



1290000952



IE

TCC/UNICAMP C494p

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA II - 2º SEMESTRE 1993



ALUNA: Christiane Ciolfi RA: 901350

ORIENTADOR: Rogério Pereira de Andrade

BANCA: Geraldo Biasoto Jr.

POLÍTICA CAMBIAL E ESTABILIZAÇÃO NO BRASIL

(1986 - 1989)

Dezembro de 1993

TCC/UNICAMP
C494p
IE/952

GEDOC/IE

índice

Capítulo 1 - Introdução.....	01
Capítulo 2 - Estabilização e Balanço de Pagamentos: Questões Teóricas.....	07
Capítulo 3 - A trajetória da Política Cambial: 1985-1989.....	16
Tabelas e Gráficos.....	49
Bibliografia.....	51

Capítulo I - Introdução

O ano de 1982 marcou definitivamente o fim do padrão de financiamento que vinha sustentando o crescimento da economia brasileira ao longo de toda a década de 1970.

A crescente dificuldade de se obter financiamento externo, que vinha se manifestando, principalmente desde 1979, com o segundo choque do petróleo e a brusca elevação da taxa de juros internacional, levou os países devedores a uma posição deficitária de Balanço de Pagamento (BP).

O novo cenário internacional que emergiu a partir da moratória mexicana (decretada em 1982) exigiu uma drástica mudança na condução da política macroeconômica brasileira. Esta deixa de ser direcionada para a promoção do crescimento interno e se volta à necessidade de ajustar o BP. O equilíbrio do BP foi conseguido, até então, pela entrada voluntária líquida de capitais mas, com o fim deste influxo, a restrição externa estrutural do país passa a ser um dos principais problemas macroeconômicos¹.

A restrição externa, por sua vez, trouxe o compromisso de se transferir renda líquida ao exterior. Este fenômeno se impõe ao longo de toda a década de 80 e gera um *trade-off* entre a estabilização dos preços internos e a transferência de recursos ao exterior, pois implica em que a taxa de câmbio

¹ Resende (1983).

esteja sempre desvalorizada em termos reais a fim de incentivar as exportações e gerar mega-superávits comerciais, que passam a se tornar a única forma de obtenção das divisas necessárias para o equacionamento do desequilíbrio externo. No entanto, esta política cambial se mostra realimentadora e aceleradora da inflação.

O Brasil tem uma pauta de importação extremamente concentrada em bens de capital, bens intermediários e petróleo, ou seja, insumos básicos ao funcionamento da economia, que têm seu preço elevado (em moeda nacional) a cada desvalorização cambial. Se considerarmos que as grandes empresas formadoras de preços os definem via *mark up* sobre os custos, e que o mercado brasileiro é altamente protegido, veremos que a política cambial transcende a esfera do ajuste do setor externo.

Há, no entanto, outro mecanismo pelo qual a desvalorização cambial acelera a inflação: a taxa de juros interna.

À estatização da dívida externa promovida no início da década de 80, não houve uma correspondente reestruturação do financiamento do setor público. Isto é, através de uma série de leis, resoluções e avais, além do endividamento direto, estatizou-se a dívida externa sem, contudo, conferir um novo e adequado padrão de financiamento ao Estado brasileiro, pois a carga tributária do período se reduziu, quando deveria ter sido aumentada, forçando a emissão monetária e a colocação de

títulos públicos. Houve a ampliação do endividamento do Estado para que este fosse capaz de promover os pagamentos dos juros e das amortizações da dívida externa ².

No entanto, a crescente instabilidade inerente à própria inadequação do financiamento estatal gerou (e gera) expectativas desfavoráveis, por parte dos agentes econômicos, de que o Estado não é capaz de sustentar esta situação indefinidamente. Em razão disto, as taxas de juros pagas pelos títulos públicos tiveram (como têm até hoje) que ser elevadas a fim de evitar a fuga de capitais para mercados de risco. E, indiretamente, influenciam a formação de preços, pois a taxa de juros, bem como a taxa de câmbio, se mostra como sinalizador de inflação futura quando da busca de referências para os preços na economia.

A política econômica escolhida promoveu o ajustamento do setor privado, que ao longo dos anos 80 deixou de investir e de se endividar, tornando-se credor do setor público. Esta política foi perversa no sentido de que possibilitou ao setor privado auferir valorização financeira expressiva, além de desfrutar de incentivos e de preços defasados de insumos fornecidos pelo setor público, o qual se tornou financeiramente fragilizado³.

Mas, a restrição externa impôs outro *trade-off* à economia brasileira. Há incompatibilidade entre a manutenção do

² Biasoto Jr. (1992).

³ Werneck (1987).

superávit comercial e o crescimento da absorção doméstica. Para que possa ocorrer o crescimento da demanda interna, há necessidade de um aumento na taxa de investimento, o que implica na redução do superávit comercial em função da pauta de importações e de exportações brasileira. Este fenômeno decorre do fato de que os bens de capital e intermediários necessários ao investimento produtivo têm que ser importados e os bens exportáveis são redirecionados ao mercado interno em momentos de expansão econômica em função da elevação da demanda doméstica. Tal dilema ficou claro em 1986, com o Plano Cruzado.

A política econômica adotada no início dos anos 80 como forma de garantir a continuidade das transferências ao exterior levou a economia a um ajuste recessivo e elevou os preços relativos dos bens de capital importados em função das desvalorizações cambiais. Posteriormente, as várias políticas de congelamento de preços acabaram por estimular um comportamento defensivo das margens de lucro dos produtores internos de bens de capital⁴. Decorre daí um sensível encarecimento do investimento.

Também do ajustamento imposto pela necessidade de geração de mega-superávits comerciais advêm intensas alterações da propensão marginal a consumir, a qual nos períodos de aceleração econômica torna-se importante restrição à manutenção dos saldos comerciais em função da elevada riqueza financeira

4 Carneiro (1991), p. 64, 65.

acumulada, cujo alto grau de liquidez permite que se converta com rapidez em consumo de bens duráveis⁵.

Tendo em vista a incompatibilidade entre a estabilização econômica com o prosseguimento das transferências de recursos ao exterior é que nos propomos a estudar e apontar a forma pela qual a restrição externa acabou por interferir e mesmo determinar a condução da política macroeconômica entre os anos de 1986 e 1989. Este é um período rico de análise pois apresenta 3 distintas tentativas heterodoxas de enfrentamento da questão inflacionária baseadas no tratamento de choque: o Plano Cruzado, o Plano Bresser e o Plano Verão. Todos os três planos visavam a estabilização dos preços e todos terminaram, cedo ou tarde, condicionados pela crise cambial imposta pela restrição externa, a qual fazia necessária a desvalorização do câmbio e acabava por elevar o nível da dívida interna do setor público (principal detentor da dívida externa), pois este não tinha outra forma de financiamento para obter junto ao setor privado as divisas necessárias ao envio de remessa de juros ao exterior a fim de honrar compromissos assumidos junto aos credores internacionais.

A fim de demonstrarmos a ligação e influência que a política cambial tem e exerce sobre o conjunto da política econômica, pretendemos começar com uma discussão teórica do tema, apresentando e criticando alguns modelos que abordam a estabilização do balanço de pagamentos baseados em diferentes

5 Carneiro (1991), p. 64, 65.

interpretações e pressupostos, culminando com a proposta de estabilização do FMI.

Posteriormente, passaremos ao caso brasileiro, discutindo de forma mais direta como a restrição externa acabou por se impor e impedir a estabilização dos preços internos no período estudado. Para tanto, serão discutidas as três tentativas heterodoxas implementadas ao longo do governo Sarney, sempre tendo a trajetória da política cambial como fio condutor. São abordados os principais ingredientes dos planos heterodoxos de estabilização, o cenário macroeconômico à época de sua implementação e as idas e vindas do manejo da política cambial, pois no contexto da economia brasileira no período estudado, a determinação da taxa de câmbio e a condução da política cambial foram aspectos mais sensíveis a partir do qual se pode observar os dilemas de política econômica associados à estabilização e financiamento do balanço de pagamentos.

