

# Evolução da política cambial e da taxa de câmbio no Brasil, 1961-97<sup>1</sup>

Clóvis Oliveira de Almeida<sup>2</sup>  
Carlos José Caetano Bacha<sup>3</sup>

**Resumo:** este artigo analisa a evolução da política cambial e da taxa de câmbio no Brasil no período de 1961 a 1997, evidenciando a diferença entre desvalorizações da taxa de câmbio real e efetiva real. Os resultados revelam que a taxa de câmbio real e efetiva real apresentaram menor variação após a implantação da política de minidesvalorizações cambiais (1968 a 1979). Após esse período a variação das taxas reais de câmbio voltaram a aumentar. As taxas de câmbio real e efetiva se valorizaram fortemente na segunda metade da década de 80, sobretudo nos primeiros 18 meses após a implantação do Plano Real em 1994. Contudo, em 1996 e 1997 ocorreu expressiva recuperação do valor das taxas de câmbio real e efetiva real.

*Abstract:* this paper analyses the evolution Brazilian exchange policy and exchange rate from 1961 to 1997. We examine the differences between real and effective exchange rate fluctuations. It was found that real and effective exchange rates had less fluctuations from 1968 to 1979, when Brazil adopted short and irregular nominal exchange changes. After then, real exchange rate had large fluctuations. Starting in the second half of 80s, Brazilian exchange rate was appreciated, mainly during the first eighteen months after Real Plan Implementation (in July 1<sup>st</sup>, 1994). But, in 1996 and 1997 occurred a partial recuperation in real and effective exchange rates.

## 1. Introdução

---

<sup>1</sup> Este artigo é baseado em parte da Tese de Doutorado do primeiro autor, orientada pelo co-autor do artigo.

<sup>2</sup> Pesquisador da Embrapa, Professor Colaborador do Curso de Pós-Graduação em Ciências Agrícolas da UFBA, Doutor em Economia aplicada pela ESALQ/USP.

<sup>3</sup> Professor Associado do Departamento de Economia, Administração e Sociologia da ESALQ/USP.

Este artigo analisa a evolução da política cambial e da taxa de câmbio no Brasil no período de 1961 a 1997. Nesses 37 anos, o Brasil teve quatro distintos sistemas de fixação da taxa de câmbio e distintas políticas cambiais. A análise desses sistemas e políticas e seus impactos sobre a taxa de câmbio serve de orientação para futuras condutas no que se refere à política cambial.

Vários trabalhos já analisaram a evolução da política cambial brasileira (ver, entre outros, Baer, 1985; Horta *et alii*, 1993; Kessel, 1998; Pereira, 1994; Schuh, 1977; Silva, 1976; Teixeira & Rocha, 1995; Zini Jr, 1989 e 1993; e, Zockun, 1976) abrangendo períodos ou subperíodos até o começo da década de 90. Contudo, pouco se avaliou a política cambial durante o Plano Real. Assim, a principal contribuição do presente trabalho é avaliar a política cambial durante esse plano e compará-la com os períodos anteriores. Especificamente, busca-se dimensionar a valorização cambial ocorrida nos primeiros 18 meses desse plano (de julho de 1994 até dezembro de 1995) e quantificar o quanto a taxa de câmbio recuperou de valor nos anos de 1996 e 1997.

No presente texto, taxa de câmbio é conceituada como sendo o preço em moeda nacional de uma unidade monetária estrangeira tomada como referência. No Brasil é mais comum esse conceito, considerando-se a quantidade de reais (a moeda doméstica) trocada por uma unidade de dólar (a principal moeda estrangeira de referência no Brasil). Portanto, uma elevação na taxa de câmbio acusa uma desvalorização da moeda nacional, enquanto uma diminuição nessa taxa representa uma valorização da moeda doméstica.

O artigo está organizado em cinco seções, incluindo esta introdução. Na seção 2, faz-se a distinção entre taxa de câmbio real e taxa de câmbio efetiva real, ressaltando que uma desvalorização na taxa de câmbio real não implica, necessariamente, variação idêntica na taxa de câmbio efetiva real. Na seção 3, apresenta-se um breve resumo sobre a evolução da política cambial brasileira. Na seção 4, analisa-se a evolução da taxa de câmbio real e da taxa de câmbio efetiva real. Por fim, na seção 5, tem-se as considerações finais do trabalho.

## **2. Distinção entre taxa de câmbio real e taxa de câmbio efetiva real**

Para examinar a evolução da política cambial brasileira e seus efeitos sobre a taxa de câmbio é necessário, inicialmente, que se faça a distinção entre taxa de câmbio real e taxa de câmbio efetiva real. A primeira refere-se ao valor deflacionado do preço em moeda nacional de uma unidade da moeda estrangeira tomada como referência (no caso do Brasil, é o dólar americano). Já a taxa de câmbio efetiva real é o valor deflacionado do preço em moeda nacional de uma média ponderada de

moedas estrangeiras. De modo que uma elevação na taxa de câmbio efetiva real indica uma desvalorização da moeda doméstica.

A política cambial brasileira, ao longo do tempo, atentou-se, principalmente, para a taxa de câmbio real. Contudo, quando se fala em desvalorização cambial, é preciso distinguir entre uma desvalorização na taxa de câmbio real e uma desvalorização na taxa de câmbio efetiva real<sup>4</sup>. A primeira refere-se a um aumento real do preço em moeda doméstica de uma unidade da moeda estrangeira de referência, usualmente o dólar americano ou a moeda do principal parceiro comercial. Há, portanto, perda de poder de compra da moeda nacional em relação a *uma moeda* estrangeira de referência. Já a desvalorização da taxa de câmbio efetiva real implica na perda de poder de compra da moeda nacional em relação a *uma cesta de moedas* constituída pelas moedas dos principais parceiros comerciais do país.

