Instituto de Economia - UNICAMP
CE 851 - Monografia II

1290000547
IE
TCC/UNICAMP P414q

A Questão Cambial do Plano Collor

Aluno: Jaime Alonso Pereira RA 950837
Orientadora: Sonia Tomazini

TCC/UNICAMP
P414q
IE/547

CEDOC/IE

Índice

1. Introdução 3

2. Antecedentes ao Governo Collor: uma abordagem histórica ...5

3. O Plano Brasil Novo
3.1. A implementação do Plano Collor 12
3.2. Críticas à implementação do Plano 18

4. A política cambial do Plano Collor
4.1. A questão cambial: diferença entre câmbio fixo e câmbio variável 21
4.2. A implementação do regime de câmbio flutuante..... 24
4.3. Descrição da política cambial no Plano Collor 30

5. Conclusões 41

6. Anexo 45

7. Referências Bibliográficas 50

1. Introdução

Este trabalho pretende abordar as questões relativas ao câmbio no período compreendido entre a implementação do Plano Brasil Novo até o final do ano de 1990.

Em um primeiro capítulo, será feita uma apresentação do tema, com uma abordagem histórica do período anterior à implementação do Plano Collor. São analisados os diversos planos econômicos postos em prática a partir de 1964, ano do golpe militar, colocando especial ênfase nos planos de estabilização da década de 80, quando a inflação se tornou o principal problema a ser combatido, e aspectos como crescimento e políticas sociais foram postos em segundo plano.

O segundo capítulo aborda aspectos gerais da implementação do Plano Collor, descrevendo as principais medidas adotadas por ele. As políticas monetária, fiscal e de renda, se tornaram os três pilares básicos do planejamento anti-inflacionário do Governo Collor, e receberam um tratamento especial. Neste capítulo, também são apontadas algumas críticas às linhas gerais do plano, que já eram colocadas no período de sua implementação.

Em outro capítulo, será exposto um breve resumo a respeito da discussão entre sistema de taxa de câmbio fixa e sistema de taxa de câmbio variável, como meio de introduzir a discussão a que o trabalho se propõe. Logo após, será feito um retrospecto da situação e das expectativas nos momentos que precederam ao plano econômico de março de 1990, para em seguida, expôr as alterações cambiais implementadas pelo plano de estabilização. É dentro do contexto descrito que o presente trabalho irá tentar compreender a complicada evolução do mercado de câmbio durante o ano de 1990. Assim, o capítulo é finalizado com uma exposição dos diferentes rumos da política cambial adotada pelo governo (até agosto e as

mudanças ocorridas a partir daquele mês). Desta forma, é descrita a atuação do Banco Central, que se viu obrigado a tutelar o nível das taxas cambiais, para evitar que ocorresse uma situação insustentável para o comércio exterior do país.

Por último, é dedicado um capítulo para as conclusões do trabalho, onde se coloca também alguns rumos que nortearam a política cambial brasileira com o fracasso do Plano Collor.

2. Antecedentes ao Governo Collor: uma abordagem histórica

Para serem entendidos os motivos que levaram à implementação do Plano Collor, faz-se necessária uma abordagem histórica apontando os principais movimentos que fizeram parte da economia brasileira nas últimas décadas. A crescente desestabilização que o Plano Collor se comprometia a solucionar, foi proporcionada por sucessivos choques expancionistas, de demanda ou de oferta, que aumentaram o patamar da inflação nos últimos vinte anos. Tentativas limitadas de choques contracionistas também fracassaram pelas rígidas expectativas inflacionárias. Essas contradições, fiscais e(ou) monetárias, tinham pouco impacto sobre a inflação, ao mesmo tempo que levavam à insustentável recessão, aprofundando os desequilíbrios.

Em traços gerais, discorremos a seguir sobre os planos econômicos que antecederam ao Plano Brasil Novo.

O Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), criado em 1964 no governo Castelo Branco, foi o último plano de estabilização com resultados positivos. O plano conseguiu fazer decrescer a inflação de 70% no ano de 1964, para 35% em 65, até chegar aos 14% em 72, utilizando uma combinação de políticas fiscais, monetária e de renda.

A estratégia seguida pelo governo era reduzir o déficit fiscal reprogramando o seu orçamento. Em 1964, quando se previa uma elevação do déficit a Cr$ 2 bilhões, o mesmo foi reduzido a Cr$ 753 milhões, ao mesmo tempo em que o governo mantinha a expansão monetária em Cr$ 2 bilhões no ano. Assim, evoluiu-se aos poucos na busca do equilíbrio orçamentário (o déficit chega a zero

em 1973), para que não se aprofundasse um quadro de recessão. Como resultados, a renda per capita e a produção industrial voltam a crescer a taxas elevadas a partir de 1967.

Três pontos importantes na concepção do PAEG foram as reformas salarial, tributária e financeira. O programa estava pautado em uma política gradualista de rebaixamento dos salários. Os reajustes salariais eram feitos em períodos não inferiores a um ano, o que aliado às altas taxas de inflação, fazia com que o poder de compra dos assalariados fosse corroído com o tempo. O arrocho salarial se justificava pelo combate à inflação e a diminuição dos custos produtivos e diversificação da política salarial para outras faixas de renda, financiando novas estruturas da produção baseadas no consumo da classe média.

As modificações na estrutura do sistema tributário e financeiro foram profundas. A reforma tributária buscava a concentração de recursos e incentivar o setor privado a investir. Centrava-se na concepção de que havia uma inadequação entre o sistema tributário e o grau de acumulação que a economia brasileira deveria alcançar. Assim, foram tomadas medidas de aumento da arrecadação e maior racionalização: substituição do Imposto sobre Vendas e Consignações (IVC) pelo Imposto sobre a Circulação de Mercadorias (ICM); modificações no Imposto de Renda, produzindo algumas isenções e com cobrança na fonte; e criação de novos impostos: Imposto sobre Serviços (ISS), Imposto sobre Transportes e Comunicações e Imposto sobre Energia Elétrica.

Quanto à reforma financeira, esta se dá pela necessidade de se construir instituições capazes de gerar crédito financeiro. *"Assim, dá-se a reforma do sistema bancário (Lei 4595/ dezembro 64), a criação do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e a instituição da correção monetária (Lei 4380/ agosto 64) e a*

regulamentação do mercado de capitais (Lei 4728/ julho 65)" (Longo, 1991).

O PAEG foi o último programa que atacou diretamente e com êxito o problema da inflação. Em 67, com Costa e Silva e depois em 69, com Médici, a meta era promover o crescimento econômico e o pleno emprego, ainda que a inflação permanecesse em níveis preocupantes (25% ao ano). Deixou-se de lado as políticas de contração de demanda, com vistas a promover um verdadeiro "milagre brasileiro". O primeiro Plano Nacional Desenvolvimentista (I PND), pôde ser pôsto em prática pela recuperação do nível de atividade econômica propiciado pelas reformas institucionais e políticas de estabilização do governo anterior.

O modelo de substituição de importações continuou, com ênfase nas exportações. No entanto, o liberalismo dava lugar ao intervencionismo, com um importante papel do Estado nas mais diferentes áreas. A política adotada pelo I PND conseguiu atingir seus objetivos: alto nível de produção e emprego, superávit da balança comercial, aceleração das taxas de crescimento e estabilização da inflação no patamar de 20%. Porém, muitas foram suas conseqüências: indexação dos preços relativos, pela correção monetária; estímulos à concentração e à conglomeração bancária; desfiguração da independência do Banco Central; bancos de crédito servindo de braço direito do Ministério da Fazenda; e empresas estatais ocupando pontos de estrangulamento deixados pela iniciativa privada.

Em 1974, no início do governo Geisel, a economia brasileira era caracterizada por uma perda de dinamismo, com desaceleração do ritmo de crescimento; desequilíbrios no balanço de pagamentos, pelos investimentos feitos durante o "milagre" e a crise do petróleo; crescimento da inflação de 14% em 72, para 15,7% em 73 e 34,5% em 74. Como eram ineficazes os instrumentos comuns de

política econômica - choques fiscal e monetário - optou-se, então, pela acomodação do choque externo, via aumento da inflação, para dar continuidade ao processo de substituição de importações.

O II PND não mudou as referências metodológicas até então utilizadas: o Estado continua a ter um papel importante e se utiliza de recursos como controle de preços, salários, câmbio e crédito. O que muda é a rota de crescimento com privilégios de novos setores e novas tecnologias. É um programa ambicioso de investimentos em energia e infra-estrutura liderados pelo Estado, com recursos captados no exterior e que pretendia promover o desenvolvimento social com o auxílio de reformas estruturais.

No entanto, grandes distorções de preços relativos começaram a aparecer; a demanda interna continuava sendo estimulada por incentivos ao consumo e à produção e o déficit da balança de pagamentos aumentava com a internalização dos empréstimos às estatais com o aval do Tesouro Nacional.

A partir de 77, tem-se uma desaceleração da economia, agravada pelo 2º choque do petróleo e a recusa dos governos dos países desenvolvidos em compactuar com níveis de inflação crescentes. O governo Figueiredo (79/85), comprometeu-se em levar adiante o projeto desenvolvimentista da década anterior, não adotando uma estratégia de contração da demanda e realinhamento dos preços relativos com baixas taxas de crescimento econômico e altas taxas de desemprego, o que se por um lado poderia resolver o problema da inflação, por outro poderia levar o país à recessão. A meta era continuar crescendo, apesar das novas restrições externas e das distorções internas herdadas dos governos precedentes.

