada esteve acompanhada por uma capacidade ociosa dos fatores de produção o que favoreceu o crescimento sem inflação. O problema da atual política cambial surgiu quando se conjugaram dois fatores que ocasionaram o aumento da inflação: a economia passou a operar próximo ao limite da sua capacidade e houve um aumento dos preços das commodities. A economia mundial entrou numa fase de expansão com um fluxo de abundante liquidez para os países emergentes o que acabou promovendo a apreciação de suas moedas, mas devido à orientação da política cambial isto não ocorreu na Argentina.

### **3.4 Brasil: Estabilização e Trajetória da Taxa de Câmbio no Regime de Câmbio Flutuante**

A posse de Armínio Fraga na presidência do Banco Central em março de 1999 e as decisões tomadas em seguida podem ser consideradas como o ponto de inflexão da trajetória de desvalorização. A equipe econômica atuou em vários pontos. Apesar das críticas, a primeira atitude foi elevar novamente a taxa de juros nominal, pois seria fundamental para evitar que, no rasto da inflação que estava se verificando, as taxas reais se tornassem negativas e se repetisse o mesmo erro que pusera a perder outros planos de estabilização no passado. Em seguida, procurou se articular com líderes políticos a fim de aprovar logo as medidas de ajuste que restavam. Por fim, dedicou sua atenção a tentar persuadir o mercado a reabrir as linhas de crédito de longo prazo, cujo fechamento estava emperrando a normalização das relações comerciais do país. Como resultado desse conjunto de medidas iniciais houve uma apreciação cambial nominal expressiva já em março (AVERBUG & GIAMBIAGI, 2000).

Ademais, começaram a se cristalizar as regras do regime de flutuação. Haveria intervenção do Banco Central em duas circunstâncias: para reduzir o excesso de volatilidade no mercado cambial e para atender às necessidades projetadas de financiamento do balanço de pagamentos<sup>1</sup>. O primeiro motivo é consistente com uma flutuação tão pura quanto possível. O segundo, porém, parece inconsistente com o princípio da flutuação livre, uma vez que neste

regime o movimento da taxa de câmbio tem o papel de conciliar o saldo em conta corrente com o financiamento disponível do balanço de pagamentos. De todo modo, no período que viria a seguir, a questão não se colocou e a flutuação foi bastante livre (Souza & Hoff, 2006).

Do segundo trimestre de 1999 ao primeiro de 2001 a taxa de câmbio permaneceu relativamente estável e raramente o Banco Central interveio no mercado, e quando o fez movimentou poucos recursos. A política monetária, por sua vez, após um pico da taxa de juros básica de 45%, levado a cabo para conter o *overshooting* cambial e o repasse da alta aos preços, foi afrouxada de forma que no segundo trimestre de 1999 a redução da taxa de juros foi relativamente rápida e a partir da metade do ano prosseguiu de forma mais moderada. Isto porque agora a política monetária passara a ser focada nas metas de inflação estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. A partir de então, a taxa de câmbio passou a fazer parte da condução da política de juros indiretamente, na medida em que elevações fortes da taxa de câmbio provocavam aumentos na taxa de inflação (Souza & Hoff, 2006).

Foi neste período de dois anos que a decisão de buscar a flutuação pura foi fortalecida, devido ao bom comportamento desta no novo regime. A princípio, houve uma depreciação inicial da taxa de câmbio, que contribuiu para um contínuo ajuste do balanço de pagamentos em conta corrente, sem perder o controle da inflação. Surpreendentemente, uma combinação de fatores favoráveis permitiu um nível baixo de repasse da depreciação cambial aos preços. Em seguida, foi possível reduzir o custo do dinheiro substancialmente, em relação aos níveis prevalecentes durante o período do Plano Real (1994-98), pois agora a taxa de câmbio fazia parte do serviço de ajustamento do balanço de pagamentos – tarefa que anteriormente cabia, sobretudo, à taxa de juros. Portanto, após o ajuste dos primeiros meses, a taxa de câmbio passou a se comportar de forma relativamente estável. Contudo, esta situação iria mudar no segundo trimestre de 2001.