Se o principal parceiro comercial responder por parcela moderada das transações externas de um país, uma desvalorização na taxa de câmbio real não implica, necessariamente, em desvalorização na mesma proporção da taxa de câmbio efetiva real, podendo haver situações divergentes entre os comportamentos desses dois tipos de taxa de câmbio. Se a regra das desvalorizações cambiais tem por base apenas a moeda de um único país, por exemplo o dólar americano (como tem sido o caso da política cambial brasileira), uma valorização do dólar frente a outras moedas fortes, como as européias e a japonesa, tudo o mais permanecendo constante, produz o seguinte efeito nas relações comerciais do país que mantém sua moeda “ligada” ao dólar - se se leva em consideração o conceito de taxa efetiva: induz a uma valorização da moeda do país frente às moedas européias e japonesa, prejudicando as relações comerciais com esses países. Isso ocorre porque, tudo o mais permanecendo constante, os europeus e os japoneses teriam que pagar mais, *em suas respectivas moedas*, pela mesma quantidade importada de produtos do país que mantém a moeda doméstica atrelada ao dólar.

Contudo, se a inflação do país que mantém sua moeda atrelada ao dólar for maior do que a inflação americana, pode-se ainda esperar uma valorização da moeda do país frente ao dólar americano, porém em menor proporção que a verificada em relação às demais moedas. Este último efeito pode ocorrer porque a desvalorização da moeda que tem por base o dólar americano não se dá de forma instantânea, existindo sempre uma descontinuidade entre as variações no valor da moeda

---

<sup>4</sup> Para ver mais detalhes sobre esse assunto, consultar: Conjuntura Econômica (1976); Silva (1976); Schuh (1977); Homem de Melo & Zockun (1977) e Pinheiro & Horta (1992).

americana no mercado internacional e o uso da regra para proceder à desvalorização.

Portanto, uma valorização do dólar frente às moedas dos parceiros comerciais do Brasil, *coeteris paribus*, aumenta a necessidade de o país recorrer às desvalorizações cambiais para preservar a competitividade de suas exportações<sup>5</sup>.

Outro efeito que pode decorrer da variação do poder de compra do dólar no mercado internacional, e que pode afetar a balança comercial de países exportadores e importadores de *commodities*, diz respeito à relação entre o valor da moeda norte-americana e o **preço em dólares** das *commodities* no mercado internacional. Vários trabalhos<sup>6</sup> têm sugerido que quando o preço do dólar no mercado internacional sofre uma queda em relação às principais moedas fortes (isto é, há uma desvalorização do dólar no mercado internacional), os preços das *commodities* tendem a subir, via efeito-renda induzido pela desvalorização da moeda americana. Isto é, o aumento em dólares na renda dos países que tiveram sua moeda valorizada frente à moeda americana induz um aumento de demanda por parte desses países no mercado internacional de *commodities* e, conseqüentemente, ocorre um aumento de preços em dólares dos produtos cujas demandas foram aumentadas.

A importância desta associação decorre do fato de que a percentagem de desvalorização requerida da moeda doméstica para manter a *performance* do setor exportador de *commodities* diminui quando a moeda americana se desvaloriza frente às demais moedas fortes no mercado internacional. Isto porque, tudo o mais permanecendo constante, a moeda nacional tende a se desvalorizar frente às demais moedas e os preços das *commodities* tendem a subir como conseqüência da queda no valor da moeda americana.

### 3. A política cambial brasileira no período de 1961 a 1997

No período aqui considerado, o Brasil teve quatro sistemas (ou regimes) de determinação da taxa de câmbio, a saber: sistema de taxa de câmbio nominal fixa com máximas desvalorizações cambiais esporádicas (março de 1961 a julho de 1968),

---

<sup>5</sup> A defasagem cambial pode ser compensada por políticas compensatórias dirigidas ao setor exportador. Ademais, pelo menos temporariamente, a defasagem cambial também pode ser compensada por ganhos de produtividade no setor exportador e por uma eventual elevação nos termos de troca, em moeda externa, do país que teve sua moeda valorizada.

<sup>6</sup> Ver Homem de Melo & Zockun (1977); Schuh (1977); Zini Jr. (1989) e Barros (1990).

sistema de minidesvalorizações cambiais (agosto de 1968 a fevereiro de 1990), sistema de taxa de câmbio com flutuação suja (março de 1990 a junho de 1994) e sistema de taxa de câmbio limitadamente flexível (de julho de 1994 até o presente momento).

### *3.1. O Sistema de Maxidesvalorizações Esporádicas*

Em março de 1961 foi feita uma reforma cambial no Brasil, passando do sistema de taxas múltiplas de câmbio (duas para exportação e cinco para importações) para um sistema mais unificado. No novo sistema, definiu-se duas taxas de câmbio, havendo uma desvalorização de 100% do cruzeiro: uma para as exportações de café e cacau e outra para as demais exportações e para as importações. Contudo, através de um esquema de bonificações (o “boneco”) ou descontos (as quotas de contribuição) conseguia-se diferenciar as taxas de câmbio entre os produtos exportados e importados.

Em abril de 1964 unificou-se, efetivamente, as taxas de câmbio, definindo uma única taxa de câmbio, fixada oficialmente. Nesse ano, ocorreu correção de 204% no câmbio, sendo que de dezembro de 1964 a janeiro de 1968 ocorreram apenas três correções da taxa de câmbio (Kessel, 1998, p. 279).