Não havia na época, planejamento do governo a cerca de metas explícitas e instrumentos de ação efetivos. Controles administrativos foram utilizados com maior intensidade. Centralizou-se a execução financeira das contas públicas e incorporou-se num

caixa único as operações de financiamento das empresas estatais e dos bancos oficiais - Secretaria Especial de Controle das Estatais (SEST). Além disso, ampliaram-se os sistemas de acompanhamento e controle de preços e salários. Foi difundida a prática de mudanças repentinas na utilização dos instrumentos de política econômica, com prefixações de índices e das correções monetária e cambial, maxidesvalorizações e novas regras salariais. A conseqüência de todas essas políticas, foi o agravamento do problema inflacionário e recessão prolongada. (1991:)

Segundo Carneiro, *"as evidências empíricas não deixam dúvidas sobre a caracterização dos anos 80 como um período de estagnação. Após o esgotamento de um longo ciclo de expansão, a economia ficou à deriva sem encontrar um novo padrão de crescimento sustentado. (...) O crescimento do PIB próximo ao aumento da população, com significativa redução quando confrontado com a tendência histórica, traduz de forma mais imediata os contornos da estagnação".* ~~(Carneiro-1991)~~.

Em 1985, com a morte de Tancredo, assume Sarney, que opta por um programa de medidas fáceis de apelo popular - "Tudo pelo Social". Tentou-se, porém, implementar planos de estabilização efetivos, através de choques heterodoxos, que no entanto continham erros graves de concepção (Plano Cruzado) e de implementação (planos Bresser e Verão). O fracasso do Plano Cruzado, que consistiu fundamentalmente em uma reforma monetária acompanhada de desindexação e de congelamento de preços, abriu caminho à aceleração da inflação.

De maneira geral, *"podemos dizer que o insucesso do programa se explica por sua incapacidade de levar adiante reformas de profundidade, restabelecendo novos eixos de expansão para a economia. Em sua essência, o programa reverteu a tendência à modificação dos preços entre tradables e non-tradables, introduzida*

pelo ajustamento externo, mas foi incapaz de assegurar a estabilidade dessa nova configuração de preços" (Carneiro, 1991). Esses são fortes determinantes para a ampliação das margens de lucros desejadas, levando à aceleração inflacionária.

Em meados de 1987, foi tentada uma desvalorização real do câmbio, com o Plano Bresser, o que só fez com que aumentasse a incerteza quanto à variação futura da taxa de câmbio. O malogro sucessivo dos dois choques estimulou o retorno a uma política antiinflacionária mais convencional, voltada para controlar os preços gradualmente, sem choques nem surpresas, logo denominada de "feijão com arroz", pela sua pretendida simplicidade. No entanto, a reaceleração inflacionária reacendeu o debate e as especulações sobre um novo choque. Depois de tentativas de celebrar alguns acordos de preços com o setor privado, o governo anunciou um novo choque em janeiro de 1989.

O Plano de Verão, que tinha como elemento-chave a política de juros elevados, esbarrou na desconfiança crescente dos agentes econômicos em relação à solvabilidade da dívida pública. Acabou ocorrendo uma "fuga" de capitais devido ao forte movimento especulativo, de proporções nunca vistas no Brasil, levando a um salto assustador da inflação.

O Governo Collor assumiu em 1990 com planos audaciosos de estabilização, em um país à beira da hiperinflação; de reformas institucionais e de ação social. No entanto, esses objetivos não podem ser alcançados instantaneamente e ao mesmo tempo. Primeiro deve-se combater os erros que já vinham se processando, através da estabilização de preços, e em seguida, através da capitalização dos resultados de um ambiente econômico estável, recuperar o crescimento e depois distribuir seus benefícios. Foi o que aconteceu no período do milagre, onde se aproveitaram as

reformas ocorridas com o PAEG. Nos anos 80, porém, não havia mais condições de sustentar o crescimento gerado naquela época.

3. O Plano Brasil Novo

3.1. A implementação do Plano Collor

O programa de estabilização pôsto em prática no Plano Collor, *"partiu de um diagnóstico tecnicamente correto sobre a crise inflacionária - com raízes na fragilidade financeira do setor público, na excessiva liquidez por ela provocada e no crescente desequilíbrio existente entre a riqueza financeira e a riqueza real e para combatê-la, combinou medidas de cunho heterodoxo com outras de natureza ortodoxa, assentando-se em três pilares, cuja essência se encontra em três medidas provisórias - 154, 160 e 168 - que tratavam de políticas de renda, fiscal e monetária"* (Oliveira, 1991). As demais medidas (reforma administrativa, corte de subsídios, blitz contra a sonegação, venda de ativos, privatizações, etc.) foram de caráter complementar, e talvez pudessem vir a representar o "Brasil Novo" que se queria alcançar.

A reforma monetária pode ser vista como a medida mais inovadora e que dá a tônica do Plano Collor. Foram impostos confiscos à dívida pública e bloqueio de 70% dos ativos financeiros existentes na economia brasileira. Essas medidas, aliadas à introdução da taxa de câmbio flutuante, deveriam fazer com que o Banco Central readquirisse o controle absoluto da política monetária, bem como promovesse um enorme enxugamento de liquidez, com a redução de curtíssimo prazo dos meios de pagamento (papel moeda, depósitos à vista, títulos públicos em poder do setor privado, depósitos em caderneta de poupança, depósitos à prazo e letras de câmbio). O objetivo maior do bloqueio da liquidez dos haveres financeiros era impedir que seus detentores pudessem dispor deles livremente, por algum tempo, de forma a controlar a remonetização e

impedir movimentos especulativos depois da desinflação abrupta que se pretendia alcançar. Os resultados desse choque monetário sobre as expectativas inflacionárias foram fulminantes: a idéia era provocar uma recessão temporária para que os agentes econômicos se convencessem de que o regime inflacionário seria interrompido e refizessem suas expectativas, de forma a evitar a elevação dos preços.

O violento choque monetário tinha como objetivo *"evitar um dos problemas enfrentados pelas tentativas fracassadas de estabilização, postas em prática nos anos anteriores (planos Cruzado, Bresser e Verão)"* (Barbosa, 1991). A ilusão monetária colocada por esses programas, fazia com que a queda inicial da inflação levasse os agentes econômicos a sacar os ativos financeiros, desviando para consumo e especulação com outros ativos reais. A enorme liquidez desses ativos financeiros, por outro lado, impossibilitavam o Banco Central de pôr em prática políticas monetárias restritivas mais ativas, já que as taxas de juros encontravam-se imobilizadas em patamares altos devido ao risco de fuga em massa dos aplicadores em conseqüência de uma redução na mesma.

Assim, a política macroeconômica ficava praticamente à mercê do comportamento do mercado financeiro, diante da necessidade de financiar o déficit público e rolar a dívida pública. Com o Plano Collor, a situação se inverteria e o governo não precisaria mais colocar à venda seus títulos, pelo menos por algum tempo. No entanto, essa situação só se sustentaria se as instituições financeiras e toda a sociedade, ao invés de se desfazerem da moeda nacional, preferissem conservá-la por ter se tornado escassa. Além disso, era necessário um ajuste fiscal adequado, de cerca de 10% do PIB, de forma que o setor público passasse a ter um superávit

operacional, eliminando sua necessidade de emitir títulos ou de recorrer à expansão monetária.

A política fiscal, em suma, ajudaria o Banco Central a manter a liquidez nos níveis desejados, até que os instrumentos convencionais de política monetária fossem plenamente restaurados. A eliminação do déficit público é um primeiro passo ao controle da oferta monetária e da inflação, sendo a política fiscal o único meio consistente de se chegar a essa eliminação em caráter permanente.

Algumas das medidas fiscais de diminuição da dívida pública, contidas no Plano Collor e apontadas por Barbosa (1991) ~~(Barbosa 1991)~~, foram: instituição do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF); suspensão de certos incentivos fiscais; redução do serviço da dívida pública interna, com a diminuição do estoque da dívida interna através da criação de novos títulos; aumento da arrecadação tributária, através do combate à sonegação fiscal; programa de privatização, com a venda de empresas estatais para o setor privado; reforma administrativa, com a extinção e fusão de orgãos; criação e aumento das alíquotas de alguns impostos (imposto sobre patrimônio, aumento de alíquotas do IPI, IR das atividades agrícolas); redução do serviço da dívida externa.

O mais importante componente do ajuste, no entanto, foi a elevada redução dos dispêndios com encargos financeiros, graças ao alongamento compulsório do perfil do passivo público. Como se havia tirado do público grande parte de seus recursos, antes girados diariamente no financiamento da dívida mobiliária, o governo não teria mais necessidade de elevados recursos para pagamento de juros. Os juros poderiam ser mais baixos, pois o enxugamento da liquidez minimizaria o problema de fuga generalizada de moeda para os demais ativos. Além disso, a redução dos gastos do governo com juros também se daria pela monetização de parte dos recursos restantes no *over*.

A política de rendas também é parte importante em um plano de estabilização, sobretudo numa economia com rigidez no sistema de preços relativos. Através do controle temporário de preços e salários, minimizaria-se a queda do nível de emprego, permitindo que o ajuste fiscal fosse feito corretamente. Assim, as principais medidas tomadas no Plano Collor foram: "tarifaço" com reajustes de tarifas públicas, de bens e serviços produzidos pelo governo; congelamento temporário e posterior prefixação dos preços, sendo estipulado um reajuste máximo mensal autorizados para as mercadorias e serviços em geral; e nova política salarial, fixando o percentual de reajuste mínimo mensal dos salários. De acordo com o art. 3º da Medida Provisória 154, aumentos salariais, além do reajuste mínimo, poderiam ser livremente negociados entre as partes (sindicatos patronais e trabalhadores), mas os aumentos não poderiam ser repassados para os preços.