Capítulo II - Estabilização e Balanço de Pagamentos: Questões Teóricas

II.1 - Introdução

Este capítulo tem como função buscar evidenciar as bases teóricas sobre as quais estão apoiadas as políticas de estabilização do Fundo Monetário Internacional (FMI).

Buscar-se-á discutir a sua inadequação enquanto instrumento de análise para o ajuste do BP brasileiro por não levar em conta a existência da restrição externa, o déficit público de caráter financeiro e a inexistência de um padrão de financiamento de longo prazo para o investimento.

Para tanto, o presente capítulo apresentará e discutirá a abordagem das elasticidades, o enfoque da absorção e o modelo monetarista como uma evolução de uma forma de pensamento, a qual se cristaliza nas políticas de estabilização do FMI.

II.2 - A Abordagem das Elasticidades

Por abordar mudanças nos preços relativos, trata de quantidades de moedas transacionadas e da elasticidade de seu preço.

Propõe que a melhoria do BP desencadeia um efeito multiplicador e um efeito-renda positivos, ainda que menor do que o de uma economia fechada. A variação das exportações,

segundo o enfoque, depende mais da elevação da renda do resto do mundo, enquanto que o volume importado depende da variação da renda doméstica.

A taxa de câmbio é um preço relativo resultante da oferta e da demanda por moeda estrangeira.

Ao trabalhar com preços nominais, conclui que uma elevação da renda nominal doméstica provoca desvalorização real da moeda e quanto maiores forem as elasticidades-preço da demanda por exportações e da demanda por importações, maior será o impacto sobre o BP. Isto ocorre porque os produtos domésticos se barateiam em relação aos externos, incentivando a queda das importações e promovendo um ganho de competitividade externa.

A promoção da deterioração dos termos de troca eleva o emprego doméstico para países que se encontram abaixo do pleno emprego em função do efeito multiplicador.

No entanto, a constante desvalorização cambial não se sustenta no longo prazo pois "se praticada por todos os países, leva à ruptura do comércio internacional"⁶.

A noção de taxa de câmbio de equilíbrio na qual se apoia é questionável pois não pode ser determinada *a priori*, mas sim simultaneamente à taxa de juros, ao nível de demanda efetiva e ao nível de salários nominais, além de sofrer fortes

⁶ Zini Jr. (1993), p. 48.

perturbações decorrentes dos fluxos internacionais de capital. Desta forma, desconsidera que grandes movimentos de capitais ocorram em função da política monetária doméstica e do resto do mundo (o que afeta a taxa de câmbio).

Por supor o nível de preços constantes, negligencia o fato de que a desvalorização nem sempre aumente a renda e o emprego.

Entretanto, acerta ao afirmar que a elasticidade de demanda por exportações e importações deva ser maior que 1 para que ocorram impactos positivos sobre o BP.

II.3 - O Enfoque da Absorção

Como uma crítica ao modelo das elasticidades, este enfoque trata de observar o que ocorre com a renda nacional após uma desvalorização.

Segundo esta abordagem, o saldo da conta corrente é igual à renda doméstica menos o dispêndio (absorção). Desta forma, melhora-se o saldo da conta corrente reduzindo-se o gasto interno e/ou ampliando-se as exportações.

Deixando as mudanças nos preços relativos para um segundo plano, enfoca três efeitos sobre a renda que são provocados pela desvalorização: a) o aumento da produção e do emprego nos setores de *tradeables goods*, caso haja capacidade

ociosa, b) a redução da renda doméstica se medida em moeda estrangeira e, c) uma redistribuição de renda.

O enfoque propõe que se altere o saldo das divisas estrangeiras através da ação da política monetária e creditícia sobre o gasto (reduzindo a absorção), desde que estas não afetem adversamente a renda e o emprego.

No entanto, negligencia os preços relativos, mesmo assumindo que ocorram ajustes destes com a redução da absorção.

A conclusão de que a queda nos gastos melhora a balança comercial é baseada em uma observação *ex-post*, além de que a queda do primeiro não gera necessariamente a referida melhoria da balança comercial. Aqui se encontra implícita a idéia de que um país deficitário gasta mais do que pode, o que é questionável.

Segundo seus próprios argumentos, uma elevação do produto também gera uma melhoria no BP. Entretanto, deixa de explorar este caminho de estabilização do setor externo. Também desconsidera que uma menor absorção conduza a uma redução da renda e não à melhoria da conta corrente, uma vez que pressupõe que o realocamento dos recursos internos se dê instantaneamente.

II.4 - O Enfoque Monetarista

Baseia-se fundamentalmente nos conceitos de pleno emprego, nível único de preços e equilíbrio geral, o que implica na existência de uma mecanismo monetário automático de ajuste do BP ⁷.

Mesmo quando se relaxam as duas primeiras hipóteses, o modelo assume que o processo de ajuste de longo prazo tende ao equilíbrio, mas coloca a possibilidade para a prática da política econômica no sentido de acelerar a fase de transição, incluindo concepções como as do enfoque da absorção e o das elasticidades sem prejudicar o mecanismo de ajuste automático do mercado.

Sob um regime de taxas de câmbio fixas, o ajuste se dá através da alteração no nível de reservas internacionais. O déficit do BP é sanado por uma política monetária restritiva, que leva a um aumento das taxas de juros, o qual atrai capitais externos e estimula a permanência dos capitais nacionais. Já sob taxas de câmbio flexíveis, faz-se o ajuste do BP pela alteração da taxa de câmbio, de acordo com a oferta e demanda por divisas. A volta ao equilíbrio se dá via um ajuste de demanda por moedas estrangeiras e não da sua oferta, que está além do controle da Autoridade Monetária (AM). O equilíbrio se restabelece quando oferta e demanda se igualam.

⁷ Whitman (xxxx)

Esta visão é criticável por considerar a economia mundial como uma grande economia fechada e não formada por economias nacionais, assumindo necessariamente que não existem barreiras comerciais, que os movimentos de capitais são completamente livres e que há perfeita substitutibilidade de produtos e ativos financeiros, além de uma perfeita arbitragem através das fronteiras nacionais ⁸.

Mas a crítica decisiva deva ser feita à hipótese do equilíbrio geral. Com ela surge a necessidade de definir a duração do longo prazo assumido. No caso do enfoque monetarista, esta questão é devida à necessidade de compatibilizá-lo com problemas de política econômica. Quanto mais distante for o longo prazo, maiores serão as influências de perturbações, tornando os prognósticos mais difíceis. Isto gera custos sociais e, dependendo da vontade da sociedade em assumi-los ou não, a política econômica pode ser mudada ou (caso se suponha um mecanismo independente de ajuste) o governo pode vir a intervir para minimizar estes custos sociais.

Além do problema da duração do longo prazo, há outro fato importante a ser destacado: um modelo de equilíbrio, ainda que de longo prazo, não é recomendável para a análise e/ou a proposta de política econômica, pois o contexto real no qual se dão as ações econômicas é marcado pela mudança permanente e, portanto, sujeito à imprevisibilidades. Isto não nos permite

8 Villareal (1986)

falar em equilíbrio como um estado ideal que necessariamente será atingido devido ao resultado das decisões econômicas.

A proposta de liberalização e desregulamentação que este enfoque coloca, ao invés de estabilizar a economia, ajudando o seu desenvolvimento, fragiliza-a e gera acentuada incerteza.

II.5 - As Políticas de Estabilização do FMI

As políticas de estabilização do FMI fundamentam-se nos enfoques monetário e da absorção.

A desvalorização da taxa de câmbio, a contenção da demanda agregada via cortes dos gastos e oferta de moeda "apertada", regras de política salarial e liberalização de preços e juros fazem parte das medidas aconselhadas pelo organismo como forma de combate à inflação e de ajuste do BP. Na verdade, a redução da demanda agregada é ponto central do ajuste preconizado pelo FMI. Os demais pontos são complementares e buscam melhorar a alocação dos recursos produtivos.

O FMI recomenda a desvalorização cambial quando interpreta que os problemas de BP de um certo país não são temporários, passando assim a ser o primeiro passo para o ajuste econômico, apesar de, neste enfoque monetário, a desvalorização cambial ter a função de "corrigir a defasagem causada pela inflação passada"⁹ e não aumentar a capacidade competitiva do país no mercado internacional.