De acordo com Baer (1985, p. 205), nesse período de março de 1961 a julho de 1968 a política cambial do Brasil consistia em desvalorizar a moeda doméstica a intervalos de tempo relativamente longos e em grandes proporções. Praticava-se, portanto, as maxidesvalorizações cambiais. A condução da política cambial mediante maxidesvalorizações da moeda doméstica introduzia vários problemas na economia brasileira (Zockun *et al*, 1976; e Zini Jr., 1993). Primeiro, estimulava a especulação contra a moeda doméstica. Segundo, aumentava rapidamente os custos dos insumos importados logo após a maxidesvalorização cambial. Terceiro, mas não menos importante, aumentava o grau de incerteza quanto ao real valor da receita total obtida com as exportações, principalmente quando estas eram efetuadas com base em contratos de preços fixos.

### *3.2. O Sistema de Minidesvalorizações Cambiais*

De agosto de 1968 até fevereiro de 1990, o Brasil passou a praticar a política de minidesvalorizações cambiais, tomando como orientação a versão relativa da paridade do poder de compra da moeda (PPC). Essa última estabelece

que as desvalorizações nominais do câmbio devem se igualar à diferença entre as inflações doméstica e internacional, tendo por objetivo manter uma certa paridade real fixa da moeda.

Mesmo durante o período em que a política de minidesvalorizações cambiais vigorou no Brasil, o Banco Central, em algumas ocasiões, fez uso da política de maxidesvalorizações cambiais. Em 7 de dezembro de 1979 foi feita uma maxidesvalorização nominal de 30% da moeda local em relação ao dólar, para compensar a eliminação dos subsídios fiscais (forçada pelo GATT) concedidos às exportações de manufaturados e os depósitos prévios sobre as importações, instituídos na década de 70. De dezembro de 1979 a dezembro de 1980, a correção da taxa de câmbio foi pré-fixada em 40%, visando reduzir o efeito inflacionário da maxidesvalorização praticada anteriormente. Outra maxidesvalorização cambial de 30% foi decretada em 18 de fevereiro de 1983, com o objetivo de atingir um saldo de US\$ 6 bilhões na balança comercial, entre outras metas (Rios, 1987).

Zini Jr. (1993, p.118) atesta que as minidesvalorizações cambiais no Brasil seguiram a seguinte regra:

“ (...) até o primeiro semestre de 1983 (deixando de lado algumas mudanças de ênfase durante o período) era desvalorizar a moeda seguindo a diferença entre a inflação doméstica medida pelo Índice Geral de Preços (IGP) e a inflação internacional(...). De meados de 1983 a 1985 a regra tornou-se mais simples: o cruzeiro foi vinculado ao dólar e as desvalorizações foram iguais à inflação doméstica (IGP). No segundo e terceiro trimestres de 1985 as desvalorizações excederam a taxa de inflação doméstica para compensar a apreciação do dólar”.

Segundo o mesmo autor, a política das minidesvalorizações cambiais tinha como objetivos evitar a especulação contra a moeda doméstica, estimulada pela política de maxidesvalorizações praticada anteriormente, bem como proteger a receita das exportações de uma possível deterioração.

Três elementos caracterizaram o período em que vigorou a política brasileira de minidesvalorizações cambiais, quais sejam: os pequenos intervalos entre as desvalorizações, o pequeno valor percentual em cada uma delas e sua suspensão em determinados momentos e retomada em seguida<sup>7</sup>. No período de 1968 a 1983 os intervalos entre as desvalorizações eram de três a dez dias. No período seguinte, de 1984 a fevereiro de 1986, o intervalo entre as desvalorizações foi diminuindo, chegando a ser diário e com valores percentuais pré-anunciados no

---

<sup>7</sup> O histórico sobre a política cambial brasileira que se segue neste parágrafo foi baseado em Horta, Piani & Kume (1992), Zini Jr. (1993), e Pereira (1994).

final de 1985. Em 1986, a política foi suspensa após a implementação do Plano Cruzado, tendo o câmbio permanecido fixo de março a outubro. Os reflexos negativos do “congelamento” do câmbio sobre as exportações tornaram-se mais acentuados a partir do mês de setembro de 1986, quando as exportações registraram forte declínio. De novembro de 1986 a dezembro de 1988, o Governo Federal retomou a política de desvalorizações cambiais diárias, tendo realizado em 12/06/97 uma mididesvalorização cambial de 9,5%. Com a recuperação cambial nesses meses, as exportações voltaram a crescer. Ao final de 1988, o mercado oficial de divisas foi segmentado em taxas administradas e taxas flutuantes. As taxas administradas compunham o dólar comercial, e as taxas flutuantes abrangiam o dólar para fins de turismo, viagens, transferências e operações especiais.

Em janeiro de 1989 entrou em vigor um novo plano de estabilização - o Plano Verão. No dia 17 desse mês, o câmbio foi desvalorizado em 16,38%, sendo posteriormente mantido fixo até o mês de abril, quando as exportações voltaram a declinar. A partir de julho de 1989, a prática de desvalorizar o câmbio diariamente foi retomada, porém as desvalorizações implementadas não foram suficientes para recuperar a queda nas exportações.

### *3.3. Sistema de taxa de câmbio com flutuação suja*

A partir de março de 1990, o Brasil ingressou em um sistema de taxa de câmbio com “flutuação suja”, que vigorou até junho de 1994.