Assim, combinando medidas fiscais e monetárias com políticas de rendas e colocando ênfase no controle da liquidez como instrumento de controle da inflação, o Plano Collor tentava sustentar um panorama de estabilidade. No entanto, por não ter dado importância a fatores fundamentais para a transição e para a própria estabilidade do sistema, como a taxa de câmbio, o vetor internacional de preços, o pacto social e até mesmo mudanças mais profundas dos regimes fiscal e monetário, o Plano, em sua implementação, foi alvo de duras críticas, que serão estudadas no próximo tópico.

A seguir, indicamos de forma esquemática, segundo Carvalho (1991), as principais medidas adotadas no Plano Collor.

Principais medidas do Plano Collor (Plano Brasil Novo):

1. Bloqueio da liquidez dos haveres financeiros

2. Política de rendas

- Congelamento de preços, por período indeterminado; não houve esforço do governo para impor o congelamento, suspenso progressivamente a partir do segundo mês do programa

- Salários de março (pagos em abril) corrigidos pela inflação de março, sem redutores

- Nova lei salarial (MP 154), prevendo reajustes mensais por uma taxa de inflação esperada, ou negociação com empregador; salários dos servidores federais congelados por seis meses

3. Reforma administrativa

- Redução do número de ministérios para nove

- Fechamento de vários orgãos e eliminação de diversos procedimentos burocráticos

- Fixada meta de demissão de 400.000 funcionários; na prática, foram colocados em disponibilidade menos de 100.000 (a demissão era proibida pela Constituição de 1988)

4. Política fiscal

- Meta: superávit operacional de 2% do PIB em 1990 (as estimativas anteriores eram de déficit operacional de 8% do PIB no ano)

- Combate à sonegação: proibição de cheques ao portador em valores superiores ao equivalente a US$ 100 e extinção das aplicações financeiras ao portador; eliminação de várias brechas na legislação tributária

- Imposto de capital: 8% de Imposto sobre Operações Financeira, sobre depósitos superiores ao valor equivalente a US$ 9.000

- Anúncio de fiscalização do recolhimento de IR sobre atividade agrícola

- Correção dos impostos em atraso pela variação dos BTN fiscais

- Eliminação de isenções e subsídios

- Pequeno aumento das alíquotas de IR e de IPI

5. Privatizações

- Criado o programa de desestatização; só iria decolar de fato um ano depois (a primeira venda importante, a Usiminas, foi no final de 1991)

- *Criados os Certificados de Privatização, de subscrição obrigatória pelos bancos e fundos de pensão, com receita estimada em US$ 5 bilhões (na prática, o valor foi muito menor em 1990)*

6. *Câmbio*

- *Suspenso o regime de taxa de câmbio fixada pelo BC*
- *Criado o regime de câmbio flutuante: bancos autorizados a negociar o câmbio entre si e com seus clientes; BC passou a acompanhar o mercado e intervir apenas quando julgasse conveniente*
- *Mantidos os instrumentos de controle da conta de capitais*

7. *Comércio exterior*

- *Liberalização das importações: anunciado o fim dos controles quantitativos e redução de tarifas e de barreiras não-tarifárias, a vigorar em junho*

2.3. Críticas à implementação do Plano

Quando foi posto em prática em 16 de março de 1990, a leitura do Plano Collor permitiu à maioria dos analistas concluir que suas chances de sucesso eram grandes. Porém, alguns riscos já eram apontados. Em primeiro lugar, o seqüestro do capital de giro das empresas e a redução do poder de compra da população, poderia aprofundar ainda mais a recessão. Dados os mecanismos de reintrodução da moeda no sistema através do mercado de câmbio e do pagamento de impostos ainda em cruzados novos, poderiam surgir grandes dificuldades para administrar o plano. A solução das questões estruturais colocadas, eram bastante incertas: havia dúvidas sobre a possibilidade de um ajuste fiscal permanente, uma solução duradoura para a dívida externa, a definição de uma política industrial para o país, dentre outras. Além disso, criticava-se a forma autoritária pela qual o plano foi imposto ao país, sem considerar o apoio dos setores mais importantes e organizados da sociedade, mesmo depois de ser divulgado.

Em relação à política monetária, várias foram as críticas apontadas à forma como foi feito o congelamento da riqueza financeira. Os principais problemas, segundo Albuquerque (1991), foram: o seu caráter socialmente injusto, os limites reduzidos impostos às conversões de cruzados novos em cruzeiros, a falta de seletividade quanto ao porte das empresas e a inexistência de programas de investimento que, vinculados à reinjeção de liquidez na economia, poderiam agir como incentivadores do capital produtivo. Outro problema é que os ativos bloqueados não podiam ser aplicados a prazos mais longos e diferenciados, fazendo com que os recursos retidos, mesmo desvalorizados, tendessem a aumentar novamente a liquidez da economia quando fossem reintegrados.

O objetivo imediato da reforma monetária de devolver ao Banco Central todas as decisões relativas à oferta de cruzeiros, produzindo uma queda instantânea da inflação, foi alcançado em um primeiro momento. No entanto, o plano fracassaria se se apoiasse apenas na política monetária. O ajuste fiscal deveria ter um rigor e profundidade mais amplos, para sustentar os benefícios alcançados. É sobretudo neste importante ponto que se observam as deficiências do plano.

O pacote fiscal apresentado pelo governo ao Congresso, era claramente insuficiente para se cumprir o objetivo de um ajuste de 10% do PIB no déficit fiscal preconizado. A avaliação era excessivamente otimista frente ao quadro recessivo que se estava delineando. O impacto de grande parte das iniciativas na execução do orçamento federal era, na verdade, duvidoso. Muitos dos ganhos que o ajuste colocava eram emergenciais e transitórios, como a imposição do IOF sobre o estoque de ativos, que tem o caráter de um confisco de riqueza e não de um aumento da carga tributária de forma permanente. O superávit fiscal permanecia, então, no terreno das conjecturas e das intenções.

Para que o conjunto de medidas adquirisse consistência, era necessária uma reprogramação orçamentária que explicitasse com clareza as metas de receitas e gastos do Governo. A volumosa transferência de recursos tributários para estados e municípios, os encargos de natureza previdenciária e assistencial assumidos pela União, a expansão da massa de salários com o funcionalismo, deveriam, mas não foram objeto de uma reprogramação orçamentária. Assim, se o governo não mostrasse resultados efetivos na busca do superávit fiscal em pouco tempo, o plano de estabilização enfrentaria dificuldades como a quebra da confiança nos títulos públicos, na poupança, nos depósitos bancários e

principalmente na nova moeda, o cruzeiro, resultando em uma completa desorganização do mercado financeiro.

Quanto à política de rendas, as maiores críticas, pautadas nas experiências fracassadas dos anos 80, se referem ao caráter indefinido de duração dos controles de preços e política salarial. Na verdade, o governo se apoiou pouco em políticas de rendas, fundamentando seu programa na contração de liquidez monetária para derrubar a inflação, ou seja, contraindo a demanda agregada se alcançaria o equilíbrio de preços. Deste modo, a taxa de câmbio flutuante agiria como forma de ajustar a oferta e a demanda da moeda estrangeira, sem que o Banco Central precisasse ficar em "posição comprada" no mercado cambial para controlar a oferta de moeda.

Conclui-se que a eficácia do Plano Collor sobre a inflação em um primeiro momento, não era suficiente para afirmar com certeza que este obteria sucesso. A estabilidade não se sustentaria por muito tempo se permanecesse ancorada no seqüestro das disponibilidades financeiras e no congelamento de preços e salários. A possibilidade de fracasso nada deveria aos planos anteriores, se não fosse pensada melhor a componente fiscal do plano, a violência jurídica e o centralismo gerencial com que foi aplicado. Na verdade, os prejuízos seriam até mesmo maiores, frente a um passivo do sistema financeiro estatizado e desmoralizado. Em última análise, *"faltava ao plano um elemento de credibilidade e transparência que possibilitasse ao governo afrouxar a excessivamente restritiva política monetária e cambial"* (Longo, 1991,

4. A Política Cambial do Plano Collor

4.1. A Questão Cambial: diferença entre câmbio fixo e câmbio variável

Este capítulo irá expôr algumas considerações relevantes sobre a discussão entre sistema de taxa de câmbio fixa e sistema de taxa de câmbio variável.

Num sistema cambial fixo, "*o Banco Central, ou seja qual for a autoridade monetária nacional, fixa o preço da moeda nacional em relação a uma moeda estrangeira. Esse preço fixo é chamado paridade da moeda.*" Num regime cambial flexível, ou flutuante, "*a autoridade monetária não tem compromisso algum para apoiar uma determinada taxa. Todas as flutuações na demanda e na oferta de moeda estrangeira acomodam-se por meio da alteração de preço da moeda estrangeira em relação à nacional. O Banco Central define a oferta monetária sem se comprometer com uma taxa cambial específica e, depois, permite que ela flutue em resposta aos distúrbios econômicos.*" (Sachs, 1995).

Poderemos identificar vantagens e desvantagens de ambos os sistemas cambiais como parte de uma antiga discussão em Economia Internacional, discussão esta, que segundo Sodersten (1979) tende a ser infrutífera, em virtude dos argumentadores de ambos os lados estarem preocupados apenas com um conjunto limitado de argumentos, que embora relevantes, consideram apenas parte do problema.