Ao considerar a conta de capital como dada, o FMI preconiza que o ajuste do BP seja feito pelo saneamento (ou melhoria) da conta corrente. Fica implícito aqui seu

⁹ Zini Jr. (1993), p. 61.

entendimentno de que o déficit no BP seja decorrente de um excesso de absorção interna, que leva a uma queda nos níveis de reserva (via expansão do crédito interno). Portanto, para atingir o equilíbrio do setor externo, os gastos públicos e privados devem ser ajustados.

Com base em uma constatação contábil, o FMI indica como necessária a imposição de tetos à expansão do crédito doméstico, através de uma política monetária restritiva, com taxas de juros reais positivas, a fim de elevar a poupança interna e estabelecer um limite para o déficit público, a fim de evitar o *crowding-out* (isto é, a expulsão do setor privado de atividades produtivas por causa da interferência do Estado na economia).

Muda, em consequência do ajuste, a programação financeira do Estado. Esta é feita a partir do estabelecimento de uma meta para o setor externo, que se determina posteriormente às projeções do fluxo de capital externo esperado e o nível de reservas desejado.

Como a meta torna-se a estabilização do BP, a expansão do crédito interno se dá de forma que contribua para tal.

O ajuste proposto pelo FMI passa pela liberalização das taxas de juros, redução ou mesmo extinção da indexação salarial e desvalorização cambial a fim de maximizar a alocação de recursos, com a liberalização comercial e menores interferências na formação de preços, pressupondo uma pronta resposta do mercado.

Entretanto, nos países capitalistas, em virtude das características do mercado, os ajustes são feitos não via preços, mas via produto e emprego, ocasionando piores distributivas em razão da contenção salarial que promove. Isto não permite o redimensionamento propício (sem maiores perdas para o emprego e o produto) do setor de bens *tradeables*.

Há falta de uma orientação para o crescimento. O ajuste é recessivo e assimétrico pois recai somente sobre os países deficitários.

Outro problema é o fato de que o FMI se utiliza de igualdades contábeis (*ex-post*) para analisar o déficit de BP. Igualdades contábeis são efeitos e não a causa do desequilíbrio do setor externo uma vez que apenas ilustram (posteriormente) o resultado das transações do país com o resto do mundo.

Capítulo III - A Trajetória da Política Cambial: 1985-1989

III.1 - A Economia Brasileira e a Política Econômica em 1985.

Em 1985 observou-se diversos resultados setoriais positivos, que levaram a um crescimento de 8,3% do PIB, o maior desde 1976 ¹⁰. Tal crescimento apoiou-se, em grande medida, na expansão da massa salarial (cerca de 20,5%) em função do aumento do emprego e salário médio, geradores de consumo.

A equipe do ministro Dornelles lançou em abril uma política econômica fundada no corte dos gastos públicos e na política monetária restritiva. Era uma tentativa de facilitar as negociações da dívida externa com o FMI e de aproximar-se de um possível pacto social.

Como forma de aprofundar a queda da inflação, o governo implementou um congelamento temporário de preços públicos e controle de preços privados. Como consequência, a inflação caiu de 12,7% em março para 7,2% em abril.

No entanto, a nova forma de cálculo da inflação captava uma inflação passada mais elevada (pois era uma média geométrica dos índices de inflação dos últimos três meses),

¹⁰ Carneiro & Miranda (1986)

pressionando o congelamento e o controle de preços. Em decorrência disto, em junho, o Conselho Interministerial de Preços (CIP) concedeu vários aumentos ao setor privado. Também foram descongelados os preços públicos.

O repique inflacionário só não foi mais forte, pois menores reajustes foram concedidos à indústria num primeiro momento. A defasagem seria compensada por um maior número de reajustes¹¹.

No último trimestre de 1985, conjuntamente com este momento de recomposição de preços, houve um choque agrícola que coincidiu com o período da entressafra da carne. Isto levou a mudanças nos preços relativos. Por sua vez, setores que estavam impossibilitados de melhorar sua rentabilidade puderam fazê-lo devido ao grande crescimento do mercado interno, que então se observava.

Esta mudança dos preços relativos e a existência de mecanismos generalizados de correção monetária terminaram por lançar a inflação para um patamar mais elevado, gerando um comportamento defensivo na formação de preços.

Em 1985, persistia o mega-superávit da balança comercial pelo terceiro ano consecutivo e a taxa de juros internacional estava em queda. As minidesvalorizações diárias da taxa de câmbio eliminavam especulações em torno de correções cambiais abruptas. Também se reduziram os preços internacionais

11 Modiano (1990).

das *commodities* o que indica que a manutenção do saldo comercial foi em razão de um aumento do volume físico exportado.

Esta ampliação das exportações e a maior demanda interna exerceu dupla pressão sobre a indústria, que em resposta, ocupou capacidade ociosa. Contudo, o investimento em ampliações de capacidade produtiva era prioritário para se evitar pressões de demanda sobre os preços e para se manter o saldo comercial.

A política econômica adotada visava compatibilizar as exportações e o consumo interno em um "quadro de crescente esgotamento da capacidade utilizada na indústria"¹² e de ampliação do déficit público decorrente da elevação dos encargos relativos às taxas de juros pagas na rolagem da dívida interna.

Na gestão Dornelles do início do governo Sarney, que compreende o período de março a agosto de 1985, seguia-se uma política econômica mesclada por uma política salarial não restritiva e por uma forma ortodoxa de entender a relação entre déficit público e inflação. Isto levou a busca de cortes arbitrários, não seletivos, de gastos governamentais como forma de reduzir o déficit público, a dívida interna e a inflação, desconsiderando assim o caráter financeiro deste déficit.

¹² Carneiro & Miranda (1986), p. 12.

Foi colocada em ação uma política monetária restritiva com o intuito de se promover um financiamento de mais longo prazo não inflacionário do Estado. Entretanto, o caráter financeiro do déficit gerou um efeito contrário e piorou a situação das contas públicas na gestão do ministro Dornelles.

Apesar de reduzir temporariamente a inflação, a política de controle de preços e de tarifas públicas (que ficaram congeladas durante o início da gestão Dornelles) não foi suficiente para baixar os preços da economia como um todo de maneira sustentada.

A fórmula de cálculo da correção monetária e da taxa de câmbio baseava-se na média da inflação do último trimestre. Como a correção monetária acabou ficando abaixo da inflação, quando esta começou a se acelerar, houve uma fuga para mercados de risco e ativos reais, causando aumento de consumo de bens duráveis e especulação com produtos agrícolas, o que se refletiu em uma aceleração inflacionária em agosto daquele ano.

A aceleração da inflação agravou o déficit público e provocou a elevação das taxas de juros. Isto acabou por inviabilizar a continuação da rolagem da dívida pública uma vez que os bancos tinham custos maiores do que a sua rentabilidade média para financiar suas carteiras de títulos no *overnight*. No caso da trajetória da taxa de câmbio observa-se uma pequena valorização em virtude do fato de que os reajustes baseados na

fórmula apontada ficavam abaixo da inflação verificada (ver tabela 2).

Uma nova proposta de política econômica veio em setembro de 1985, com o ministro Funaro, que adota uma política gradualista para enfrentar a inflação.

Logo que assumiu, tomou medidas emergenciais e buscou reorientar os gastos públicos. Acomodou a política de juros, reduzindo a remuneração dos títulos públicos e optou pela importação de alimentos. Simultaneamente, tentou fazer com que o consumo interno crescesse no mesmo compasso com a oferta. Para isto, restringiu o crédito ao consumidor e pressionou por reivindicações salariais moderadas.

Em novembro de 1985, um choque agrícola delineou uma tendência para nova elevação de preços (seguida pelo setor de bens de consumo duráveis), acabando com a pequena queda da inflação que vinha tendencialmente se apresentando (ver tabela 1).

Enquanto no setor agrícola a colocação adequada de estoques e de importações poderia atenuar a pressão inflacionária em um período de tempo relativamente pequeno, no setor industrial era necessário esperar o aumento da capacidade de produção, o que, por ser mais lento, poderia gerar pressões para a elevação de preços.