Foram definidas duas taxas de câmbio: a taxa administrada (também chamada de dólar comercial) e a taxa de câmbio flutuante (que, inicialmente, aplicava-se às compras e vendas para fins de turismo). Teoricamente, o dólar comercial deixava de ter o seu valor fixado pelo Banco Central, passando a ser determinado no mercado. Porém, o Banco Central podia, a qualquer momento, sempre que julgasse conveniente, intervir no mercado de divisas, comprando ou vendendo moeda estrangeira, na tentativa de influenciar a taxa de câmbio. Não obstante, diferentemente do sistema anterior, o Banco Central não mais tinha a obrigação de fixar a taxa de câmbio.

No período de 1990 a 1991, as forças do mercado de câmbio trabalharam no sentido de fazer o câmbio variar de acordo com a inflação esperada para o mês (Zini Jr.,1993). Não obstante, continua o autor, por intervenção do Banco Central, de outubro a dezembro de 1990 ocorreram desvalorizações nominais maiores do que as esperadas pelo mercado. As intervenções do Banco Central tinham por objetivo reverter a tendência de queda nas exportações. Pela mesma razão, no final de setembro de 1991, o Banco Central voltou a intervir no mercado cambial de forma

mais agressiva, tendo permitido uma desvalorização cambial de 14% em um único dia.

Em 1992, diante do maior fluxo de recursos financeiros externos em direção ao Brasil, o mercado de taxas flutuantes passou a abranger os ingressos de curto-prazo, as transferências de particulares bem como o dólar turismo.

De janeiro de 1992 a março de 1994, as intervenções do Banco Central no mercado de câmbio visavam, mediante desvalorizações diárias, tornar a evolução da taxa de câmbio compatível com a evolução dos preços no Brasil, medida pelo Índice de Preços no Atacado (IPA)<sup>8</sup>. Não obstante, o diferencial entre as taxas de juros doméstica e internacional estimulava o ingresso de recursos externos e gerava um desequilíbrio entre oferta e demanda de divisas. Como resultado do forte ingresso de divisas, a taxa de câmbio real tendia a seguir uma trajetória de valorização, o que dificultava a administração da política cambial por parte do Banco Central. Por essa razão, o Banco Central passou a interferir de forma mais marcante no mercado cambial, demandando divisas e, conseqüentemente, aumentando o volume de reservas cambiais acumuladas.

No período de março a junho de 1994, a taxa de câmbio e a maioria dos preços da economia brasileira passaram a ser corrigidos pela variação da Unidade Real de Valor (URV). O preço máximo de venda de cada dólar norte-americano estabelecido pelo Banco Central passou a ser igual a uma URV. Ou seja, o Banco Central fixou a paridade máxima de US\$ 1 = 1URV. O valor da URV era anunciado previamente, vigorando no dia seguinte. Desse modo, os agentes econômicos conheciam com antecedência a desvalorização nominal máxima, em relação ao dólar, que a moeda nacional poderia sofrer.

Após a implantação da URV, o excesso de oferta de divisas continuava a caracterizar o mercado de câmbio brasileiro. Assim, quase não houve pressões no sentido de se alcançar o valor máximo estabelecido para a taxa de câmbio (que era de uma URV). O Banco Central intervia no mercado comprando divisas no sentido de tentar assegurar uma certa estabilidade à taxa de câmbio real. Através dessa operação foi possível assegurar variações idênticas entre a taxa de câmbio nominal e a URV, no período de março a junho de 1994.

#### *3.4. Sistema de taxa de câmbio limitadamente flexível*

---

<sup>8</sup> A discussão da evolução da política cambial brasileira no período de janeiro de 1992 a dezembro de 1997 foi baseada nos Relatórios e Boletins do Banco Central do Brasil, anos 1994 a 1997.

Em primeiro de julho de 1994, com a entrada em vigor do Plano Real, a política cambial sofreu profundas alterações. O Banco Central abandonou a meta de assegurar estabilidade à taxa de câmbio real, deixando para as forças de mercado a função de determinar o nível da taxa de câmbio. A cotação do real tomou como base o valor da URV de 30 de junho, que era CR\$ 2.750,00. Assim, estabeleceu-se a paridade  $1URV = CR\$ 2.750,00 = R\$ 1,00$ . A partir de então, o Banco Central assumiu, inicialmente, o compromisso formal de vender divisas no mercado de câmbio sempre que o limite máximo de paridade,  $R\$ 1 = US\$ 1$ , fosse alcançado e tendesse a ser ultrapassado. Contudo, o Banco Central não definiu, explicitamente, o limite mínimo da taxa de câmbio a partir do qual atuaria no mercado como comprador. No novo regime cambial continuou a existir o dólar comercial e o dólar interbancário (ou flutuante) - com a mesma divisão de operações instituída desde 1992.

Como persistia a entrada de poupanças externas estimulada pelo diferencial de taxas de juros reais entre o Brasil e o resto do mundo, a tendência de redução da taxa de câmbio real e nominal também foi mantida. A taxa de câmbio nominal, no segmento comercial, foi ajustada pelo mercado em R\$ 0,910 por dólar para venda, no dia 7 de julho, e em R\$ 0,940 por dólar, no final do mesmo mês. Em final de agosto a cotação do câmbio caiu para R\$ 0,889 por dólar (isto é, em 30 dias a taxa de câmbio nominal caiu 11,1%, apesar de ocorrência de inflação de 5,48% dos preços em reais em relação aos em URV, segundo o IGP-DI em URV).

Na tentativa de reverter a tendência de valorização real do câmbio, com base nos próprios mecanismos de mercado, o Banco Central lançou diversas medidas, nos meses de agosto e setembro de 1994, com vistas a estimular a demanda por divisas<sup>9</sup>. Não obstante, as medidas implementadas não foram suficientes, no curto prazo, para reverter a tendência de valorização do real em relação ao dólar americano. Por essa razão, pela primeira vez após a implantação do Plano Real, o Banco Central foi levado a interferir diretamente no mercado de câmbio comprando divisas, nas duas últimas semanas do mês de setembro de 1994. A mesma prática também foi mantida durante o mês de outubro, ao tempo em que o Banco Central lançou novas medidas no sentido de conter a oferta e estimular a demanda por divisas, tanto no segmento comercial quanto no interbancário.