Os proponentes do sistema de taxas de câmbio fixas geralmente afirmam que o sistema de taxas de câmbio variáveis são prejudiciais ao volume do comércio internacional e dos investimentos. Os proponentes das taxas de câmbio variáveis

afirmam que tal sistema possibilita ao país maior flexibilidade para alcançar determinadas metas na economia interna, ao mesmo tempo em que livra o governo de eventuais constrangimentos relativos ao equilíbrio das contas externas.

Para melhor analisar este problema, devemos abordar a questão sob quatro aspectos diferentes: incerteza, especulação, inflação e custos macroeconômicos.

Parece difícil definir se as taxas de câmbio variáveis aumentam ou diminuem a incerteza na economia. Isto porque dependerá dos fatores que produzem esta incerteza, vale dizer, se tratamos de variáveis reais ou monetárias. Um fator importante é a correlação entre preços das exportações e importações e o nível geral de preços. Se houver uma elevada correlação nos movimentos entre preços externos e internos, e se estivermos preocupados principalmente com as variáveis reais, as taxas de câmbio variáveis diminuem a incerteza e refletem melhor as condições reais na economia do que as fixas.

Entretanto, se não houver um alto grau de correlação nos movimentos dos preços externos e internos, podemos afirmar que uma taxa de câmbio variável introduz uma maior incerteza do que as fixas. Desta forma podemos crer que as opiniões sobre câmbio fixo ou variável devem depender principalmente das características empíricas das economias em questão.

Em relação à especulação, é difícil definir se ela é estabilizante ou desestabilizante. É possível ocorrer as duas coisas, dependendo do referencial de observação. Ao mesmo tempo que pode ser para alguns agentes econômicos, pode não ser para outros - e normalmente é isto que ocorre - ou até mesmo pode ser utilizada por Bancos Centrais como forma de garantir uma situação que lhe é conveniente, situação esta que pode ser de estabilidade.

Os que defendem taxas de câmbio fixas costumam afirmar que as taxas variáveis causam impacto inflacionário porque a depreciação da taxa de câmbio causa um aumento no nível de preços internos. Os defensores, por outro lado, argumentam que este impacto não ocorre necessariamente. Um dos argumentos que justificam esta afirmativa é que a depreciação do câmbio não causará inflação caso sejam adotadas políticas econômicas restritivas, como por exemplo, causar uma queda geral na demanda efetiva.

Em resumo, o que podemos concluir é que em princípio não há uma resposta definitiva a respeito de um país seguir o sistema de taxas de câmbio fixas ou variáveis. Dependerá das circunstâncias e das características específicas da economia em questão, características estas que poderão mudar no tempo, a medida em que a economia mudar, envolvendo sobretudo decisões de natureza política.

4.2. A Implementação do regime de câmbio flutuante

Desde junho de 1989, vinha se verificando um crescente aumento na defasagem cambial e uma conseqüente retração no saldo da balança comercial.

Em relação às reservas internacionais, a situação era a seguinte: no conceito de caixa, em janeiro de 1990 as reservas totalizavam um montante de US$ 6,9 bilhões (ver tabela 1). Cabe ressaltar que este resultado deveu-se ao fato do governo não estar pagando os juros da dívida externa aos credores privados e, posteriormente, ao não pagamento do acordado junto ao Clube de Paris. A suspensão dos pagamentos data de julho de 1989, quando houve a centralização do câmbio do Banco Central (BACEN), decisão esta que já havia sido prevista na resolução N°. 1.564 DE 16/01/89. Como expôs o BACEN em seu Relatório, essa atitude deve-se *a "necessidade de manutenção de um nível mínimo de reservas em caixa, da ordem de US$ 7 bilhões, em face da insuficiência da entrada de novos recursos."* (Relatório Anual 1989, p.88).

A taxa de câmbio real efetiva (calculada a partir de uma cesta de moeda de sete países com os quais o Brasil mantém relações comerciais) em fevereiro de 1990 acumulava uma defasagem de 23,2% em relação a média de 1989 e de 40,2% em relação a de 1988. Esta situação acabou por criar uma forte expectativa no sentido da necessidade de uma maxidesvalorização do cruzado novo que, no entanto, vinha sendo postergada devido ao impacto negativo que esta medida causaria na inflação.

Como conseqüência desta defasagem, o saldo mensal da balança comercial que em junho de 1989 foi de US$ 2,1 bilhões caiu para apenas US$ 0,6 bilhões no mês de janeiro de 1990, valor este que representa 37% do saldo obtido em janeiro do ano anterior (US$ 1,6 bilhões em janeiro de 1989). (ver tabela 2)

TABELA 1

RESERVAS INTERNACIONAIS NO BANCO CENTRAL DO BRASIL

(Posições em Final de Período)

Meses	CAIXA	
	US$ Milhões	Variação Mensal
Dez 88	5.359	----
Dez 89	7.268	----
Jan 90	6.905	- 4,99%
Fev	6.897	- 0,12%
Mar	5.378	- 22,02%
Abr	6.843	27,24%
Mai	7.585	10,84%
Jun	7.786	2,65%
Jul	8.113	4,20%
Ago	8.588	5,85%
Set	8.627	0,45%
Out	8.120	- 5,88%
Nov	7.605	- 6,34%
Dez	8.751	15.07%

FONTE: Relatório Anual 1990 - Banco Central do Brasil

TABELA 2

BALANÇA COMERCIAL
em milhões de dólares Americanos
(s/ ajuste sazonal)

MÊS	EXP	IMP	SALDO
Jan/89	2.751	1.136	1.615
Fev	2.263	1.212	1.051
Mar	2.847	1.192	1.655
Abr	2.398	1.084	1.314
Mai	2.832	1.469	1.364
Jun	3.680	1.494	2.189
Jul	3.217	1.767	1.450
Ago	3.372	1.904	1.468
Set	2.950	1.825	1.125
Out	2.746	1.700	1.039
Nov	2.576	1.586	990
Dez	2.771	1.879	891
Jan/90	2.289	1.678	611
Fev	1.978	1.210	760
Mar	2.279	1.637	642
Abr	2.580	1.334	1.246
Mai	3.228	1.503	1.725
Jun	2.525	1.352	1.173
Jul	3.064	1.640	1.424
Ago	3.043	2.009	1.034
Set	2.591	1.880	711
Out	2.325	2.102	223
Nov	2.652	2.246	406
Dez	2.885	1.807	1.078

FONTES: CACEX e CIEF

Em parte este péssimo desempenho resultou também do fato dos exportadores estarem aguardando o anúncio das novas medidas econômicas, para só então fecharem o câmbio de seus contratos. De fato, a expectativa em torno de uma maxidesvalorização era muito forte, e a demanda por *hotmoney* crescia por conta desta expectativa. Pois uma vez que não estavam fechando câmbio, os exportadores eram obrigados a ir ao mercado financeiro tomar empréstimos para capital de giro.

No entanto, a opção por uma desvalorização do câmbio, a despeito de reforçar as contas externas, oferecia riscos de novas pressões inflacionárias. Ao mesmo tempo, a manutenção da taxa de câmbio nominal facilitaria a estabilização imediata dos preços, mas provocaria a fragilização das contas externas à médio prazo. Porém, o bloqueio da liquidez poderia reduzir bastante os riscos desta segunda opção, pois tiraria dos exportadores o fôlego necessário para retardar negócios, pressionando o governo por uma desvalorização e possibilitaria o retorno dos recursos mantidos no exterior por residentes.

Segundo Sodersten, *"estes elementos acabavam por limitar as possibilidades de atuação agressiva da política cambial como suporte ao controle das pressões inflacionárias, como seria feito anos depois com o Plano Real. O nível de reservas e a difícil atração de fluxos de capitais de curto prazo, pressionavam sobre a balança comercial. Uma simples ameaça de déficits elevados nas transações correntes e a impossibilidade de financiá-los, poderia gerar movimentos especulativos de difícil controle"* (Carvalho, 1996).

Assim, contrariando as expectativas, o programa de estabilização implementado pelo novo governo não promoveu a tão esperada maxidesvalorização. Em vez disso, alterou o sistema cambial em vigor, tornando o quadro mais flexível. A partir de março de 1990, abandonou-se o regime de taxas cambiais administradas e

passou-se para um contexto de flutuações livres ditadas pelo mercado.

A implantação do regime de câmbio livre, pelo Plano Brasil Novo, foi regulamentada pela resolução do Banco Central n°. 1690, de 18/03/90. A partir desta data, o BACEN deixou de ter a obrigatoriedade de fixar as cotações das moedas estrangeiras, que passaram a ser determinadas pelo resultado da interação entre a oferta e demanda de divisas no mercado cambial. Entretanto, somente as instituições bancárias credenciadas poderiam atuar, realizando apenas as tradicionais operações cambiais, ou seja, operações relativas às transações de comércio exterior.