é em novembro que, através de uma estratégia econômica arriscada, o ministro tenta pôr em prática uma ação mais completa de combate da inflação. Esta política incluía privatizações, tributação da riqueza financeira, aumento da carga tributária das grandes empresas, redução das taxas de juros, recomposição dos preços e tarifas públicas, menores gastos públicos e menores *floats* bancários.

Contudo, a aceleração inflacionária inviabilizaria a estratégia. Havia o problema de que a recomposição dos preços por si só alimentava a reaceleração inflacionária e a redução do *float* bancário comprometia os lucros que seriam tributados. Como se vê, a estratégia era arriscada ao tentar reorientar a economia para o mercado interno, dadas as fortes pressões advindas da indexação generalizada quando a inflação se encontrava a 230% a.a., da dívida interna e da dívida externa, a qual continuava sem um novo acordo¹³.

III.2 - O Plano Cruzado

Ainda que tivessem ajustado o setor externo, os planos de cunho ortodoxo não contiveram a escalada inflacionária ao longo da primeira metade dos anos 80. A inflação saltara de patamar de 1979 para 1980 em função do segundo choque do petróleo e do choque cambial, da política de preços realistas e do aumento da frequência dos reajustes salariais de anual para

13 Carneiro & Miranda (1986).

semestral e, em 1983, por causa de nova maxidesvalorização cambial de 30%¹⁴.

O fato de que a partir de então, na ausência de novos choques, a inflação ter-se estabilizado em taxas mensais de cerca de 10% deu força à interpretação de que um caráter inercialista impedia que baixasse.

Uma vez assumida a tese de que a inflação era inercial, para que se estabilizasse a economia, o ponto fundamental a ser atacado era a indexação generalizada da economia que preservava a memória inflacionária.

Como a inflação se ameaçava se acelerar em função de choques periódicos de oferta, além de se manter inflexível para baixo por causa do sistema de indexação, partiu-se, em 28/02/86, para uma abordagem heterodoxa baseada no congelamento dos preços e rendimentos, seguido de política monetária e fiscal passivas. No que toca à política cambial, como supunha-se que a taxa de câmbio estava relativamente ajustada, dispensou-se a aplicação de uma desvalorização real abrupta junto ao congelamento.

Promoveu-se o corte de três zeros da moeda, que passou de Cruzeiro para Cruzado; procurou-se corrigir os salários de forma a evitar uma forte redistribuição de renda, mas conferindo-lhes um ganho real.

¹⁴ Modiano (1990).

Foi criado um novo indexador cuja base era a data da implementação do Plano Cruzado para evitar a memória inflacionária e criou-se um desindexador da economia que foi aplicado a contratos pré-fixados, o qual ficou conhecido como *tablita*.

A correção monetária foi proibida para contratos com duração inferior a um ano, com exceção da caderneta de poupança, a qual passava a render trimestralmente.

Ficavam congelados preços, salários, aluguéis, contratos de curto prazo e as Obrigações do Tesouro Nacional (OTN), estas últimas por 12 meses. Os contratos pós-fixados sofreriam desconto da correção monetária, recebendo somente os juros.

A questão central pendente diz respeito à discussão do serviço da dívida interna e externa sobre a capacidade de gasto do Estado, já que o desequilíbrio financeiro do setor público estava diretamente ligado ao seu endividamento externo. Dado que a dívida interna estava atrelada à dívida externa, o equacionamento das finanças públicas passava, necessariamente, pela reestruturação dos compromissos externos.

Buscou-se uma forma de compatibilizar os pesados encargos financeiros com a ampliação de gastos do setor público de forma que os investimentos produtivos substituíssem os

gastos financeiros. Esta escolha decorria da opção pela reorientação da economia para o mercado interno¹⁵.

Entretanto, a estratégia de política fiscal adotada em dezembro de 1985 era incompatível com a nova realidade econômica pois nela estava implícita a existência do imposto inflacionário.

A política monetária encontrava dificuldades para sintonizar as taxas de juros. Se subissem muito, onerariam o programa de investimentos anunciados ao elevar o déficit público. Se caíssem muito, estimulariam a especulação com estoques e moedas estrangeiras, ameaçando o Plano de Estabilização.

Também se apresentava a questão da continuação das transferências de recursos ao exterior que, no curto prazo, era problemática somente para o setor público, o principal detentor da dívida externa, que tinha que comprar as divisas junto ao setor privado, pouco endividado. Mas, no longo prazo, surgia a questão do padrão de financiamento a ser oferecido ao investimento produtivo, dado que os bancos privados nacionais nunca supriram esta necessidade, a qual era atendida pelo Estado. Por esta razão, o sucesso do plano dependia de que se solucionasse da forma mais adequada possível a questão da dívida externa.

¹⁵ Modiano (1990).

III.3 - A Política Cambial em 1986.

A posição favorável da taxa de câmbio real deu as condições necessárias ao congelamento da taxa de câmbio nominal em Cz\$ 13,84 por dólar. O congelamento da taxa de câmbio nominal durou cerca de oito meses. Somente em 16/10/86 deu-se a primeira desvalorização (1,81%). Foi uma tentativa de atenuar a incerteza cambial que se generalizava em decorrência da queda do saldo comercial.

Tal queda resultou da postura de se privilegiar o abastecimento interno, através do atendimento da demanda doméstica, o que redirecionava a produção exportável e também aumentava a demanda por importações.

Também colaboraram para a intensificação das incertezas cambiais, as medidas de ajuste tomadas em julho (pelo qual o governo dava sinais inflacionários à economia) e as altas taxas de juros praticadas pelo Banco Central para que estas se ajustassem às novas expectativas inflacionárias.

O congelamento da taxa de câmbio começava então a ter suas bases corroídas pela elevação dos custos dos bens de exportação - por causa das maiores taxas de juros, do aumento dos salários reais e da disseminação do ágio na economia. No entanto, como o mercado interno estava aquecido, oferecendo melhor rentabilidade, foi a opção encontrada pelos produtores, que se defrontavam com o *trade-off* demanda doméstica/demanda

externa, por estarem próximos ao nível máximo de ocupação da capacidade produtiva.

Mas a necessidade de se manter elevados saldos comerciais para se honrar o serviço da dívida externa se tornou incompatível com a pressão de demanda e o congelamento da taxa de câmbio. O surgimento de especulações localizadas e, conseqüentemente, a perspectiva de uma eminente crise cambial de maiores conseqüências que se refletia violentamente no mercado paralelo do dólar (ver gráfico 1), obrigou o governo a decretar a primeira desvalorização do cruzado em outubro, sinalizando para uma flexibilização da política cambial.

Entretanto, ao invés de atenuar a incerteza, a medida reforçou o crescimento do ágio no mercado paralelo e levou a um atraso dos fechamentos de contratos de câmbio dos exportadores, gerando uma nova e mais profunda onda especulativa, pois a expectativa dos agentes econômicos era de uma maxidesvalorização real do cruzado.

Em novembro, em uma nova tentativa de frear a especulação e evitar o aprofundamento da crise cambial, o governo assumiu o risco cambial e criou os depósitos denominados em moeda estrangeira remunerados pela *LIBOR* para exportadores, importadores e investidores estrangeiros que adiantassem o envio de capital para futuros investimentos, além de retomar a política das minidesvalorizações. Esta última providência contribuiu para recuperar a posição dos indicadores

tradicionais de competitividade das exportações como o índice da taxa de câmbio real efetiva (relação cruzado/cesta de moedas indicada na tabela 2).

Este conjunto de medidas adotado reduzia, ainda que parcialmente, a política econômica segundo concepções ortodoxas. Isto decorria da tentativa de obter novos empréstimos internacionais e recursos externos e como forma de equacionar de modo alternativo o financiamento do balanço de pagamentos (BP).

A retomada da política de desvalorizações cambiais frequentes persistiu até a nova troca de ministros, em abril de 1987. Neste momento, o ministro Bresser Pereira assume e decreta uma mididesvalorização cambial, expediente que viria a se repetir quando da implementação do chamado Plano Bresser em junho de 1987.

III.4 - O Plano Bresser

Com a crise do Plano Cruzado, a economia brasileira foi impactada pela restrição externa decorrente da não renegociação da dívida externa e pela incapacidade de setores internos de atenderem à demanda doméstica, o que ocasionou um aumento de importações.