No mês de dezembro de 1994, o mercado de câmbio do Brasil foi abalado pela crise financeira mexicana, que provocou um forte aumento na demanda por dólares. Na tentativa de evitar uma desvalorização cambial em proporção

---

<sup>9</sup> Para saber sobre as medidas lançadas pelo Banco Central, consultar o Relatório do Banco Central do Brasil - 1994, p.99-100.

indesejável, o Banco Central interferiu no mercado ofertando divisas. Graças ao elevado nível de reservas cambiais acumuladas pelo País, o Banco Central logrou sucesso em suas operações no mercado de câmbio, o que pode ser notado pela estreita amplitude de variação cambial observada ao longo do mês de dezembro, que situou-se em torno de 2%. Além disso, o teto para a paridade entre o real e o dólar (R\$ 1 = US\$ 1), formalmente estabelecido pelo Banco Central, ficou longe de ser alcançado. A taxa de câmbio fechou o ano de 1994 cotada em R\$ 0,846 por dólar americano. Entre 1º de julho e 30 de dezembro de 1994, a taxa de câmbio nominal caiu 15,4%, para uma inflação acumulada em 13,2%, segundo IGP-DI<sup>10</sup>).

O início do ano de 1995 exigiu redobrada atenção do governo na área cambial. A balança comercial vinha registrando déficits desde o mês de novembro de 1994, e a crise financeira mexicana continuava a induzir saída líquida de divisas do Brasil. No início de março de 1995, a política cambial brasileira foi substancialmente modificada. O Banco Central passou a adotar, explicitamente, o sistema de bandas cambiais (também chamado de zonas-metas de câmbio). Em tese, nesse sistema, o Banco Central estabelece os limites mínimo e máximo entre os quais a taxa de câmbio pode flutuar livremente. Quando a taxa de câmbio atinge o limite mínimo, sinalizando uma valorização da moeda doméstica, o Banco Central intervém no mercado comprando divisas (e, portando, deslocando a curva de demanda de dólares para cima e para a direita). Contrariamente, quando o limite máximo é alcançado, acusando uma desvalorização cambial, o Banco Central interfere no mercado de câmbio vendendo divisas (e, desse modo, deslocando a curva de oferta de dólares para baixo e para a direita).

Não obstante, a prática do Banco Central era a de atuar, também, dentro das bandas, com vistas a evitar oscilações indesejáveis na taxa de câmbio. As primeiras bandas cambiais entraram em vigor no dia 6 de março de 1995, sofrendo alteração quatro dias depois (Tabela 1).

**Tabela 1 - Data de início e valores das bandas cambiais no Brasil - 1995 a 1997**

---

Data de início	banda cambial (R\$ por US\$1.00)		Δ% entre bandas
	Inferior	superior	

---

<sup>10</sup> Considerando a inflação em URV de julho de 1994 e a inflação em reais de agosto a dezembro de 1994.

06/03/95	0,86	0,90	4,65
10/03/95	0,88	0,93	5,68
22/06/95	0,91	0,99	8,79
30/01/96	0,97	1,06	9,28
18/02/97	1,05	1,14	8,57
20/01/98	1,12	1,22	8,93

Fonte: Relatórios do Banco Central do Brasil

As intervenções do Banco Central que se seguiram após a implantação explícita do sistema de bandas cambiais visavam promover gradual desvalorização nominal do real em relação ao dólar, sem, contudo, sinalizar para o mercado a periodicidade e a intensidade dessas desvalorizações. Com essa estratégia, o Banco Central buscava evitar a especulação contra a moeda doméstica, a deterioração da receita das exportações e o ressurgimento do processo de indexação de preços atrelado ao câmbio.

Em 22 junho de 1995 foi modificada a política cambial, passando a ser definidas as bandas cambiais largas e oficializando o sistema de intrabandas (ou minibandas). Na nova modalidade, o Banco Central definia uma ampla banda cambial (ver tabela 1), e passava a definir, de modo informal (através dos leilões de *spread*<sup>11</sup>, pequenas bandas onde atuaria comprando e vendendo divisas estrangeiras. À medida que o Banco Central fosse mantendo a taxa de câmbio nominal dentro das minibandas, poderia o Banco Central reajustar esse taxa alterando os valores das minibandas. E quando o valor superior da minbanda aproximasse do limite mínimo da banda larga, essa última seria alterada.

Durante o segundo semestre de 1995, o objetivo do Banco Central era evitar o aumento da defasagem real da moeda nacional. Não obstante, o grande

<sup>11</sup> No período de junho a dezembro de 1995, o Banco Central instituiu o leilão de *spread*, "... por meio do qual os bancos que atuam no mercado oferecem cotações para compra e venda de divisas, a partir de um *spread* previamente definido pelo Banco Central. Esse, através do Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin), adquire o dólar ao preço de compra conveniente para estabelecer o limite inferior da intrabanda e o vende ao preço que lhe convém para estabelecer o limite superior da intrabanda. Esses leilões são realizados sem intervalos fixos de tempo. As correções nos limites da banda ampla, não implicam alteração da política, com as intervenções sendo ajustadas às condições do mercado. Dessa forma, o câmbio continua monitorado pelo Banco Central." (Kessel, 1998, p. 285).

afluxo de divisas para o Brasil dificultou o Banco Central operar plenamente a nova modalidade de minibandas.