Este novo sistema cambial, segundo Sochaczewski, (1990: *"apresentou-se como uma contrapartida da nova política industrial, que propunha a eliminação das barreiras não tarifárias e a redução progressiva e generalizada das tarifas alfandegárias, com o objetivo de abrir o mercado brasileiro à concorrência internacional"*, ~~(Sochaczewski-1990)~~

Mais que isso, o câmbio flutuante foi uma mudança fundamental e plenamente coerente com a concepção geral do plano de estabilização. A adoção deste sistema, ao isentar o governo da obrigatoriedade de fixar diariamente a taxa de câmbio, bem como de ficar em posição comprada no mercado cambial, garantiu as condições necessárias para a gestão de uma eficiente política monetária restritiva. Caso esta medida não tivesse sido tomada, o esforço no sentido de suprimir a liquidez, bloqueando os ativos domésticos, poderia ter tido seu efeito parcialmente neutralizado por uma injeção de liquidez via ingresso de moeda estrangeira. Pois numa economia aberta, na qual o governo fixa as taxas e tem a obrigatoriedade de comprar os dólares internalizados, o ingresso de moeda estrangeira se transforma em aumento de liquidez, o que significa injeção primária de moeda na economia.

Com o câmbio flutuante, o BACEN deixou de ter que comprar o superávit de divisas, assim como ter que cobrir as posições vendidas das instituições que operam no mercado cambial que, no entanto, não deveriam superar o limite diário de US$ 5 milhões.[1] Desta forma, o câmbio deixou de ser necessariamente uma fonte de expansão de liquidez, assegurando uma maior sintonia das operações cambiais com as metas de restrição monetária propostas pelo governo.

Uma idéia inerente ao novo regime cambial, era a mudança dos parâmetros até então adotados na gestão da política cambial. "Na década de 80, esta estava voltada fortemente para metas de obtenção de mega-superávits comerciais, como meio de obter recursos para o pagamento dos empréstimos externos contraídos na década de 70, e que ficaram estancados com a crise da dívida. Assim, utilizavam-se as desvalorizações cambiais como meio de dar competitividade às exportações brasileiras, estimulando a produção para o mercado internacional" (Carvalho 1996).

A reversão desse processo era pretendida, em primeiro lugar, por uma gestão menos agressiva da política cambial, objetivando uma redução da remessa líquida de recursos para o exterior. É neste contexto de busca de alteração nos parâmetros de condução da política econômica anteriormente vigentes e no perfil do plano de estabilização que devem ser buscadas as causas do comportamento da política cambial em 1990, principalmente no período abril-agosto. A reaceleração inflacionária, em meados do ano, acabou obrigando o abandono desta perspectiva.

[1] No dia 24 de abril entrou em vigor a Circular 1.684 do Banco Central, que proibia os bancos de "virarem o dia" com posições compradas acima de US$ 1 milhão. Este foi o mecanismo encontrado pelo governo para manter a liquidez sob controle e inibir a especulação no mercado livre.

4.3. Descrição da Política Cambial no Plano Collor

A primeira semana de funcionamento do sistema financeiro após a implementação do Plano Collor foi caracterizado por uma forte desvalorização do dólar em relação ao cruzeiro, resultado do enorme aperto de liquidez que foi promovido na economia.

No primeiro dia útil após o anúncio do Plano, as operações de comércio exterior ficaram praticamente paralizadas, demonstrando a perplexidade que tomou conta de todos. Entretanto, a partir do segundo dia, as operações voltaram a ser realizadas, ainda que timidamente. Muitas empresas exportadores estavam com necessidade de fazer caixa em cruzeiros para o pagamento da folha de salários. Curiosamente, a taxa média dos contratos foi de Cr$ 35,00 (cotação mais baixa que antes do Plano) bem abaixo do valor esperado pelos exportadores que antes do pacote pleiteavam uma maxidesvalorização de 46% (Jornal do Comércio, 21/03/90). Mas era melhor do que recorrer a financiamentos junto ao sistema financeiro, uma vez que acima de três milhões de cruzeiros a empresa teria que arcar com as taxas de juros de mercado, que então se situavam em torno de 18% ao mês (Gazeta Mercantil, 24/03/90).

Os importadores, por sua vez, se mantinham fora do mercado por não terem os cruzeiros necessários para depositar junto ao Banco Central. Este fato ainda não estava causando transtornos, pois tinha havido grande quantidade de antecipações de fechamento de contratos na semana anterior à posse, quando o mercado estava certo de que o novo governo promoveria uma maxidesvalorização do cruzado novo.

Como resultado desta situação, as taxas de câmbio passaram a refletir o precário funcionamento do mercado. Apesar da enorme defasagem cambial em relação as cotações médias dos anos

anteriores existente às vésperas do Plano Collor, o câmbio livre não foi capaz de recuperar o nível da taxa de câmbio. Do dia anterior ao anúncio do plano (13/03/90) até o último dia útil do mês de agosto (31/08/90), as cotações subiram em termos reais apenas 15%. (ver anexo).

Durante este período, pode-se observar que a política cambial praticada pelo governo foi de certa forma confusa. Oscilava entre a subordinação à política monetária e aos princípios do mercado livre. No primeiro caso, entende-se que o BACEN utilizaria o mercado de câmbio para auxiliar na tarefa de chegar a determinadas metas monetárias. De fato, no final de março, o Banco Central anunciou que iria começar a operar com *dealers* no mercado de câmbio, com o objetivo de facilitar a sua atuação no mercado de taxas livres (Jornal do Comércio, 28/03/90). O funcionamento deste sistema é feito através de uma mesa de operações semelhante a do *overnight*. Por exemplo, se o Banco Central desejasse retirar moeda da economia, entraria no mercado como vendedor de reservas, o que também provocaria uma queda na taxa cambial devido ao aumento da oferta de divisas. Se, no entanto, o Banco Central, desejasse expandir a liquidez, entraria como comprador de divisas, o que também provocaria uma alta nas cotações. Através deste procedimento, o BACEN contaria com mais um instrumento para realizar a calibragem da liquidez na economia.

Porém, esta opção gera duas desvantagens. Uma delas é que o governo precisa contar com um volume extra de reservas destinadas para tal tipo de operações. A outra é que a taxa de câmbio passa a incorporar um componente a mais de instabilidade, componente este que não está diretamente relacionado ao desempenho do balanço de pagamentos.

Desta forma, deixar o mercado completamente livre, atuando somente com o objetivo de alcançar determinadas metas de

reservas, pode não ser a opção mais desejável quando se trata de uma situação de desequilíbrios conjunturais. Escolher este caminho significa não somente não utilizar o câmbio como instrumento de política monetária, mas também implica em abrir mão da política cambial como instrumento de orientação do comércio exterior.

Neste caso, a taxa de câmbio passa a ser determinada apenas pela interação entre os fluxos globais de oferta e demanda de divisas, ou seja, pela interação entre oferta e demanda de todos os agentes que atuam no mercado (inclusive o governo, além dos exportadores e importadores).

Segundo Sodersten (Sodersten (1979), num regime de câmbio completamente livre, apenas as forças de mercado atuam. Por exemplo, partindo de uma situação de equilíbrio na balança de pagamentos de um determinado país, sob um sistema de taxas livres, ocorrendo um déficit na balança de pagamentos, seja ele resultado de um aumento nas importações, ou de uma redução nas exportações ou até mesmo de uma redução na entrada de capitais para o país, irá ocorrer um aumento na demanda por moeda estrangeira gerando uma queda na taxa de câmbio. Analogamente, um superávit na balança de pagamentos resulta em aumento na taxa de câmbio elevando o preço da moeda o que torna as importações mais baratas. Ao mesmo tempo provoca um efeito negativo sobre as exportações. Por isso as importações aumentam, as exportações diminuem, o superávit da balança de pagamento diminui e se estabelece um novo equilíbrio na balança de pagamentos, a uma nova taxa de câmbio. Assim funciona o mecanismo auto-regulável do câmbio livre na teoria.

Porém, este mecanismo possui uma defasagem temporal que não pode ser desprezada. Tanto pelo lado dos exportadores quanto dos importadores, reações significativas a uma variação cambial não ocorrem instantaneamente. Ambos podem antecipar ou

adiar livremente o fechamento de câmbio de suas operações, mas somente dentro de um período de tempo relativamente curto. No contexto geral o que ocorre é que por um lado, os exportadores não podem cancelar contratos de um momento a outro, assim como também existe uma certa inércia quanto a decisão de suspender um processo de abertura de novos mercados, uma vez que isto implicaria em perder o investimento já realizado. Por outro lado, para o importador também é necessário um período de tempo para que se organize a estrutura que este tipo de atividade exige (identificar novos mercados, organizar logística de distribuição, etc.).

Diante deste fato, percebe-se a possibilidade de ocorrer uma situação de desequilíbrio cambial a curto prazo. Provavelmente este foi um dos fatores que contribuíram para o curioso comportamento do câmbio após o plano de estabilização do governo Collor.

Pois mesmo que tenha ocorrido uma recuperação da defasagem cambial da ordem de 28%, entre março e maio, resultado de uma estratégia do governo de promover moderados ajustes diários na cotação do dólar, o nível das cotações ainda se encontravam 23,3% abaixo das taxas médias do ano de 1989 e 34,5% se comparada ao ano de 1988. Em junho, o comportamento das taxas praticamente acompanhou a evolução da BTNf. No mês de julho, apesar de ter ocorrido uma desvalorização real do cruzeiro durante a primeira semana, as cotações retrocederam e se mantiveram estáveis em termos reais até o final do mês. Em resumo, observou-se neste período, uma recuperação real insuficiente face a enorme defasagem cambial que existia. (ver anexo)

Um fato ainda mais curioso ocorreu a partir de agosto. A pequena recuperação real ocorrida até o final de julho foi totalmente absorvida nos 40 dias seguintes.