Via-se, portanto, que qualquer nova tentativa de estabilização da economia brasileira teria que,

simultaneamente, tentar equacionar 1) o problema da restrição externa, que tornava necessária uma balança comercial superavitária (gerando efeitos inflacionários), e 2) a questão do financiamento do setor público, para que este voltasse a investir em infra-estrutura produtiva e social.

Partindo de um diagnóstico de que havia um excesso de demanda agregada, o novo choque heterodoxo foi colocado em ação em junho de 1987 e, contrariamente ao Plano Cruzado, sua preocupação inicial foi a de ajustar o BP à crise cambial imposta pela restrição externa, além do combate ao déficit público.

O Plano Bresser não tencionava, em um primeiro momento, eliminar a indexação da economia, nem tão pouco zerar a inflação. Visava deflacionar a economia suprimindo o gatilho salarial automático e reduzindo o déficit público¹⁶.

Suas principais medidas atingiram:

a) salários: foram congelados por três meses, incorporando somente o gatilho de 23,2% referente a inflação de maio. Isto representou uma perda já que em junho a inflação fora pressionada pelos aumentos decretados para os preços públicos e administrados antes de seu congelamento. O resíduo inflacionário acumulado até maio, em função do teto de 20%, seria pago em 6 parcelas mensais a partir de setembro. Após o congelamento, o reajuste seria indexado pela Unidade de

16 Modiano (1990).

Referência de Preços (URP), que seria pré-fixada para os três meses seguintes, a cada três meses, de acordo com a taxa geométrica de inflação dos três meses anteriores.

b) preços: foram congelados por três meses ao nível em que se encontravam em 12/06/87. Contudo, preços públicos e administrados foram previamente reajustados. Suas futuras correções teriam a URP como teto.

c) indexação: o IPC teve sua base mudada para a data do início do congelamento (12/06/87) e computava todos os aumentos de preços anunciados previamente ao plano de estabilização a fim de que a taxa de inflação de julho não ficasse onerada por inflações anteriores.

d) taxa de câmbio: não foi congelada, sendo desvalorizada em 10,57% em 12/06/87. Além da mididesvalorização, prosseguiram as minidesvalorizações diárias. No primeiro mês, o ritmo das desvalorizações seria menor a fim de sinalizar para expectativas de inflação mais baixas sem prejudicar o desempenho da balança comercial.

e) aluguéis: tanto os aluguéis residenciais, como os comerciais foram congelados no valor de vigência em junho de 1987, sem qualquer forma de compensação em razão da data do último reajuste. Após o período de duração do congelamento, voltariam as regras de reajustes contratuais, incorporando a inflação do período.

f) contratos: os contratos pós-fixados não foram afetados. Somente os contratos pré-fixados foram passíveis de deflação, arbitrada em 15% ao mês. Entretanto, foram permitidas isenções da aplicação da deflação.

As políticas monetária e fiscal seriam ativas, com prática de taxas de juros reais positivas para inibir a fuga de capitais para ativos reais e a especulação com estoques e dólar. Também se estabelecia como meta a redução do déficit público a níveis inferiores às projeções anteriores de 6,7% do PIB, através da eliminação de subsídios, isenções, aumentos das tarifas públicas e pelo Plano de Coerência Macroeconômica. Este último consistia em adiamentos de projetos de investimento públicos que não estivessem previamente definidos os fundos no orçamento da União.

Para o ano seguinte (1988) eram impostas as metas de independência do Banco Central, a proibição de novas emissões que visassem a financiar o déficit público, a unificação dos orçamentos da União e a imposição de que as despesas constassem no orçamento para o ano.

Para efeito de análise, podemos dividir os resultados do plano em duas fases. Na primeira, foram promovidos o congelamento e flexibilização dos preços, com sucesso no início (em julho de 1987) e fracasso no final, em dezembro. A segunda fase, de janeiro a dezembro de 1988, demonstra a retomada do gradualismo ortodoxo no combate à inflação, conhecido como

política do *feijão-com-arroz* da gestão do ministro Mailson de Nóbrega.

O sucesso inicial da primeira fase pode ser medido pela abrupta queda da taxa de inflação (ver tabela 1). A perda do poder aquisitivo salarial decorrente da não reposição da inflação de junho e as altas taxas de juros levaram a uma contração interna da economia. Consequentemente, a inflação registrada durante o congelamento não era de demanda. Decorria da desestabilização do nível de preços relativos quando da decretação do congelamento em função dos aumentos anunciados e das elevações preventivas dos preços promovidas em função da expectativa de congelamento.

Estes aumentos não foram expurgados do IPC, o que permitiu que fossem repassados aos demais preços da economia no momento da flexibilização do congelamento.

A suspensão da moratória e a consequente retomada das transferências de recursos ao exterior possibilitadas pela recuperação dos superávits comerciais agravaram os conflitos internos. A política das minidesvalorizações diárias e o desaquecimento do mercado interno deram impulso às exportações. Desta forma, saiu-se de um déficit comercial de US\$ 40 milhões em janeiro, para superávits consecutivos a partir de junho¹⁷.

Com o Plano Bresser, a variável de ajuste do BP não seria a poupança externa forçada, como ocorreu durante o

17 Modiano (1990).

período de vigência da moratória. Far-se-ia o referido ajuste pela contenção de gastos, subsídios e incentivos, além da elevação das tarifas públicas a fim de redistribuir os gastos de forma a dar continuidade às transferências de recursos ao exterior.

Este ajuste recessivo seria capaz de viabilizar, conforme seus coordenadores, um incremento no investimento da ordem de 2,4% do PIB, tornando possível um crescimento auto-sustentado do produto a partir de 1989¹⁸.

Em virtude de pressões inflacionárias, ainda em agosto, o governo foi levado a reduzir a gama de preços controlados e a conceder aumentos cujo teto foi de 10%. Esta atitude abalou a credibilidade do governo, uma vez que indicava que o congelamento não era rigoroso e por razão do aumento concedido ser mais do que o dobro da URP pré-fixada para o trimestre setembro/novembro de 1987.

Em outubro, o realinhamento dos preços públicos e controlados já promovia uma aceleração inflacionária (ver tabela 1) e os reajustes salariais buscavam repôr inclusive a inflação do mês de junho. A recuperação do salário dos servidores públicos acabou por impedir a anunciada redução do déficit público.

A aceleração inflacionária fez com que a taxa de juros básica (a do overnight) e a desvalorização cambial apenas 18 Modiano (1990).

acompanhassem a inflação, deixando de oferecer ganhos superiores à taxa inflacionária como vinham oferecendo anteriormente. A partir de julho, começaram a se manifestar sinais de queda no volume de fechamentos de contratos de adiantamento para a aplicação dos recursos no mercado financeiro interno e no volume exportado (conforme ilustra a tabela 3). Isto tornava crucial uma política de contenção de importações¹⁹. A segunda fase de análise estava se iniciando.

III.5 - A Política Cambial do Plano Bresser

Mantiveram-se as minidesvalorizações diárias, mesmo durante o período do congelamento decretado com o Plano Bresser, como forma de garantir a formação de um saldo comercial positivo.

Com este fim, foram promovidas também duas minidesvalorizações da taxa de câmbio, uma de 8,49% em 04/05/87 (antes do Plano Bresser) e outra de 10,57% em 12/06/87, simultânea ao Plano.

Neste ponto, já se pode apontar um prolema crucial presente no plano e que não se repetiu nos demais experimentos heterodoxos de estabilização: não houve uma política voltada de imediato à renegociação da dívida externa, obstáculo estrutural da estabilização ao impôr a necessidade de uma política cambial

19 Carneiro & Romano (1988), p.33.

ativa que gera efeitos inflacionários e piora a distribuição da renda.

O Plano provocou pequenos choques localizados de preços, que viriam a dificultar a flexibilização dos preços a partir do meio do terceiro trimestre e dar fôlego à aceleração inflacionária nos últimos três meses de 1987.

A política cambial das minidesvalorizações executada pelo governo conseguiu recuperar o atraso cambial resultante do Plano Cruzado. Mas a forma de indexação promovida até o Plano Bresser - "desvalorização nominal acumulada do dia 15 de determinado mês até o dia 15 do mês seguinte à taxa de inflação medida pelo índice oficial"²⁰ - provocou uma valorização tendencial do câmbio uma vez que a inflação se encontrava em aceleração (ver tabela 2). A mididesvalorização cambial de maio visava justamente anular esta tendência, o que não foi possível pois os preços continuaram subindo em maio e junho (ver tabela 1).