No período de julho de 1994, início do Plano Real, até o final do ano de 1995 a taxa de câmbio nominal (relação R\$/US\$1) tinha acumulado uma variação percentual de aproximadamente 3,80%<sup>12</sup>. Tomando-se por base a evolução dos preços medida pelo IGP-DI doméstico e o IPC dos Estados Unidos (que foram de 29,94% e 3,98% para o período acima mencionado, respectivamente) tem-se que a desvalorização nominal que deveria ter ocorrido para manter a taxa de câmbio real no mesmo patamar de julho de 1994 seria de aproximadamente 25%. Portanto, a defasagem cambial (considerando o câmbio bilateral) acumulada durante os primeiros 18 meses de Plano Real ficou em torno de 20,4%. Mas, utilizando a variação do IPA do Brasil e dos EUA, a defasagem cambial no mesmo período era de 14,55%.

O ano de 1996 começou com grandes pressões, principalmente por parte do setor exportador, no sentido de uma desvalorização da taxa de câmbio. O saldo da balança comercial de 1995 já era conhecido, registrando-se, pela primeira vez desde 1980, um déficit anual de US\$ 3,2 bilhões.

Foram, então, adotadas duas medidas: oficialização do sistema de bandas cambiais com o mecanismo de intrabandas; e, discussão e aprovação da Lei Kandir, isentando as exportações de produtos básicos e semi-processados do pagamento do ICMS.

O Banco Central assumiu o compromisso de alterar periodicamente as bandas largas. Assim, em 30 de janeiro de 1996, o Banco Central alterou os limites das bandas cambiais (Tabela 1). Indicava-se ao mercado que a taxa de câmbio poderia ter uma desvalorização ao longo do ano de no máximo 9,28%. Porém, formalizou-se o sistema de intrabandas, ou seja, o Banco Central atuaria em intervalos entre as bandas largas, divulgando esses pequenos intervalos (as intrabandas<sup>13</sup>). Com a divulgação periódica das novas bandas largas, o Banco Central objetivava orientar o mercado sobre qual seria o máximo de desvalorização nominal do câmbio durante o ano. Além disso, quebrou-se o compromisso formal do governo de manter a paridade máxima do dólar em relação ao real em 1:1, como tinha sido firmando no início do Plano Real.

---

<sup>12</sup> A taxa de câmbio média (comercial) dos meses de julho de 1994 e dezembro de 1995 foram de R\$ 0,933 = US\$ 1,00 e R\$ 0,9685 = US\$ 1,00, respectivamente.

<sup>13</sup> Em 1996 e 1997, a diferença percentual entre os limites de cada intrabanda variou entre 0,4 e 0,6%.

Com o sistema oficializado de bandas largas e minibandas, a desvalorização nominal do câmbio ao longo de 1996 foi à taxa média mensal de 0,54% no primeiro semestre e a 0,57% durante o segundo semestre. Para efeito de comparação, a taxa média mensal de inflação brasileira (medida pelo IGP-DI) no primeiro semestre deste ano foi de 1,06% e no segundo semestre foi de 0,43%, enquanto a taxa norte-americana foi de 0,34 e 0,21% (medida pelo IPC), respectivamente. Portanto, a partir do 2º semestre de 1996 a taxa de correção nominal do câmbio ultrapassou o diferencial entre a inflação doméstica e a externa, de modo a ocorrer a recuperação do valor real da taxa de câmbio no Brasil.

Em 1997 o Banco Central manteve o sistema de bandas largas associadas com o mecanismo de intrabandas. Decorridos quase um ano do último reajuste da banda larga, definiu-se, em 18 de fevereiro, novas bandas largas a vigorarem em 1997 (ver Tabela 1). Ao longo desse ano, os limites das intrabandas foram corrigidos, em média, a 0,6% ao mês, taxa idêntica à média mensal da inflação brasileira (segundo o IGP-DI). Desse modo, procurou-se dar continuidade à recuperação lenta do valor real da taxa de câmbio no Brasil<sup>14</sup>.

Devido às modificações na condução da política cambial brasileira a partir de 1996, ocorreu recuperação parcial da defasagem cambial<sup>15</sup>. Mas, de quanto era, em dezembro de 1997, a defasagem cambial brasileira? Além disso, como evoluiu ao longo do tempo a taxa de câmbio efetiva real no Brasil?

#### **4. Evolução da taxa de câmbio real e da taxa de câmbio efetiva real**

Como já discutido na seção 2, alterações no valor da taxa de câmbio real não implicam, necessariamente, na mesma variação (em magnitude e sentido) da

---

<sup>14</sup> Em outubro de 1997 ocorreu a crise asiática (fuga de capitais de curto prazo dos países do sudeste asiático, forçando a desvalorização cambial desses países). Inicialmente, houve uma grande pressão de compra de dólares no mercado interbancário brasileiro, forçando a desvalorização cambial. Para conter essa onda especulativa e continuar com a política estável de correção dos limites das intrabandas, o Banco Central vendeu dólares no mercado brasileiro (vendas líquidas de US\$ 5,9 bilhões) e praticamente dobrou a taxa de juros nominal interna. Com essas medidas, o mercado interbancário de câmbio voltou a estabilidade nos dois últimos meses de 1997.

<sup>15</sup> Para permitir essa recuperação parcial da taxa de câmbio real e não causar prejuízos aos devedores em dólar, o Banco Central colocou no mercado títulos públicos com correção cambial. O propósito dessa atitude era conceder hedge aos agentes econômicos à medida que o Banco Central procedia à correção lenta da defasagem cambial.

taxa de câmbio efetiva real. A evolução dessa última depende da inflação dos nossos principais parceiros comerciais, da inflação doméstica e da evolução da taxa de câmbio nominal de cada país considerado em relação ao dólar americano.