---

<sup>1</sup> “Under the new floating exchange rate regime, central bank sales of foreign exchange in the market will be conducted regularly to meet the projected overall balance of payments financing needs. A limited amount of unsterilized intervention may be undertaken occasionally to counter disorderly market conditions. The central bank will refrain as from the beginning of March 1999 from intervening in the

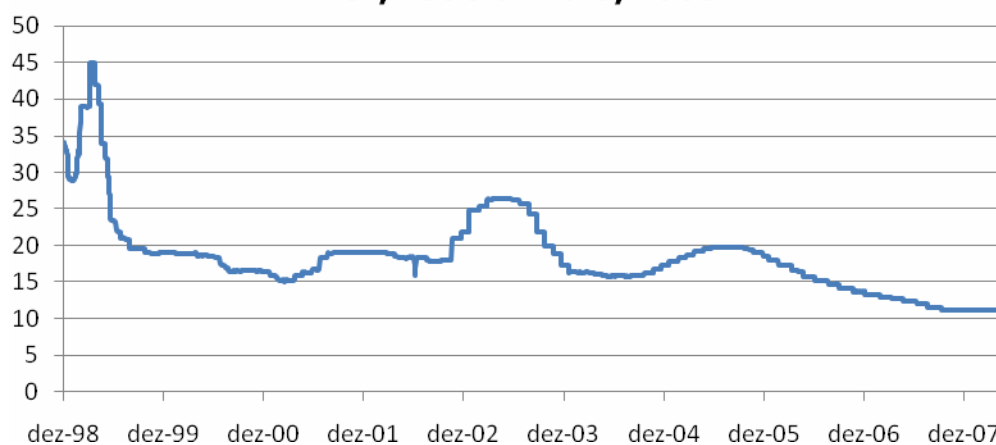
foreign exchange futures market.” (Brazil Memorandum of Economic Policies March 8, 1999 *Apud* Souza & Hoff, 2006)

Uma série de choques adversos entre o primeiro e o segundo trimestres de 2001, reverteu radicalmente a conjuntura de bonança do período anterior. A crise energética, o aprofundamento da crise argentina e a recessão norte-americana provocaram uma deterioração nas perspectivas da economia brasileira. Simultaneamente à retração nos fluxos de capitais para o país, houve um aumento da demanda por *hedge* cambial por parte das empresas com passivos em dólar. A conjugação da redução de entrada de dólares com o aumento da demanda da divisa levou a uma disparada nas cotações, conforme pode ser visto no Gráfico 1. No começo de outubro a variação acumulada no ano tinha chegado a 60%. Como apontam (Souza & Hoff, 2006)

“Os distúrbios no mercado de câmbio foram tornando o Banco Central crescentemente preocupado com os impactos potenciais da depreciação da moeda sobre a inflação, conforme refletido nas atas mensais do COPOM. A reação do governo foi tentar conter a elevação da taxa de câmbio, atuando em três frentes principais: a intensificação da emissão de títulos públicos indexados ao dólar – como forma de atender a demanda por *hedge* cambial, a venda de reservas no mercado de câmbio e a reversão da trajetória de redução da taxa de juros básica”(p.12)

Junto às medidas mencionadas, o Banco Central procurou sinalizar, via suas intervenções no mercado de câmbio, que seguia fiel à flutuação. A instituição anunciou que, a partir de julho, venderia US\$ 50,0 milhões por dia ao longo do segundo semestre do ano, além de declarar a intenção de prosseguir com essa política no ano seguinte. A idéia de vender uma quantidade fixa todos os dias – que deveria ser mantida mesmo em momentos em que o real eventualmente se apreciasse – era diminuir o tamanho da depreciação provocada pela escassez de financiamento externo, sem estabelecer qualquer meta para a taxa de câmbio, sendo assim compatível com o compromisso com o câmbio flutuante. Esta regra valeu até verificar-se uma nova mudança no ambiente do mercado, que levou à apreciação cambial, quando simplesmente abandonaram as vendas diárias de dólar (Souza & Hoff, 2006).