Com a nova mididesvalorização, foi anunciado o congelamento de preços e salários em junho. Com o Plano Bresser, observou-se no trimestre junho/agosto, uma elevação real na taxa média de câmbio (indicada na tabela 2), que passaria a acompanhar a LBC, indexador de títulos financeiros que se manteve sempre acima da inflação.

²⁰ Andrade (1988). p. 158.

Isto garantiu uma desvalorização da taxa de câmbio que, conjuntamente com a taxa de juros real positiva, levou a uma nova configuração de preços básicos²¹ como forma de reduzir a demanda agregada, o déficit público e gerar superávits comerciais, que em setembro acumulou a cifra de US\$ 7,5 bilhões em decorrência da política cambial e da política contencionista da demanda interna.

A política de desvalorização cambial, ao ficar abaixo da variação da LBC, estimulava o fechamento de contratos de câmbio tipo ACC e ACE pois era mais vantajoso para os exportadores aplicar seus recursos no *overnight*.

No entanto, a partir de setembro esta folga cambial começou a perder fôlego por causa da reaceleração da inflação que veio junto com a flexibilização do congelamento (ver tabelas 1 e 2).

É enganoso supor que a recuperação salarial foi a causadora da perda de competitividade das exportações ao gerar uma elevação dos custos do setor exportador. A relação câmbio/salários acompanhou, ao longo de 1987, a tendência de valorização cambial (até junho e no último trimestre) e desvalorização (de junho a setembro). O que realmente pressionou a taxa de câmbio real foram os reajustes dos aluguéis e preços públicos²². No entanto, a política cambial foi gerida de forma a complementar uma política econômica de

21 Carneiro & Romano (1988), p. 28.

22 Andrade (1988), p. 166.

cunho recessivo baseada na contenção salarial como forma de reduzir a demanda interna e de aumentar a lucratividade perdida pelo setor privado em função dos aumentos dos preços públicos, garantindo assim, a formação de superávits comerciais²³.

III.6 - O Gradualismo Ortodoxo de 1988.

A política do *feijão-com-arroz* iniciada pelo ministro Mailson da Nóbrega tinha por metas a estabilização da inflação em 15% ao mês e a redução gradual do déficit público. Inicialmente, foram congelados os saldos dos empréstimos ao setor público a níveis de dezembro de 1987 e suspensos os reajustes salariais do funcionalismo público por dois meses.

No segundo semestre foram reduzidos os prazos para recolhimento do imposto de renda retido na fonte (IRRF) e do imposto sobre produtos industrializados (IPI) para contrabalançar o aumento de gastos decorrentes da reposição salarial dos servidores.

Com estas medidas, o déficit público ficou abaixo dos 4% do PIB, cumprindo a meta acordada com o FMI.

A contenção do déficit não conseguiu reduzir a base monetária em razão da grande emissão de cruzados para cobrir os mega-superávits comerciais e pela conversão da dívida externa em capital de risco.

23 Carneiro & Romano (1988), p.31.

O desaquecimento da demanda e a administração das datas de reajustes dos preços públicos, aliados à expectativa de que não se implementaria um novo congelamento fez com que a política do *feijão-com-arroz* mantivesse a taxa inflacionária do primeiro semestre de 1989 aos níveis pré-Plano Bresser. Mas, já no segundo semestre, a maior frequência dos reajustes públicos, aliada a um choque agrícola, elevou o patamar inflacionário (ver tabela 1) .

No plano externo, optou-se pelo retorno ao mercado financeiro internacional. Para isto, fazia-se necessário reduzir a inflação e gerar superávits comerciais para se aumentar o poder de barganha do país junto aos credores externos.

Em junho de 1988 fechou-se um acordo preliminar da dívida externa nos padrões convencionais, após a extinção da moratória em 03/01/88 e o pagamento de cerca de US\$ 1 bilhão em juros vencidos.

O acordo liberava dinheiro somente para pagar os juros faltantes referente ao período de vigência da moratória. Os demais desembolsos ficavam sujeitos a entendimentos com o Banco Mundial e seriam vinculados a projetos específicos, não sendo liberados durante o ano de 1988.

Portanto, ao longo de 1988, o que se observou foi uma postura convencional na negociação da dívida externa, que mergulhou o país em ajustes recessivos e inflacionários (ver

tabela 1) decorrentes da determinação como estratégia da formação de superávits comerciais através do incremento das exportações (ver tabela 3) e contração da demanda interna, promovida por uma política monetária restritiva.

III.7 - O Plano Verão

A fuga para ativos reais, o forte crescimento da dívida pública e o descontrole inflacionário ocorridos em 1988 constituíram-se em indicadores de desencadeamento de um processo de hiperinflação²⁴.

A tendência hiperinflacionária levou a uma tentativa de formalizar um pacto social anti-inflacionário entre trabalhadores e empresários a partir de meados de 1988. Entretanto, esta tentativa frustrou-se uma vez que a passividade governamental deixava indefinida a política de reajustes de câmbio e juros.

A passividade do governo foi quebrada pelo Plano Verão, em janeiro de 1989. O Plano tinha como objetivos resolver a questão do déficit público, controlando a expansão do endividamento do Estado e baixar/controlar a inflação.

A estratégia posta em prática foi um congelamento por tempo indeterminado de preços e salários, em conjunto com políticas fiscal e monetária restritivas e a tentativa de

reduzir as transferências de recursos reais para o exterior através da entrada de dinheiro novo.

O plano promoveu uma reforma monetária. Trocou-se o nome da moeda de Cruzado (Cz\$) para Cruzado Novo (NCz\$). Uma unidade de NCz\$ equivalia a Cz\$ 1.000,00.

O combate à inflação mesclava a heterodoxia do congelamento de preços com a ortodoxia da contração da demanda agregada que, no curto prazo, seria feita através de uma política de altas taxas de juros e, no médio prazo, pelos cortes das despesas públicas.

Foram extintos todos os indexadores econômicos, inclusive a URP. A extinção da URP e a forma pela qual os salários foram convertidos em NCz\$ provocou uma redistribuição da renda dentro da classe trabalhadora. A conversão dos salários se deu com base no seu poder de compra médio durante o ano de 1988. Entretanto, os salários nominais que excedessem tal valor médio não seriam reduzidos e as negociações salariais seriam livres nas datas-base das categorias.

A extinção da OTN congelou contratos cuja moeda escritural era a OTN. Os contratos firmados em OTN ficavam congelados a valores de 01/01/89, enquanto aqueles expressos em OTN fiscal ficavam congelados a valores de 13/01/89. Em ambos os casos, os credores foram prejudicados uma vez que a inflação pré-plano foi desconsiderada pelo congelamento.

A indexação poderia ser livremente negociada, mas somente em contratos superiores a 90 dias. Além disto, foi criado um deflator para a conversão de dívidas em NCz\$. Este deflator não se aplicava, no entanto, para impostos, serviços públicos, consórcios, mensalidades escolares, clubes e condomínios²⁵.

O congelamento foi decretado após uma série de aumentos de preços públicos e administrados autorizados pelo governo. A inflação que estes geravam seria computada pelo IPC (que novamente tinha sua base mudada, agora para 15/01/89, com a criação de um novo vetor de preços) a fim de não comprometer o índice medido em fevereiro.

Após o corte de três zeros no Cruzado Novo e uma minidesvalorização de 17% que igualou o NCz\$ ao dólar (NCz\$1,00 = US\$ 1,00), a taxa cambial foi congelada por tempo indeterminado, sendo suspensas as minidesvalorizações diárias.

Os aluguéis foram convertidos em NCz\$ por seus valores médios e congelados. As regras vigentes nos contratos voltariam a valer quando o congelamento fosse encerrado.

Quanto à política fiscal, era baseada na redução das despesas públicas, decorrentes de uma reforma administrativa, e da redução do número de funcionários públicos, que seriam demitidos. Também previa um programa de privatizações e uma forte rigidez na prog se reduzisse o saldo da balança

comercial.