Não obstante, quando se deseja calcular a evolução da taxa de câmbio real e da taxa de câmbio efetiva real surgem divergências quanto a qual índice de preços deve ser utilizado para calcular inflações e que parceiros comerciais devem ser incluídos.

De acordo com Zini Jr. (1993, p. 25, 32 e 131), o Índice de Preços no Atacado (IPA) capta as variações de preços em nível de produtores e reflete, sobretudo, os preços dos produtos industrializados e agrícolas exportáveis. O índice IPA acompanha a evolução dos preços dos produtos que podem ser comercializados internacionalmente, continua o mesmo autor. Ainda de acordo com Zini Jr. (1995, p. 25), o IPA é o indicador de inflação que melhor capta as variações nos custos dos produtores e, portanto, reflete mais fielmente a competitividade de uma economia. Por essa razão, o índice é frequentemente utilizado como deflator da taxa de câmbio nominal.

Por outro lado, o Índice Geral de Preços (Disponibilidade Interna) reflete melhor a evolução dos preços praticados em toda a economia. Por essa razão, o IGP-DI inclui a evolução de preços de vários produtos e serviços que não são comercializáveis internacionalmente, os quais não afetam diretamente a competitividade de uma economia.

Além desses dois índices de preços (IPA e IGP), há cálculos de taxa de câmbio real e efetiva real usando o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) dos países ou usando IPC para a nação de referência e IPA para seus parceiros comerciais<sup>16</sup>.

Na presente seção, calcula-se taxa de câmbio real e taxa de câmbio efetiva real usando apenas o IPA (e-IPA) para o Brasil e seus parceiros comerciais, ou usando apenas o IPC (e-IPC), ou usando IPA para os outros países e IPC para o Brasil (e-TNT). Para facilitar a distinção, coloca-se o subíndice **R** para taxa de câmbio real e **E** para a taxa de câmbio efetiva real. Por exemplo,  $e-IPA_R$  e  $e-IPA_E$  são as taxas de câmbio real e efetiva real, respectivamente, usando o IPA para o

---

<sup>16</sup> O principal argumento a favor do uso desse último modo de cálculo reside no fato do IPA dos parceiros comerciais do país ser considerado como uma *proxy* do preço internacional dos bens comercializáveis internacionalmente (*tradable goods*), enquanto o IPC doméstico seria uma *proxy* do preço dos bens não comercializáveis internacionalmente (*nontradable goods*), por considerar, em sua construção, uma grande proporção dos bens não comercializáveis no mercado internacional.

Brasil e seus parceiros comerciais. Além disso, as taxas de câmbio são apresentadas sob a forma de índice, com valor 100 no ano base de referência.

Na Figura 1, apresenta-se a evolução da taxa de câmbio real e da taxa de câmbio efetiva real do Brasil no período de 1961 a 1995 segundo as informações de Zini Jr. Duas versões são reportadas para cada uma dessas taxas de câmbio. Na primeira versão, a taxa de câmbio real e a taxa de câmbio efetiva real são calculadas usando o Índice de Preços no Atacado (IPA) dos principais parceiros comerciais do Brasil no numerador e o IPA doméstico no denominador (são a  $e\text{-IPA}_R$  e  $e\text{-IPA}_E$ , respectivamente). A segunda versão da taxa de câmbio real e da taxa de câmbio efetiva real usa como deflator o Índice de Preços ao Consumidor (IPC-RJ da FGV) do Brasil, e o IPA dos principais parceiros comerciais no numerador (são a  $e\text{-TNT}_R$  e  $e\text{-TNT}_E$ ). Essas taxas estão apresentadas na forma de índice, com 1985 sendo igual a 100. Uma elevação no índice acusa uma desvalorização real do câmbio. Para o período que sucede o ano base, há ganho de competitividade do país em relação aos seus parceiros comerciais se a taxa de câmbio ultrapassa seu nível de referência do ano base.

Observa-se na Figura 1 dois fatos: *i*) ocorreram subperíodos onde as tendências da taxa de câmbio real e da taxa de câmbio efetiva real não foram, necessariamente, idênticas (observe, por exemplo, o subperíodo de 1967 a 1980); e, *ii*) as variações anuais da taxa de câmbio real foram, no subperíodo de 1986 a 1995, maiores do que as oscilações anuais da taxa de câmbio efetiva real ao longo do período em análise.