**Gráfico 4 - Taxa SELIC diária  
Dez/1998 a Maio/2008**



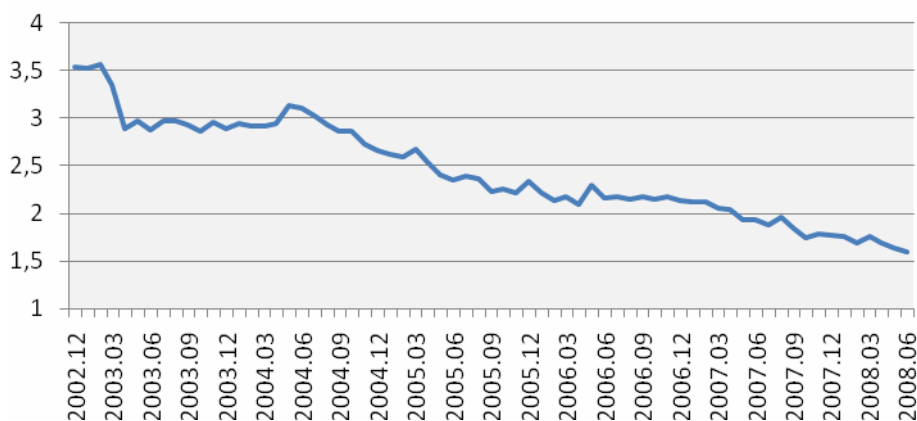
Fonte: Banco Central do Brasil

Durante os cinco meses seguintes as taxas de juros foram estabilizadas e depois reduzidas e as intervenções no mercado de câmbio suspensas. Cabe notar que em março o real havia se apreciado em 15% em relação ao pico de outubro de 2001. No entanto, a partir de maio de 2002 surgiu uma nova crise de confiança, relacionada às incertezas quanto ao futuro da política econômica diante da perspectiva de vitória do candidato Luiz Inácio Lula da Silva nas eleições presidenciais de outubro. O colapso da economia argentina e o escândalo das fraudes fiscais em grandes corporações norte-americanas reforçaram a crise, na medida em que aumentaram a aversão internacional ao risco. As conseqüências no mercado de câmbio foram imediatas e ainda mais violentas do que a ocorrida em 2001. De uma média de 734 pontos em abril, o risco-país foi para um nível recorde em torno de 2400 pontos no final de setembro. Em junho, quando o risco-país havia alcançado cerca de 1600 pontos, verificou-se uma virtual interrupção dos fluxos de capitais para o Brasil.

A fim de conter a desvalorização cambial o Banco Central elevou as taxas de juros e praticou intervenções pesadas no mercado de câmbio. Um novo acordo assinado com o FMI reduziu o piso líquido das reservas, de US\$ 15 bilhões para US\$ 5 bilhões, de modo a ampliar o poder de intervenção do Banco Central. As vendas de divisas no segundo semestre de 2002 chegaram a US\$ 8 bilhões, equivalendo a 30% da posição de reservas líquidas em 30 de junho daquele ano. Foi o período de maior intervenção vendedora no mercado de câmbio desde o início do regime de flutuação. Mesmo assim, de abril a outubro a moeda depreciou-se mais de 64%, chegando a cotar acima dos R\$3,90 nos dias de maiores turbulências (Souza & Hoff, 2006).

Com a posse do novo governo e a clara demonstração de que não haveria rupturas na política econômica, ocorreu uma reversão da desconfiança pelo mercado já em janeiro de 2003. Em seguida da posse do novo presidente, a taxa Selic foi aumentada de 25% para 26,5%, enquanto a meta para o superávit primário foi fixada em 4,25%, acima do que era recomendado pelo FMI. Como resultado, verificou-se a queda contínua do risco-país e a apreciação da taxa de câmbio, que se manteve ao redor dos R\$2,90 nos últimos meses do ano, conforme pode ser visto no Gráfico 5.