Como visto, apesar de se pretender enfrentar a questão inflacionária através de um choque econômico (o congelamento), a medida heterodoxa foi mesclada à ortodoxia de uma política restritiva e não envolveu medidas que atingissem problemas estruturais da economia brasileira, tais como a questão do financiamento externo.

Não houve uma renegociação global da dívida externa como forma de se equacionar a crise cambial resultante das transferências de recursos ao e se reduzisse o saldo da balança comercial.

Como visto, apesar de se pretender enfrentar a questão inflacionária através de um choque econômico (o congelamento), a medida heterodoxa foi mesclada à ortodoxia de uma política restritiva e não envolveu medidas que atingissem problemas estruturais da economia brasileira, tais como a questão do financiamento externo.

Não houve uma renegociação global da dívida externa como forma de se equacionar a crise cambial resultante das transferências de recursos ao exterior. Optou-se pela manutenção do acordado em 1988 e por apelar ao BIRD, ao FED e ao governo japonês por novos empréstimos a fim de promover a elevação do nível das reservas cambiais e garantir um financiamento alternativo ao setor público.

III.8 - A política cambial do Plano Verão.

Além de renovar os apelos de dinheiro novo e de se comprometer em cumprir o acordo firmado em setembro de 1988, foi promovida uma mididesvalorização de 17% do câmbio e a sua centralização fim de evitar que as reservas fossem afetadas por eventuais movimentos especulativos.

Ao repôr a inflação de janeiro daquele ano, a mididesvalorização cambial deu fôlego à balança comercial em um primeiro momento, que no primeiro trimestre de 1989 cresceu 36% em relação ao mesmo período de 1988 (ver tabela 3), mesmo estando a taxa de câmbio congelada.

Entretanto, o congelamento em si e as altas taxas de juros reais promovidas pela política monetária restritiva configuraram um fator instabilizante no BF. Apesar da melhoria observada em função da internalização de moeda estrangeira para aplicação no *overnight*, este movimento tendeu a cessar em razão dos agentes econômicos não acreditarem na sustentabilidade de uma taxa de câmbio estável. Isto promoveu uma elevação do ágio entre o dólar oficial e o paralelo (conforme gráfico 1), que se configurava em um indicador de uma eminente crise cambial.

Na tentativa de fazer face a esta questão, o governo optou pela busca de novos empréstimos junto à comunidade financeira internacional, sem, no entanto, obter um progresso real uma vez que o país continuava dependendo da boa vontade

dos credores internacionais, impossibilitado pela restrição externa de promover uma estabilização interna duradoura.

Como resultado, observou-se ao longo de 1989 um progressivo atraso cambial (ver tabela 2) e o consequente retorno à política das desvalorizações como forma de correção da taxa de câmbio de acordo com as taxas de inflação que se aceleravam.

Vale ressaltar que o bom desempenho das exportações durante o período em que a taxa de câmbio permaneceu congelada deveu-se à "transferência de renda do governo para o setor exportador"²⁶ devida à política de altas taxas de juros praticadas, que incentivou o adiantamento do fechamento dos contratos de câmbio.

O realinhamento de preços começado em abril levou a uma aceleração inflacionária que não foi acompanhada pela taxa cambial. O salto dado pelo ágio do dólar paralelo indicava o atraso cambial (ver tabela 3) e a expectativa de uma maxidesvalorização do câmbio, justificada pela queda na taxa de juros interna e pela crença de que o governo estava perdendo o controle do processo inflacionário com o descongelamento de preços que se iniciava.

O congelamento da taxa de câmbio durou apenas 3 meses, da decretação do Plano Verão até abril, quando começa a prática de pequenas desvalorizações aleatórias do cruzado novo, sem uma

indicação clara da regra seguida²⁷. Logo após, passa-se para uma fase de correção mensal e medida com base no IPC-IBGE, e, finalmente, retoma-se as minidesvalorizações diárias, precedidas de uma nova mididesvalorização do câmbio em 03/07/89²⁸.

III.9 - Estabilização Interna X Restrição Externa:

Notas Conclusivas

A impossibilidade de ser promovida uma estabilização interna duradoura em decorrência dos limites impostos pela restrição externa é observada ao longo das três tentativas heterodoxas de estabilização interna no decorrer do governo Sarney. Com maior ou menor rapidez, em todos os planos econômicos do período é observado o padrão que se segue.

Retarda-se ou mesmo segura-se (através de congelamento) a desvalorização da taxa de câmbio nominal, a fim de sinalizar-se para que se formem expectativas de uma redução da taxa inflacionária. Isto é feito porque a taxa cambial é um dos preços fundamentais da economia, que faz o elo da economia com o resto do mundo.

Este tipo de medida gera um redirecionamento (de pelo menos parte) do volume exportado para o mercado interno. Isto só não se observou imediatamente no Plano Verão por causa das

27 Modiano (1990).

29 Andrade (1990), p. 175.

elevadas taxas de juros praticadas, mas que acabaram, posteriormente, juntamente com o congelamento cambial, a constituir fator de instabilização do BF. Esta instabilização foi demonstrada pelo ágio entre o dólar oficial e o paralelo (ver gráfico 1).

A queda das exportações leva à deterioração da balança comercial. É neste ponto que o processo de estabilização interna é interrompido pela crise cambial decorrente da existência de restrição externa.

A restrição externa trata-se de um problema estrutural da economia brasileira o qual nenhum dos três planos conseguiu equacionar. Ou seja, os termos da dívida externa que obrigam o país a promover transferências significativas de recursos ao exterior não foram renegociados e, portanto, continuavam a ter peso preponderante na determinação da política econômica a ser seguida.

Não sendo alterada a condição imposta pela restrição externa, a deterioração da balança comercial torna necessária a implementação de medidas que visem a recuperação dos mega-superávits comerciais para que não se interrompam as transferências de recursos ao exterior, uma vez que a balança comercial, num contexto de retração da oferta voluntária de crédito externo, é a única fonte da qual o país dispõe para obter divisas.

A deterioração da balança comercial é ainda agravada pelo movimento de especulação cambial. Tendo conhecimento da restrição imposta ao país e, portanto, sabendo que o atraso cambial não é passível de ser mantido indefinidamente, os exportadores adiam o fechamento de seus contratos de câmbio com a expectativa de que a taxa cambial seja desvalorizada.

A dupla pressão sobre o câmbio (decorrente do redirecionamento da produção e da expectativa de desvalorização da moeda local) acaba por levar à sua desvalorização. Sendo a taxa de câmbio um dos principais sinalizadores econômicos, os efeitos da sua desvalorização é transmitido para o conjunto da economia. Isto decorre do impacto que a referida desvalorização tem sobre os custos da economia como um todo.

Há um encarecimento dos preços de bens de capital e insumos básicos necessários ao funcionamento da economia (como o petróleo) que são importados. Também há um impacto sobre a taxa de juros interna.

A inadequação das condições de financiamento do setor público²⁶, o principal detentor da dívida externa, faz com que este tenha que se endividar internamente para fazer face a seus compromissos. A crescente necessidade de financiamento do setor público via endividamento junto ao setor privado, obriga-o a pagar também crescentes taxas de juros uma vez que as

26 Conforme visto no cap. I.

expectativas do setor privado sobre a real capacidade do Estado honrar seus compromissos são cada vez mais desfavoráveis.

O estudo dos planos Cruzado, Bresser e Verão evidencia a incompatibilidade entre a estabilização econômica com o prosseguimento das elevadas transferências de recursos ao exterior. Nos períodos em que se interromperam as transferências externas e não se necessitou, conseqüentemente, formar elevados superávits comerciais, a taxa de inflação foi reduzida. Por outro lado, a retomada das políticas de ajuste do BP (fomentando as exportações) levou a uma aceleração inflacionária ao serem transmitidos os efeitos da desvalorização cambial para o conjunto da economia e pela sinalização da mudança de objetivos da política econômica em direção ao reequilíbrio do Balanço de Pagamentos.

Desta forma, pode-se concluir que enquanto perdurar a questão estrutural da restrição externa, uma estabilização interna duradoura não pode ser atingida.