O governo criara uma enorme expectativa em torno de um novo ajuste monetário que ocorreria em setembro. Face a esta situação, ocorreu um grande aumento na oferta de dólares por parte dos exportadores, o que resultou numa queda vertiginosa das cotações.

Se o mercado já se encontrava numa situação de graves desajustes, com mais este impacto negativo, a situação tornou-se bastante grave.

Provavelmente devido ao temor dos efeitos que tal defasagem cambial pudesse causar ao comércio exterior do país, o BACEN decidiu intervir pesadamente no mercado de câmbio. Segundo o divulgado na imprensa (Jornal do Comércio, 15/09/90), a autoridade monetária comprou cerca de US$ 800 milhões em apenas 6 dias úteis. Para se ter noção da vigorosa atuação do BACEN neste mercado, o governo costumava comprar apenas US$ 300 milhões por mês (Jornal do Comércio, 15/09/90). O Governo admitiu que criou uma situação de pânico no mercado por erro próprio, com a perspetiva de ajuste monetário anunciado para setembro. Por este motivo se viu obrigado a manter o nível das cotações mesmo que isto pudesse vir a comprometer as suas metas monetárias, o que de fato ocorreu (ver tabela 3).

Por mais que esta atitude fosse realmente necessária, isto significou um afastamento em relação à política cambial adotada até aquele momento. Inclusive devido ao fato de ter havido *"um afrouxamento na política monetária, ou seja, o que antes era tratado como o objetivo principal e incontestável (combate a inflação), passou a uma posição de segundo plano frente a possibilidade de ocorrer um completo colapso no comércio exterior do país"* (Andrade, 1991).

TABELA 3

Médias dos Saldos Diários
Variações Percentuais

Final de Período	Meios de Pagamento	Base Monetária
1990		
Jan	25,3	40,0
Fev	64,8	49,8
Mar	124,5	884
Abr	102,7	134,3
Mai	34,8	35,4
Jun	11,7	14,1
Jul	0,9	0,9
Ago	5,9	1,1
Set	18,9	24,8
Out	3,7	5,9
Nov	7,2	1,5
Dez	36,1	34,7

Fonte: Relatório Anual 1990 - Banco Central do Brasil, p. 39

De fato a tendência de queda foi interrompida e as cotações começaram a se elevar em termos reais, o que por outro lado, passou a pressionar os preços e ameaçar os esforços de combate a inflação. Analisando os índices de preços (ver tabela 4), percebe-se claramente uma tendência à reaceleração inflacionária, a partir de setembro. A guinada brusca na política cambial neste mês, foi provocada em boa medida pela tendência de redução lenta e constante do superávit comercial, que se estendeu por todo o ano

até dezembro, quando os saldos começaram a se elevar (ver tabela 2).

TABELA 4

INFLAÇÃO PÓS-PLANO COLLOR
(Em %)

Mês	IPC-FIPE	IPA-FGV	IGP-FGV	IPC-IBGE
1990				
Mar	79,11	82,00	81,30	84,30
Abr	20,19	9,98	11,30	44,80
Mai	8,53	9,93	9,10	7,90
Jun	11,70	7,32	9,00	9,50
Jul	11,31	11,57	13,00	12,90
Ago	11,83	12,94	12,90	12,00
Set	13,13	11,06	11,70	12,80
Out	15,83	14,59	14,20	14,20
Nov	18,56	18,43	17,40	15,60
Dez	16,03	15,00	16,46	18,30
1991				
Jan	21,02	20,32	19,93	19,91

Fonte: Gazeta Mercantil

No mês de outubro, houve a maior variação cambial ocorrida em um único mês desde abril. As cotações subiram 27,6%,

favorecidas por dois fatores: a reduzida entrada de exportadores nas operações por causa da dificuldade na obtenção de linhas de crédito, e a greve dos funcionários do Banco Central.

O mercado de câmbio estava completamente desajustado e o atraso na definição da política de renegociação da dívida externa trouxe alguns problemas, especialmente para o setor exportador. Os bancos estrangeiros reduziram o volume das linhas de crédito para o setor e diminuíram os prazos para obtenção de recursos. Além disso os juros pularam de 0,5% (mais a *Libor* ao ano) para cerca de 6% (mais a *Libor* ao ano).

O nível de liquidez das empresas exportadoras passou a ser condição analisada pelas instituições estrangeiras em conjunto com o prazo de cada operação. As instituições que operavam no mercado preferiam atender as operações por prazos mais reduzidos, mesmo que em volumes menores (Gazeta Mercantil, 13/10/90).

Outro fator que influenciou o comportamento das taxas cambiais foi a paralização das atividades da autoridade monetária, quando o mercado passou a ser balizado pelas instituições que movimentavam grandes volumes de moeda, operando no interbancário sempre projetando taxas mais altas. Esse procedimento ficou caracterizado pelo volume de negócios em que o interbancário superava em 20 vezes o volume movimentado pelos setores exportador e importador (Jornal do Comércio, 05/10/90). A autoridade monetária advertiu os bancos por estarem mais alavancados em moeda estrangeira do que o total do seu patrimônio líquido (houve caso de ocorrer uma alavancagem de até 4 vezes o patrimônio líquido). Mas as instituições alegavam que estavam realizando tais operações por ordem de seus clientes importadores, que para se proteger contra maiores oscilações da moeda, estavam adquirindo antecipadamente divisas.

A ausência do Banco Central e dos exportadores no câmbio comercial resultou em falta de moedas para as transações. Com uma forte pressão tomadora por parte dos importadores, provocada principalmente pela Petrobrás (que naquele momento decidiu importar uma quantidade recorde de petróleo, frente a possibilidade de elevação do preço do barril em conseqüência da crise no golfo Pérsico), o preço da moeda estrangeira subiu bastante.

Esta alta desenfreada, num mercado totalmente desajustado, acabou fazendo com que o mercado se tornasse atraente para os exportadores, que mesmo assim continuavam afastados do mercado, devido aos altos juros cobrados nas linhas de crédito. Apenas as grandes empresas que podiam se autofinanciar puderam aproveitar os preços bem acima das projeções.

No mês de novembro, um dos fatores que impulsionou os preços da divisa foi o baixo resultado operacional apresentado pelo balança comercial em outubro. Com isso, a partir da segunda metade do mês de novembro, o Banco Central passou a comprar mais dólares das instituições, proporcionando um quadro mais favorável a elevação das cotações. O dólar comercial fechou o mês com alta de 36,9%, que representou ganho real de 17,4% (ver anexo).

Ao iniciar o mês de dezembro a expectativa do setor era de que o Banco Central passasse a atuar mais fortemente no mercado impondo limites a elevação das cotações, evitando que acontecesse o alto ganho real que ocorreu no mês anterior.

De fato foi o que ocorreu. O Banco Central imprimiu um ritmo forte de atuação oferecendo grandes lotes de dólares para as instituições com o objetivo de reduzir a especulação que estava sendo feita com a moeda estrangeira no interbancário.

Este "tabelamento" da divisa desestimulou a participação dos exportadores que ficaram cada vez mais afastados do mercado. Com a proximidade do fim do ano, sem tempo hábil para o acerto da

dívida externa, as instituições estrangeiras reduziram a praticamente zero o volume das operações com as empresas exportadores brasileiras.

Entretanto, depois de meados do mês, após a divulgação de mais um resultado pouco expressivo da balança comercial de novembro (ver tabela 2), o Banco Central passou a retirar dólares do mercado, para definitivamente tentar atrair os exportadores. Mas o nível das exportações só voltaram a aumentar face às dificuldades que os exportadores estavam encontrando para cumprir os contratos pré-estabelecidos com seus fornecedores. Para não ter maiores problemas com o não cumprimento dos compromissos tal grupo passou a aceitar trabalhar com uma taxa de juros elevada, de cerca de 8% (mais a *Libor).*

Esse retorno dos exportadores acabou por segurar um pouco as cotações. Pois os contratos de câmbio que estavam sendo realizados foram feitos diretamente ou com linhas de curtíssimo prazo, em razão dos elevados juros impostos pelos bancos estrangeiros.

Em resumo, podemos concluir que a desvalorização real da moeda nacional ocorrida a partir de outubro, resultou num aumento das exportações brasileiras de novembro em diante, interrompendo a tendência de queda que vinha ocorrendo desde de julho. Segundo Von Döellinger, *"no mês de novembro o país exportou US$ 2,6 bilhões, o que representa um aumento de 13,6% em relação aos resultados de outubro, e 2,9% em relação aos de novembro de 1989 (ver tabela 2). Esta desvalorização, no entanto, não foi suficiente para diminuir o ritmo das importações, que em novembro atingiram um valor recorde de US$ 2,2 bilhões, o que significa um aumento de 6,8% em relação a outubro de 1990 e 35,8% a novembro de 1989. O superávit comercial resultante foi de apenas US$ 406*

milhões, 75% superior ao do mês anterior, mas 56% abaixo do de novembro de 1989" (Von Döellinger, 1990).

Somente no mês de dezembro é que os efeitos da correção cambial começaram a ser sentidos, quando foi obtido um superávit de US$ 1,07 bilhões.

4. Conclusões

A introdução do regime de taxas livres de câmbio, a partir de 19 de março de 1990, tinha como objetivo alcançar um nível de equilíbrio nos fluxos externos do país que refletisse as reais condições de oferta e demanda de divisas. Entretanto, em conseqüência das profundas medidas econômicas introduzidas pelo plano de estabilização, o mercado de câmbio não funcionou de forma equilibrada. O regime de taxas flutuantes não foi capaz de recuperar a enorme defasagem cambial existente desde o final do Governo Sarney, o que causou graves conseqüências para os resultados do comércio exterior do país durante o ano de 1990.