**Gráfico 5 - Taxa de Câmbio R\$/US\$  
Nov. 2002 a Jun.2008**

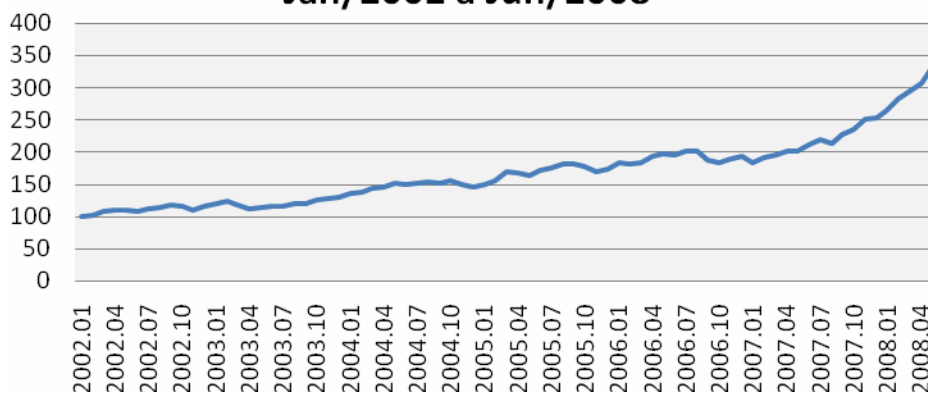


Fonte: Ipeadata

\*Taxa de câmbio comercial- compra- mensal- fim do período

Devido ao aquecimento da economia mundial e à intensificação do aumento nos preços das *commodities* a partir de 2004 (ver Gráfico 6), a taxa de inflação observada e esperada passaram a se afastar de forma persistente da meta. Por causa disto o Comitê de Política Monetária (COPOM) optou apertar a liquidez até setembro de 2005, através do aumento da taxa básica de juros.

**Gráfico 6- Índice Preço Geral das  
Commodities  
Jan/2002 a Jun/2008\***



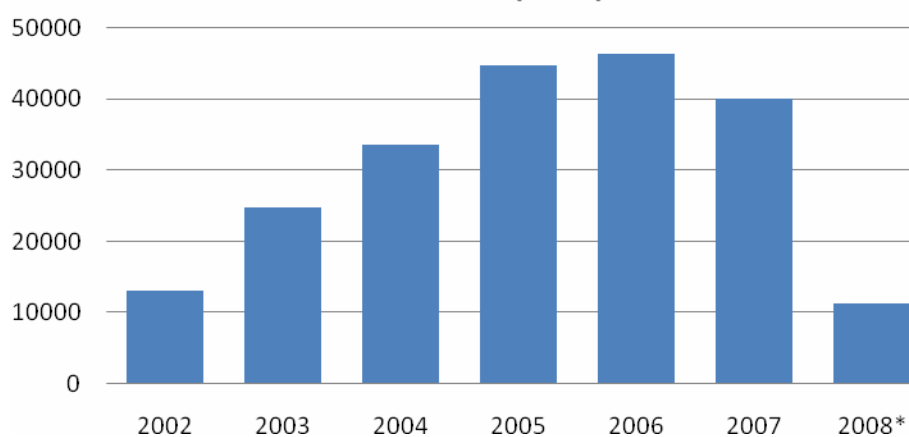
Fonte: Ipeadata

\*Obs.: Janeiro de 2002=100

Em paralelo ao do recrudescimento da política monetária, a balança comercial seguiu apresentando superávits substanciais (ver Gráfico 7), contribuindo significativamente para reduzir a vulnerabilidade externa da economia. Além disso, a perspectiva de aumento dos desequilíbrios comerciais dos EUA devido à continuidade de seu crescimento provocou uma intensificação nas apostas na depreciação do dólar. A combinação dos fatores: a) aumento da taxa de juros doméstica; b) resultados comerciais excepcionais; e c) perspectiva de depreciação do dólar, tornaram os investimentos em reais atraentes para os investidores estrangeiros, o que provocou uma forte tendência de valorização da moeda doméstica a partir de outubro de 2004 (Souza & Hoff, 2006).