Tabela 1

INFLAÇÃO - ISP/ disp. interna

	1985	1986	1987	1988	1989
JAN	12.6	17.2	12.0	17.1	36.6
FEV	10.3	22.4	14.1	17.6	11.8
MAR	12.7	-1.0	15.0	18.2	4.2
ABR	7.2	-0.6	20.1	20.3	5.2
MAI	7.3	0.3	27.7	19.5	12.8
JUN	7.5	0.5	25.9	20.8	26.8
JUL	8.9	0.6	7.3	21.5	37.9
AGO	14.0	1.3	4.5	22.9	36.5
SET	7.1	1.1	6.0	25.3	38.7
OUT	9.0	1.4	11.2	27.6	39.7
NOV	15.4	2.5	14.3	28.0	44.3
DEZ	18.2	7.6	15.9	28.9	49.4

Fonte: Revista Conjuntura Econômica

Tabela 2

ÍNDICE DA TAXA DE CÂMBIO REAL EFETIVA
INFLAÇÃO INTERNA: IPA-DI / INFLAÇÃO EXTERNA: IPA

MES/ANO	1985	1986	1987	1988	1989
JAN	197.14	210.32	193.65	191.15	171.94
FEV	183.46	197.58	207.21	183.59	172.24
MAR	187.41	211.49	211.53	191.09	166.97
ABR	205.79	213.81	198.93	186.47	162.74
MAI	210.31	214.43	199.25	187.59	156.93
JUN	234.62	212.91	201.53	182.16	151.61
JUL	238.93	211.72	209.15	176.64	157.47
AGO	225.47	209.42	211.56	178.54	146.39
SET	222.60	208.56	207.70	173.19	138.12
OUT	232.08	207.93	202.12	173.85	136.64
NOV	221.16	205.26	199.00	176.38	131.89
DEZ	219.56	197.38	197.44	171.67	131.94

Fonte: Banco Central do Brasil, Diretoria de Assuntos
Internacionais. Indicadores selecionados da
área externa. Abril/91.

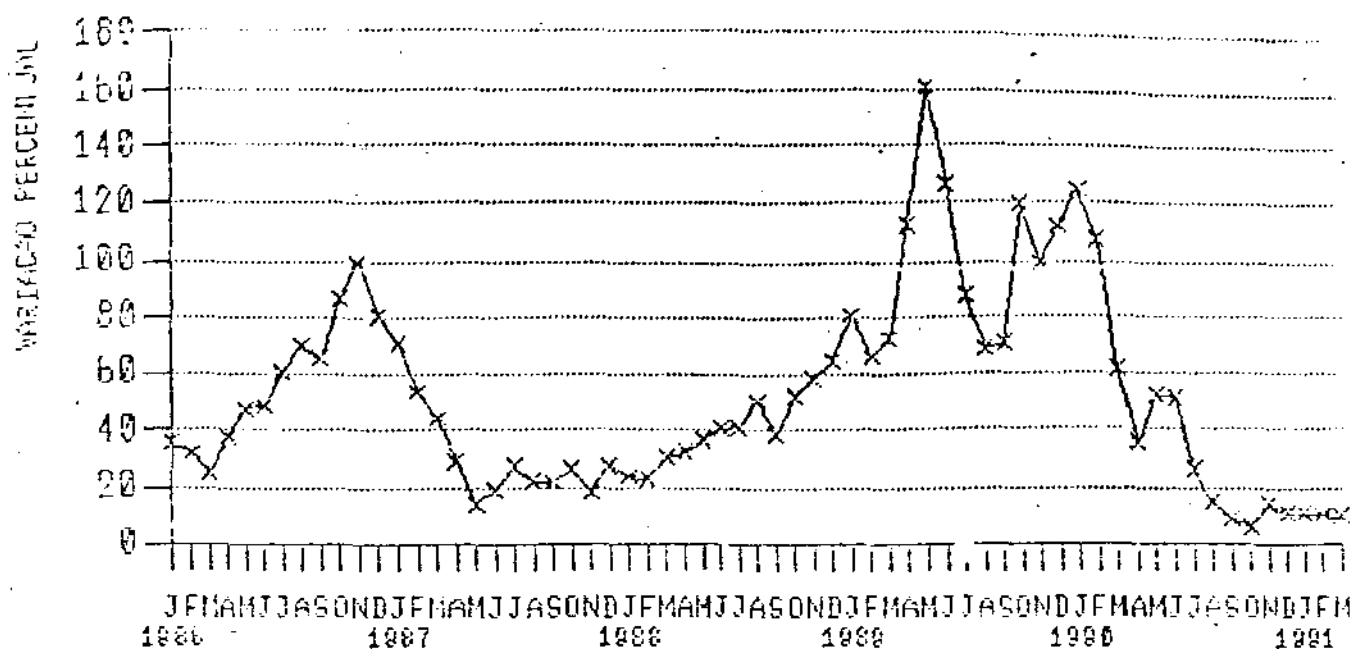
Tabela 3

EXPORTAÇÕES GLOBAIS EM US\$ 1000

	1985	1986	1987	1988	1989
MES	VALOR	VALOR	VALOR	VALOR	VALOR
JAN	1570769	1909150	1259006	2144237	2752367
FEB	1469840	1751162	1450744	2061811	2260279
MAR	1958544	2157566	1427762	2469013	2819736
ABR	2124136	2171970	1667931	2794684	2406747
MAI	2238553	2290799	2109872	1917400	2334975
JUN	2194523	2001049	2641417	3117367	3690752
JUL	2101644	2206945	2091991	2972537	3213196
AGO	2170256	2098535	2769653	3467809	3268345
SET	2403848	1852928	2733101	3313822	2951738
OUT	2369566	1340925	2505954	2674102	2746090
NOV	2292738	1273514	2284672	2953811	2563001
DEZ	2663574	1327915	2409012	2899937	

Fonte: Fundação Centro de estudos do comércio exterior
Balança Comercial e outros indicadores

Gráfico 1

TAXAS DE CAMBIO OFICIAL E PARALELO
DIFERENCIAL ENTRE AS COTACOES MEDIAS

Fonte: Banco Central do Brasil. Indicadores selecionados da área externa.
Abril/91.

BIBLIOGRAFIA

- Andrade, R. P. (1988) Uma avaliação do setor externo no período recente. *In: A heterodoxia em xeque*. Campinas. Editora Bional.
- Andrade, R. P. (1990) Os limites do impossível: o setor externo no final da década perdida. *In: A política econômica no limiar da hiperinflação*. Campinas. Hucitec/Fecamp.
- Biasoto Jr., G. (1992) Dívida externa e déficit público. Brasília. IPEA. Cap. 3.
- Carneiro, R. (1991) Crise, estagnação e hiperinflação. Campinas, Unicamp. Tese de doutoramento, cap. 2. Mimeo.
- Carneiro, R. & Miranda, J. C. (1986) Os marcos gerais da política econômica. *In: Política econômica na nova república*. Rio de Janeiro. Editora Paz e Terra.
- Carneiro, R. & Romano, R. (1988) A heterodoxia conservadora. *In: A heterodoxia em xeque*. Campinas. Editora Bional.
- Carneiro, R. & Buainain, A. M. (1989) organizadores. O retorno da ortodoxia. Campinas. Editora Bional. Introdução.
- Modiano, E. (1990) A ópera dos Três Cruzados: 1985-89. *Abreu, H. P. (Org.)*. *In: A Ordem do Progresso*. Rio de Janeiro. Ed. Campus.
- Resende, A. L. (1983) A ruptura no mercado internacional de crédito. *In: Dívida externa, recessão e ajuste estrutural - O Brasil diante da crise*. Rio de Janeiro. Editora Paz e Terra.
- Villareal, R. (1986) A contra-revolução monetarista. México. Fondo de Cultura Económica. Cap. 7.
- Werneck, R. L. F. (1987) Empresas estatais e política macroeconômica. Rio de Janeiro. Editora Campus. Cap. 6.
- Zini Jr., A. A. (1993) Taxa de câmbio e política cambial no Brasil. São Paulo. Editora da Universidade de São Paulo. Caps. 1 e 2.
- Whitman, M. V. N. (xxxx) El monetarismo global y el enfoque monetario de la balanza de pagos.