A proposta de abertura da economia, que a princípio proporcionaria vantagens de curto prazo auxiliando no combate à inflação, diante de uma conjuntura extremamente desfavorável, se tornou inconsistente com esta meta, pelo menos durante o período mencionado.

Desta forma, duas fases distintas podem ser observadas na atuação do BACEN em relação à política cambial adotada após o plano de estabilização do Governo Collor. A primeira compreende o período que vai da implementação do plano até o mês de agosto, quando a defasagem cambial existente no início deste período (em relação a média dos anos anteriores) ainda permanecia. Durante estes meses, o governo tentou compensar o enorme desequilíbrio existente no mercado cambial, pela situação criada com a implementação do plano de estabilização.

Entretanto, as atitudes que o governo podia tomar estavam limitadas pelo objetivo maior do plano, que era o combate à inflação, o que limitava as intervenções do BACEN no mercado. Não era possível comprar uma quantidade significativa de divisas, uma vez que tal medida, *ceteris paribus*, poderia causar aumento da

liquidez na economia. Não se podia vender divisas para não comprometer as reservas do País.

Como resultado desta situação essencialmente desajustada em que o mercado cambial se encontrava, ocorreu no mês de setembro uma brutal redução real das cotações, obrigando o BACEN a modificar radicalmente a sua forma de atuação. A partir de setembro o BACEN decidiu atuar forte no mercado, comprando cerca de US$ 800 milhões em apenas 6 dias úteis, com o objetivo de recuperar o nível real das cotações, colocando em risco até mesmo as suas metas monetárias. Este foi o início da segunda fase referida acima. Desse momento em diante, houve a necessidade de recuperar a defasagem cambial para evitar que ocorresse um completo colapso no comércio exterior do País.

Podemos obter duas conclusões principais. A primeira é que o câmbio livre implementado pelo Plano Collor, era uma medida plenamente coerente com a concepção geral do plano de estabilização, garantindo as condições necessárias para a implementação de uma eficiente política monetária restritiva, pois anulava a capacidade de criação endógena de moeda na economia via internalização de divisas. A segunda é que as demais medidas implementadas pelo plano geraram uma situação dentro da qual era impossível que o mercado de câmbio livre funcionasse como deveria, obrigando o BACEN a manter sob controle permanente as taxas de câmbio (através de consecutivas atuações no mercado), mesmo se tratando de um sistema de câmbio livre.

Mas, como estas atuações do BACEN estavam limitadas pelos objetivos maiores do plano, não foi possível evitar a situação de enorme desequilíbrio ocorrida em setembro, a partir de quando o BACEN foi obrigado a intervir fortemente no mercado para garantir, a qualquer custo, o fim da enorme defasagem cambial existente naquele momento, mesmo que isto implicasse em comprometer as

metas monetárias daquele mês. Como resultado, a taxa cambial passou a ter ganhos reais, o que paradoxalmente se tornou um fator a mais que alimentava a processo inflacionário.

Na verdade, seria um contra-senso fixar a taxa cambial em um regime de câmbio flutuante, com as cotações da divisa estrangeira determinadas pela interação entre oferta e demanda do mercado. O Banco Central neste regime, teria o papel de intervir, quando necessário, comprando ou vendendo divisas para manter ou deslocar as cotações correntes, com vistas a cumprir os seus objetivos de estabilização macroeconômica ou de programação para o setor externo, necessitando pois, de um nível de reservas suficiente para bancar essas intervenções.

No entanto, a não fixação de uma taxa cambial provou ter efeitos perversos sobre a estabilidade da moeda. A estabilização da taxa de câmbio em torno de valores próximos de uma média previamente escolhida, é essencial dentro de um plano de combate à inflação, sobretudo tendo em vista metas de superávits comerciais. Assim, valorizações reais excessivas trouxeram a inflexão dos resultados até então relativamente favoráveis do saldo comercial, e as desvalorizações reais que se seguiram, pressionaram e desestabilizaram ainda mais a economia, comprometendo a já caótica estrutura de preços relativos existente. Como já foi visto, a partir de setembro, o governo foi obrigado a intervir no mercado, influenciando, sobremaneira, nas cotações cambiais, situação incompatível com a maior flexibilização que se procurava alcançar.

No ano seguinte, avançou-se menos ainda no sentido de se passar para um regime de taxas de câmbio livres. De fato, foram as intervenções reguladoras do Banco Central no mercado cambial, por intermédio dos leilões de aquisição e fornecimento de divisas, que produziram as cotações desejadas pelas autoridades econômicas, de forma muito parecida com a época em que se

adotava o regime de taxas de câmbio fixas. Assim, pode-se concluir que o Plano Collor não conseguiu levar adiante um processo de liberalização do câmbio, pois um contexto de extrema defasagem cambial, colocou para as autoridades monetárias um dilema que provou ser de difícil solução.

6. Anexo

Data	Valor Nominal (*) Cr$/Us$	Valor Real (**) Cr$/Us$	BTNf
02/01/90	11,58	107,34	10,9518
03/01/90	11,81	107,36	11,1674
04/01/90	21,04	107,34	11,3872
05/01/90	12,27	107,35	11,6036
08/01/90	12,50	107,32	11,8245
09/01/90	12,74	107,35	12,0487
10/01/90	12,98	107,33	12,2776
11/01/90	13,22	107,28	12,5109
12/01/90	13,47	107,27	12,7486
15/01/90	13,73	107,30	12,9908
16/01/90	13,99	107,29	13,2376
17/01/90	14,26	107,32	13,4891
18/01/90	14,53	107,32	13,7454
19/01/90	14,80	10,727	14,0066
22/01/90	15,13	107,62	14,2727
23/01/90	15,46	107,61	14,5854
24/01/90	15,79	107,55	14,9051
25/01/90	16,14	107,58	15,2317
26/01/90	16,51	107,68	15,5654
29/01/90	16,88	10,765	15,9193
30/01/90	17,27	107,69	16.2813
31/01/90	17,73	107,89	16,6841
01/02/90	18,17	107,89	17,0968
02/02/90	18,63	107,92	16,5251
05/02/90	19,09	107,88	17,9642
06/02/90	19,66	107,93	18,492
07/02/90	20,24	107,95	19,0353
09/02/90	20,84	107,97	19,5946
09/02/90	21,46	108,01	29,1703
12/02/90	22,10	108,06	20,763
13/02/90	22,82	108,10	21,4304
14/02/90	23,57	108,18	22,1194
15/02/90	24,34	108,23	22,8304
16/02/90	25,14	108,31	23,5643
19/02/90	25,98	10835	24,342
20/02/90	26,87	108,48	24,1453
21/02/90	27.,79	108,56	25,9871
22/02/90	28,74	108,64	26,8571
23/02/90	29,72	108,70	27,7563
01/03/90	31,40	107,91	29,5399
02/03/90	32,19	107,91	30,2833
05/03/90	33,00	107,91	31,0455
06/03/90	33,83	107,91	31,8269
07/03/90	34,69	107,94	32,6279
08/03/90	35,56	107,93	33.4491
09/03/90	36,48	107,94	34,3109
12/03/90	37,42	107,94	35,195
13/03/90	38,38	107,93	36,1018
19/03/90	40,00	101,60	39,9689
20/03/90	41,00	103,69	40,142

Data	Valor Nominal (*) Cr$/Us$	Valor Real (**) Cr$/Us$	BTNf
21/03/90	38,00	95,69	40,3158
22/03/90	38,00	95,28	40,4904
23/03/90	38,30	95,62	40,6658
26/03/90	39,10	97,19	40,8419
27/03/90	40,45	100,11	41,0188
02/04/90	42,50	103,38	41,734
03/04/90	42,50	103,38	41,734
04/04/90	42,40	103,14	41,734
05/04/90	42,30	102,90	41,734
06/04/90	42,40	103,14	41,734
09/04/90	42,50	103,38	41,734
10/04/90	46,00	111,90	41,734
11/04/90	47,80	116,28	41,734
16/04/90	49,60	120,66	41,734
17/04/90	53,50	130,14	41,734
18/04/90	50,50	122,85	41,734
20/04/90	51,00	124,06	41,734
23/04/90	50,90	123,82	41,734
24/04/90	50,95	123,94	41,734
25/04/90	50,90	123,82	41,734
26/04/90	50,95	123,94	41,734
27/04/90	50,90	123,82	41,734
30/04/90	50,90	123,82	41,734
02/05/90	50,85	123,70	41,734
03/05/90	50,95	123,89	41,7493
04/05/90	50,85	123,61	41,7647
07/05/90	50,90	123,68	41,78
08/05/90	50,95	123,76	41,7953
09/05/90	50,95	123,71	41,8106
10/05/90	50,98	123,74	41,826
11/05/90	50,95	123,62	41,8413
14/05/90	51,10	123,84	41,8894
15/05/90	51,20	123,94	41,9376
16/05/90	51,20	123,80	41,9858
17/05/90	51,25	123,73	42,0512
18/05/90	51,21	123,39	42,1353
21/05/90	51,45	123,72	42,2196
22/05/90	53,05	127,31	42,3041
23/05/90	52,80	126,46	42,3888
24/05/90	53,10	126,92	42,4736
25/05/90	54,20	129,29	42,5586
28/05/90	54,90	130,70	42,6437
29/05/90	55,10	130,60	42,8324
30/05/90	55,15	130,14	43,0219
31/05/90	55,10	128,60	43,498
01/06/90	55,00	126,96	43,9793
04/06/90	55,10	126,91	44,0762
05/06/90	55,30	127,09	44,1733
06/06/90	55,75	127,85	44,2707
07/06/90	55,70	127,45	44,3682