**Gráfico 7 - Saldo anual FOB da Balança Comercial (US\$)**



Fonte: Banco Central do Brasil

\*Obs.: valor em milhões de dólares; 2008 saldos acumulado até Junho

Aproveitando a tendência à apreciação cambial, o Tesouro anunciou a compra de US\$700 milhões em dezembro, a fim de se antecipar ao vencimento de parcelas da dívida externa do início de 2005. Em pese às afirmações do governo de que não tinha metas para a taxa de câmbio e que o objetivo das compras do Tesouro era somente o de manter o nível de reservas, a atitude foi interpretada como um sinal de que em breve o Banco Central passaria a comprar divisas. Como esperado, de dezembro a março de 2005 o Banco Central intensificou suas compras, adquirindo nos quatro meses um montante de USD 12,9 bilhões. Por outro lado, os resgates dos títulos cambiais tinham se praticamente se esgotado, mas como a demanda por reais no mercado futuro não parava de aumentar, em fevereiro o Banco Central passou a atuar no mercado futuro de dólares como comprador, através de um tipo de operação conhecida como *swap* reverso. Neste tipo de operação, o Banco Central ficava de um lado passivo em taxa de juros, mas de outro ativo na variação cambial. Entre fevereiro e março, foram colocados no mercado cerca de USD 9,0 bilhões por meio destes instrumentos (Souza & Hoff, 2006).

O custo fiscal das intervenções do governo é bastante elevado, quer o das compras à vista, que precisam ser esterilizadas via colocação de títulos, quer o dos *swaps* reversos, no qual o Banco Central assume uma posição de clara desvantagem quando a perspectiva é de apreciação da taxa de câmbio e aumento da taxa de juros. Ambos estavam impondo um custo adicional à dívida pública, que já estava pressionada pelo aumento da taxa de juros iniciado

no final de 2004. Embora os custos das intervenções sejam sabidamente elevados, a eficácia destas é discutível. Deve-se considerar também que dadas as dificuldades de convergência da inflação para as metas, a autoridade monetária tenha optado por aceitar a apreciação como forma de facilitar este processo. Seja qual for o motivo, ocorreu que de abril a setembro de 2005 o Banco Central se manteve completamente ausente do mercado de câmbio, apesar de a taxa de câmbio ter continuado sua tendência de valorização no período.

Em outubro de 2005, a fim de amenizar a valorização do real, o Banco Central retomou as compras volumosas no mercado à vista adquirindo, no último trimestre de 2005 um montante de US\$11,3 bilhões e em novembro retomou a colocação de *swaps* reversos, vendendo de cerca de USD 1,4 bilhões, e anunciou a venda de US\$ 500 milhões diários a partir de dezembro. No entanto, mais uma vez o Banco Central não teve êxito em conter a tendência de longo prazo de apreciação do real.

Em maio de 2006 o mercado de câmbio voltou a ficar agitado. Houve uma depreciação de 13% no mês devido, sobretudo, à perspectiva da trajetória da taxa de juros norte-americana como consequência direta do comportamento desfavorável da inflação, impulsionada pela elevação no preço do petróleo, provocando a deterioração e volatilidade dos ativos nos mercados financeiros internacionais. No período de maior turbulência, entre 10 e 23 de maio, as bolsas de valores do Brasil, México, Argentina e Rússia mostraram quedas de 10,5%, 7,6%, 15,3% e 15,7%, respectivamente. Assim, “as incertezas em relação à trajetória da inflação nos EUA e à continuidade do ciclo de elevação das taxas de juros naquele país desencadearam um aumento da aversão ao risco, o que levou à desvalorização tanto das principais bolsas de valores quanto dos títulos da dívida e das moedas dos países emergentes” (Ata COPOM, Reunião 119). Entretanto, a partir de junho, com a estabilização que se verificou após a turbulência, o real tornou a valorizar-se seguindo os fundamentos da economia, com o saldo comercial fechando 2006 em US\$46,1 bilhões e as reservas internacionais com um acréscimo de US\$32 bilhões.

Uma nova turbulência nos mercados financeiros internacionais só viria a irromper na segunda metade de julho, provocando, até a primeira de agosto, uma depreciação de 13,5% do real frente ao dólar americano. A crise no mercado imobiliário americano de hipotecas de segunda linha (*sub-prime*), que afetou o mercado de crédito e outras classes de ativos, provocou, a partir de 18 de julho de 2007, uma crise de confiança geral no sistema financeiro e falta de liquidez bancária, generalizando a aversão ao risco e reduzindo a liquidez no mercado internacional. Como consequência, o cenário passou a ser de alta volatilidade, com

quedas expressivas e desmonte de posições nas bolsas, empoçamento da liquidez mundial e recuos pontuais nos preços da energia e das *commodities*.

Nesse momento, os principais bancos centrais foram levados a fazer, por meio de operações de mercado aberto, vultosas inversões de curto prazo, de sorte a manter suas taxas básicas próximas daquelas estabelecidas pelas metas. O temor de contágio do setor real da economia e o aumento da aversão ao risco ocasionaram a migração de aplicações para ativos considerados mais seguros, o que motivou a desvalorização do real frente ao dólar, a queda do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) e a elevação do risco-país. Porém, uma ação coordenada de diversos bancos centrais, injetou recursos no mercado interbancário, e a redução da taxa de desconto do *Federal Reserve* (Fed) em 0,50 pontos percentuais em 17 de agosto, contribuíram para amenizar o ambiente de *stress* nos mercados financeiros internacionais (Ata COPOM, Reunião 129).

Assim, a tendência a valorização do real logo foi retomada. As exportações anuais atingiram em 2007 o recorde de US\$160,6 bilhões, havendo um acréscimo de 9,8% no índice de preços dos produtos exportados o que contribuiu fortemente para o crescimento das reservas internacionais em US\$94,5 bilhões no ano, totalizando US\$180,3 bilhões em dezembro. A apreciação da taxa de câmbio acompanhou o *boom* das *commodities* iniciado em janeiro de 2007 até o período que esta monografia analisa, conforme Gráfico 1.

## 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após o fracasso das políticas ortodoxas e dos planos heterodoxos em combater a hiperinflação, na metade dos anos 1980, a Argentina e o Brasil lançaram mão do Plano de Conversibilidade e do Plano Real, respectivamente, no começo dos anos 1990, com vistas à estabilização dos preços utilizando o câmbio como âncora. Diferentemente dos outros, estes planos vieram a ter êxito.

Durante a vigência do Plano de Conversibilidade a taxa de câmbio nominal do peso por dólar americano não variou, pois o governo argentino instituiu, por lei, a paridade unitária entre as moedas. O Plano Real, por seu turno, não foi tão longe quanto à rigidez na taxa de câmbio. No Brasil, a pesar de se ter instituído a paridade R\$1,00=US\$1.00 quando da implantação da nova moeda, o governo optou por um sistema de bandas móveis que permitia a taxa de câmbio flutuar dentro de um patamar que se modificava de acordo com as condições do mercado. Por causa disso, desde sua implantação em 1994 até os primeiros dias de 1999, a taxa de câmbio se desvalorizou apenas 20%. Isto permitiu ao Brasil uma maior flexibilidade e tornou menos dolorosa do que na Argentina a transição para o regime de câmbio flutuante quando do esgotamento do mecanismo de âncora cambial.

Entretanto, em paralelo ao processo de controle da inflação, verificou-se no Brasil o desenvolvimento de grandes desequilíbrios nas contas públicas e no setor externo que, juntamente com a crise geral de confiança nos países emergentes que surgiu após a crise dos “Tigres Asiáticos” e da Rússia, provocaram uma fuga em massa de capitais por medo de um inadimplemento externo brasileiro e uma desvalorização. A perda de reservas foi tão grande que o governo foi forçado a deixar a taxa de câmbio flutuar.

Com a normalização do mercado cambial, depois da disparada inicial da taxa de câmbio, definiram-se as regras do regime de flutuação, o Banco Central atuaria no mercado de câmbio para reduzir o excesso de volatilidade. Desde então, a taxa de câmbio tem se movimentado de acordo com os fundamentos da economia e com as expectativas dos mercados financeiros internacionais.

Na Argentina, o sistema de *currency board* também teve êxito em combater com rapidez a inflação. Mas ao passo de alguns anos começou a se fazer sentir o desequilíbrio que o descompasso entre as economias argentina e estadunidense provocava sobre as variáveis econômicas do país. Somado a isso, a seqüência de choques externos na segunda metade dos anos 1990 contribuiu para que ocorresse uma substancial perda de divisas que, aliada à

desaceleração do crescimento da economia norte-americana, empurrou a Argentina para uma profunda recessão. Em janeiro de 2002 o governo não conseguiu mais sustentar o peso tão valorizado frente ao dólar e liberou o câmbio. Assim, tanto o Brasil quanto a Argentina conseguiram estabilizar suas economias por que a situação de aumento da liquidez internacional contribuiu para o ingresso de capitais nesses países, mas foi também a valorização da taxa de câmbio, resultante disso, e a fuga desses capitais que provocaram a crise no balanço de pagamentos que derivou no colapso do regime de câmbio administrado.