Data	Valor Nominal (*) Cr$/Us$	Valor Real (**) Cr$/Us$	BTNf
08/06/90	55,65	127,06	44,466
11/06/90	55,70	126,89	44,5639
12/06/90	55,60	126,26	44,7076
13/06/90	55,65	125,96	44,8517
15/06/90	56,05	126,46	44,9964
18/06/90	56,30	126,51	45,18
19/06/90	56,65	126,78	45,3643
20/06/90	56,85	126,71	45,5495
21/06/90	57,90	128,37	45,7886
22/06/90	59,10	130,35	46,0289
25/06/90	59,90	131,43	46,2705
26/06/90	60,10	131,18	46,5134
27/06/90	59,97	129,91	46,8654
28/06/90	60,40	129,62	47,3065
29/06/90	61,15	130,00	47,754
02/07/90	62,10	130,78	48,2057
03/07/90	62,55	131,18	48,4072
04/07/90	63,75	133,14	48,6095
05/07/90	66,40	138,10	48,8127
06/07/90	66,20	137,11	49,0167
09/07/90	66,31	136,77	49,2216
10/07/90	65,80	135,15	49,4273
11/07/90	65,55	134,08	49,6339
12/07/90	65,80	134,03	49,8414
13/07/90	66,50	134,89	50,0497
16/07/90	66,60	134,53	50,2588
17/07/90	66,60	133,97	50,4686
18/07/90	67,10	134,41	50,6798
19/07/90	67,55	134,58	50,9558
20/07/90	68,05	134,84	51,2333
23/07/90	68,00	134,02	51,5123
24/07/90	68,15	133,58	51,7929
25/07/90	68,20	132,96	52,0749
26/07/90	68,20	132,24	52,3585
27/07/90	68,30	131,65	52,6678
30/07/90	68,70	131,65	52,978
31/07/90	68,10	131,88	53,1921
01/08/90	70,30	133,63	53,4071
02/08/90	71,15	134,77	53,5969
03/08/90	71,15	134,29	53,7874
06/08/90	71,35	134,19	53,9785
07/08/90	71,50	134,00	54,1703
08/08/90	71,45	133,43	54,3628
09/08/90	71,55	133,15	54,5559
10/08/90	71,55	132,67	54,7498
13/08/90	71,75	132,57	54,9443
14/08/90	71,80	132,20	55,1359
15/08/90	72,00	132,09	55,3355
16/08/90	72,30	132,18	55,5321
17/08/90	72,45	131,98	55,7294

Data	Valor Nominal (*) Cr$/Us$	Valor Real (**) Cr$/Us$	BTNf
20/08/90	72,35	131,33	55,9274
21/08/90	72,05	130,32	56,1262
22/08/90	72,00	129,77	56,3256
23/08/90	72,10	129,49	56,5257
24/08/90	72,35	139,40	56,7638
27/08/90	72,35	138,85	57,003
28/08/90	72,40	128,28	57,2955
29/08/90	72,15	127,19	57,5896
30/08/90	71,55	125,49	57,8851
31/08/90	71,55	124,39	58,3944
03/09/90	70,30	120,85	59,0576
04/09/90	67,75	115,85	59,3711
05/09/90	68,25	116,09	59,6861
06/09/90	67,90	114,88	60,0029
10/09/90	67,70	113,94	60,3213
11/09/90	67,65	113,25	60,6415
12/09/90	70,60	117,57	60,9633
13/09/90	75,00	124,24	61,2869
14/09/90	75,50	124,41	61,6121
17/09/90	75,10	123,09	61,9391
18/09/90	77,00	125,54	62,2678
19/09/90	78,50	127,31	62,5983
20/09/90	81,10	130,83	62,9305
21/09/90	82,20	131,84	63,2988
24/09/90	82,40	131,39	63,6692
25/09/90	82,55	130,86	64,0417
26/09/90	82,70	130,19	64,4889
27/09/90	84,20	131,63	64,9392
28/09/90	84,20	130,14	65,6852
01/10/90	84,75	129,10	66,6465
02/10/90	84,85	128,55	67,0072
04/10/90	85,10	128,24	67,3689
05/10/90	88,00	131,90	67,7343
09/10/90	89,80	133,87	68,1008
10/10/90	90,50	134,19	68,4693
11/10/90	90,95	134,13	68,8398
12/10/90	91,30	133,92	69,2123
15/10/90	92,40	134,80	69,5869
16/10/90	93,50	135,67	69,9634
17/10/90	94,20	135,95	70,342
18/10/90	98,00	140,68	70,7226
19/10/90	98,90	141,21	71,1053
22/10/90	99,70	141,58	71,4901
23/10/90	99,15	140,04	71,8769
24/10/90	99,95	140,41	71,2659
25/10/90	102,35	142,80	72,7646
26/10/90	105,10	145,63	73,2668
29/10/90	105,15	144,54	73,854
30/10/90	105,85	144,35	74,4458
31/10/90	106,80	144,35	75,1118

Data	Valor Nominal (*) Cr$/Us$	Valor Real (**) Cr$/Us$	BTNf
01/11/90	109,60	146,82	75,7837
05/11/90	113,90	151,65	76,2482
06/11/90	115,70	153,11	76,7156
07/11/90	114,50	150,60	77,1858
08/11/90	114,55	149,75	77,6589
09/11/90	114,95	149,27	78,178
12/11/90	116,20	149,89	78,7009
13/11/90	118,25	151,53	79,2265
14/11/90	118,20	150,41	29,7829
16/11/90	117,85	148,91	80,3432
19/11/90	118,75	149,01	80,9075
20/11/90	123,90	154,38	81,4756
21/11/90	126,10	156,03	82,0478
22/11/90	129,20	158,66	82,669
23/11/90	129,95	158,39	83,295
26/11/90	131,75	159,26	83,9863
27/11/90	134,15	160,82	84,6834
28/11/90	138,00	164,08	85,3863
29/11/90	141,90	167,08	86,2191
30/11/90	146,30	170,13	87,2998
03/12/90	147,25	169,12	88,3941
04/12/90	147,60	168,34	89,014
05/12/90	147,80	167,39	89,6382
06/12/90	148,80	167,35	90,2668
07/12/90	149,90	167,42	90,8998
10/12/90	150,80	167,25	91,5372
11/12/90	149,20	164,32	92,1791
12/12/90	129,95	164,00	92,8255
13/12/90	150,90	163,89	92,4765
14/12/90	151,31	163,19	94,132
17/12/90	152,05	162,84	94,7921
18/12/90	153,63	163,39	95,4568
19/12/90	158,32	167,13	96,1726
20/12/90	159,02	166,61	96,8937
21/12/90	160,89	167,32	97,6202
24/12/90	161,31	166,39	98,423
26/12/90	163,88	167,66	99,2324
27/12/90	165,89	167,79	100,3704
28/12/90	170,06	170,06	100,5214

Elaborado com dados divulgados pela Gazeta Mercantil no período
(*) Média diária da cotação de venda do dólar comercial
(**) Cotação nominal corrida pela BTNf para 28/12/90

7. Referências Bibliográficas

ALBUQUERQUE, M.C.C. de, Riscos e Perspectivas do Plano Collor. In: Revista Brasileira de Economia, vol 45, no especial, janeiro 1991.

ANDRADE, R.P. de, Plano Collor e Setor Externo. In: A Economia Brasileira em Preto e Branco; SP/Campinas, Hucitec/FECAMP, 1991.

ANDRADE, R.P. de, A Performance do Setor Externo. In: Recessão e Inflação: o (des)ajuste neoliberal; SP/Campinas, Hucitec/FECAMP, 1992.

BARBOSA, F. de H., Plano Collor: Um Golpe de Mestre contra a Inflação? In: Revista Brasileira de Economia, vol 45, no especial, janeiro 1991.

CARNEIRO, R.M., Crise, estagnação e Hiperinflação. Tese de Doutoramento; Campinas, IE/UNICAMP, 1991.

CARVALHO, C.E.F., Bloqueio da Liquidez e Estabilização: O Fracasso do Plano Collor. Tese de Doutoramento; Campinas, IE/UNICAMP, 1996.

LONGO, C.A., O Plano Collor em Perspectiva. In: Revista Brasileira de Economia, vol 45, no especial, janeiro 1991.

OLIVEIRA, F.A., A Política Econômica da Recessão. In: A Economia Brasileira em Preto e Branco; SP/Campinas, Hucitec/FECAMP, 1991.

Plano Collor: Documentos. Revista de Economia Política, vol 10, no 3, julho-setembro 1990.

RELATÓRIO ANUAL 1989, Banco Central do Brasil, Brasília, DF.

RELATÓRIO ANUAL 1990, Banco Central do Brasil, Brasília, DF.

SACHS, J.D - Macroeconomia; São Paulo, Makron Books, 1995.

SOCHAZEWSKI, A.C - O Câmbio no Brasil Novo, Conjuntura Econômica; FGV, 1990.

SODERSTEN, B - Economia Internacional; Rio de Janeiro, Interciência, 1979.

VOND DOELLINGER, C - Abertura da Economia e Política Cambial, Conjuntura Econômica, FGV, 1990.

JORNAL DO COMÉRCIO, 1990.

GAZETA MERCANTIL, 1990.