Após a grande desvalorização inicial, o mercado de câmbio começou a se estabilizar e o peso passou a se apreciar. Contribuiu para isso os reforços nos controles de capitais e a sistemática política de intervenção no mercado levada a cabo a partir de junho de 2002, mas acima de tudo, o próprio comportamento do mercado financeiro provocou a reversão da tendência de desvalorização do peso quando os ativos argentinos passaram a ser vistos com valores extremamente baixos, em dólares, devido à depreciação da moeda. Entretanto, a partir do governo de Néstor Kirchner a taxa de câmbio deixou de se valorizar. O governo explicitou sua intenção de manter uma *taxa de câmbio competitiva* como parte de sua política econômica, a fim de recuperar suas contas externas e internas, via tributação das exportações. Assim, mesmo com o ciclo de alta no preço das *commodities* e a recuperação dos investimentos externos, o peso argentino não acompanhou a desvalorização do dólar em muitos países, ocorrida a partir de 2004.

Conclui-se que o Brasil e Argentina, ao longo do período estudado, se valeram de políticas cambiais distintas. O Plano de Conversibilidade teve conseqüências nefastas à economia argentina, mas a política cambial posterior de sustentar uma *taxa de câmbio competitiva* tem colaborado para o crescimento da economia e recuperação das contas públicas. Portanto, desde então, a taxa de câmbio vem sendo utilizada como um instrumento da política monetária a favor do crescimento da atividade econômica. No Brasil, a maior flexibilidade de Plano Real, não trouxe conseqüências graves para a economia quando de seu esgotamento, e a política econômica adotada logo depois, deixou de centrar-se no câmbio, que passou a interferir apenas indiretamente na política econômica, devido ao *pass-through* da desvalorização da taxa de câmbio para a inflação. Assim, ao contrario do que fez a Argentina, o governo brasileiro não colocou a taxa de câmbio a favor do crescimento. Possivelmente a prioridade conferida por cada governo à estabilidade de preços e ao crescimento deve ter guiado esta decisão.

## 5 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARIDA, Pésio. Revista de Economia Política, vol. 23, nº 3 (91), julho-setembro/2003. **Ainda sobre a Conversibilidade**. Disponível em:

[http://www.ufrgs.br/decon/VIRTUAIS/eco02006a/texto15\\_arida.pdf](http://www.ufrgs.br/decon/VIRTUAIS/eco02006a/texto15_arida.pdf)

Acessado em: 24/06/2008

AVERBUG, A. & GIAMBIAGI F. **A Crise brasileira de 1998/1999 - Origens e Consequências**.

<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/td/Td-77.pdf>

Acessado em: 24/06/2008

BATISTA JR., Paulo Nogueira. **Argentina: uma crise paradigmática**. Estud. av., São Paulo, v. 16, n. 44, Apr. 2002 .

Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-40142002000100006&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-40142002000100006&lng=en&nrm=iso)

Acessado em: 11/06/2008

BRASIL. **10 anos de câmbio flutuante no Brasil**. Banco Central do Brasil

Disponível em:

<<http://www4.bcb.gov.br/Pec/ApPron/Apres/10AnosDeCambioFlutuantevf.pdf>>.

Acessado em: 24/01/2009

CARDIM, Fernando de C. [et al] **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Prática**. Rio de Janeiro. Elsevier, 2000

CASTAÑEDA, Rolando H. **Lecciones de La Experiencia de Reformas y de la Crisis Argentina**. 2002.

Disponível em: [http://andres.spognardi.googlepages.com/crisis\\_arg.pdf](http://andres.spognardi.googlepages.com/crisis_arg.pdf)

Acessado em: 11/06/2008

CETRÁNGOLO, O. HEYMANN, D. & RAMOS, A. Macroeconomía en recuperación: la Argentina post-crisis. In KOSACOFF, B. (Org.) **Crisis, recuperación y nuevos dilemas: la economía argentina 2002-2007**. Buenos Aires: CEPAL – Colección de Documentos de proyectos, 2007.

Disponível em: [www.cepal.cl](http://www.cepal.cl)

Acessado em: 13/04/2009

CONTI, Bruno M. de & VALENTE Frederico S. P. F. **As Controvérsias Teóricas que Rondam a Escolha de Regimes Cambiais em Países Emergentes**. Sociedade Brasileira de Economia Política.

Disponível em:

[http://www.sep.org.br/artigo/641\\_f61d81700939d0372c2e38f0d573a58a.pdf?PHPSESSID=93c69bf512f15aacfd4cac3a9c](http://www.sep.org.br/artigo/641_f61d81700939d0372c2e38f0d573a58a.pdf?PHPSESSID=93c69bf512f15aacfd4cac3a9c)

Acessado em: 05/04/2008

EICHENGREEN, Barry J. **A Globalização do Capital**: uma história do sistema monetário internacional. São Paulo. Editora 34, 2000.

EICHENGREEN, Barry e BRADFORD, J. **Between Meltdown and Moral Hazard- The International Monetary and Financial Policies of Clinton Administration**. Disponível em: <http://papers.nber.org/papers/w8443> Acessado em: 15/06/08

FALCÃO, M. L. S. **Plano Real e Âncora Cambial**. Revista de Economia Política, vol. 22, nº 3 (87), julho-setembro/2002

FERRARI FILHO, F. Uma agenda econômica pós-keynesiana para a economia brasileira: da tríade mobilidade de capital, flexibilidade cambial e metas de inflação à proposição de uma estratégia econômica alternativa. In BENECK, Dieter W.; NASCIMENTO, Renata. (Orgs). **Opções de política econômica para o Brasil**. Rio de Janeiro: Konrad-Adenauer, 2003.

FRENKEL, F. & RAPETTI, M. **Política Cambiaria y monetária en Argentina después del colapso de la convertibilidad**.

Disponível em:

[http://www.cepr.net/documents/publications/argentina\\_2007\\_04\\_spanish.pdf](http://www.cepr.net/documents/publications/argentina_2007_04_spanish.pdf)

Acessado em: 03/04/2009

GAROFALO FILHO, Emilio. **Câmbio, ouro e dívida externa – de Figueiredo a FHC**. São Paulo. Saraiva, 2002.

GIAMBIABI, F. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: os anos FHC (Capítulo 7) In GIAMBIABI, F. et al. **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro. Editora Campus Elsevier, 2005.

GONÇALVES, Reinaldo. **Maxidesvalorização, vulnerabilidade externa e a crise brasileira**. 1999.

Disponível em:

<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/viewPDFInterstitial/1766/2134>

Acessado em: 05/07/2008

ILHA, A. da S. & Rubin, L. **Estabilização com Base no Câmbio: uma Análise Comparativa das Experiências da Argentina e do Brasil**. Economia e Desenvolvimento, nº 13, agosto/2001

Disponível em:

[http://w3.ufsm.br/eed/edicoes\\_artigos/edicao\\_13/n13\\_02.pdf](http://w3.ufsm.br/eed/edicoes_artigos/edicao_13/n13_02.pdf)

Acessado em: 21/06/2008

LAUAR, V. G. & CUNHA, P. H. **A Recuperação da Economia Argentina: origens, dinâmica e desafios.** Sociedade Brasileira de Economia Política. XII Encontro Nacional de Economia Política. 2007.

Disponível em:

[http://www.sep.org.br/artigo/\\_\\_823\\_efddbcb1bf29f2641b81905f5c77c924.pdf?PHPSESSID=93c69bf512f15aacfd4cac3a9c](http://www.sep.org.br/artigo/__823_efddbcb1bf29f2641b81905f5c77c924.pdf?PHPSESSID=93c69bf512f15aacfd4cac3a9c)

Acessado em: 25/04/2009

SOUZA, F. E. P. & HOFF, R. C. (2006) **O Regime Cambial Brasileiro: 7 Anos de Flutuação.**

Disponível em:

[www.ie.ufrj.br/conjuntura/pdfs/TextoRedeMercosul.pdf](http://www.ie.ufrj.br/conjuntura/pdfs/TextoRedeMercosul.pdf)

Acessado em: 03/03/2009