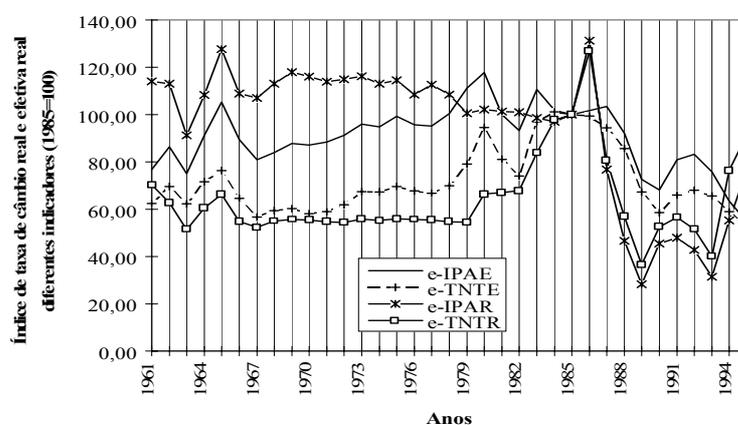
Centrando a atenção na evolução da taxa de câmbio efetiva real, observa-se que seus dois indicadores ( $e\text{-IPA}_E$  e  $e\text{-TNT}_E$ ) apresentaram comportamento similar, apesar de variações distintas, ao longo do período de 1961 a 1995. Verifica-se, também que, no período anterior à política de minidesvalorizações cambiais (1961 a 1967), as variações na taxa de câmbio efetiva real foram maiores que aquelas observadas no período imediatamente após a implantação da política de minidesvalorizações cambiais (1968 a 1978). Após a ocorrência do segundo choque do petróleo em 1979, a variação da taxa de câmbio efetiva real voltou a aumentar. Dois fatores contribuíram para o aumento da variação da taxa de câmbio efetiva real a partir de 1979, quais sejam: a) mudanças (com maior frequência) no valor da moeda americana frente às moedas dos principais parceiros comerciais do Brasil, notadamente as moedas européias e japonesa; e, b) retomada, em alguns anos, da política brasileira de maxidesvalorizações cambiais (como visto na seção 3).

Os dois índices da taxa de câmbio efetiva real ( $e\text{-IPA}_E$  e  $e\text{-TNT}_E$ ) acusam elevadas desvalorizações da moeda doméstica nos anos de 1965, 1979, 1980, 1983 (ver Figura 1). A elevação nos índices para os anos de 1979 e 1980 podem ser

explicadas pela apreciação das moedas de nossos principais parceiros comerciais em relação ao dólar e pela maxidesvalorização nominal de 30% da moeda doméstica decretada pelo Banco Central em dezembro de 1979, também em relação ao dólar. Em 1983, o Banco Central decretou outra maxidesvalorização nominal de 30% da moeda doméstica frente à moeda norte americana, contribuindo para a elevação dos índices naquele ano. Em 1987, o dólar voltou a se desvalorizar frente às moedas européias e japonesa, e o índice de taxa de câmbio efetiva  $e\text{-IPA}_E$  acusa novamente uma desvalorização real.

De 1988 a 1990 os dois índices ( $e\text{-IPA}_E$  e  $e\text{-TNT}_E$ ) acusam valorizações reais do câmbio. As valorizações registradas só não foram maiores porque no período de 1986 a 1990 o dólar se desvalorizou frente às moedas européias e japonesa (ver Teixeira & Rocha, 1995). Parte da valorização acumulada nesse período foi recuperada em 1991 e 1992. Não obstante, a partir de 1993 a valorização cambial acumulada voltou a aumentar. Em 1995 os dois índices atingem os menores valores dos 35 anos em análise (ver Figura 1).

**Figura 1. Evolução do índice da taxa de câmbio real ( $e\text{-IPA}_R$  e  $e\text{-TNT}_R$ ) e da taxa de câmbio efetiva real ( $e\text{-IPA}_E$  e  $e\text{-TNT}_E$ ) do Brasil no período de 1961 a 1995 (base 1985=100).**



Fonte: elaborada com base nos dados fornecidos pessoalmente por Antônio Álvaro Zini Jr.

De modo geral, as desvalorizações nominais da moeda doméstica, em relação ao dólar norte-americano, praticadas no período de 1988 a 1989 não foram suficientes para compensar a inflação doméstica medida pelo Índice de Preço no

Atacado (IPA) e pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), o que pode explicar parte das valorizações cambiais acusadas pelos índices  $e\text{-IPA}_E$  e  $e\text{-TNT}_E$  para os anos de 1988 a 1989. A forte valorização cambial no ano de 1990 resultou, sobretudo, da contração no nível de liquidez da economia, que foi o principal instrumento do Plano Collor para conter a inflação doméstica. De 1994 a 1995 a taxa de câmbio acumulou um substancial atraso em relação a seu nível de paridade real de referência (a taxa vigente em 1985). Esse atraso cambial resultou da estratégia do governo de combinar dois instrumentos de política econômica (o cambial e o monetário) para reduzir a inflação. A manutenção de uma política monetária restritiva contribuía para aumentar o diferencial entre as taxas de juros reais doméstica e internacional, estimulando o ingresso de recursos externos e, assim, pressionando a taxa de câmbio no sentido de uma valorização.

Para comparar, ao longo do tempo, a defasagem acumulada da taxa de câmbio real e da taxa de câmbio efetiva real são apresentadas, no Quadro 1, duas versões de cada um desses conceitos. O ano base das séries é 1985, escolhido por ter sido um ano de aparente estabilidade nos mercados cambiais do Brasil (ver Zini Jr., 1993, p. 33).

Como deflatores da taxa de câmbio nominal de paridade utilizam-se o Índice de Preços no Atacado (IPA) dos Estados Unidos e o Índice de Preços no Atacado do Brasil, obtendo-se, assim, a taxa de câmbio real de paridade ( $e\text{-IPA}_R$ ). Uma segunda versão da taxa de câmbio de paridade ( $e\text{-DPIB}_R$ ) foi obtida utilizando como numerador o deflator implícito do produto doméstico bruto dos Estados Unidos e o deflator implícito do produto interno bruto do Brasil como denominador (o deflator implícito do produto é uma medida de Índice Geral de Preços).

A taxa de câmbio efetiva foi deflacionada pelo IPA dos principais parceiros comerciais do Brasil e pelo IPA doméstico ( $e\text{-IPA}_E$ ). Alternativamente, apresenta-se também uma segunda versão da taxa de câmbio efetiva ( $e\text{-TNT}_E$ ), que utiliza como deflator dos preços no Brasil o Índice de Preços ao Consumidor (IPC), mantendo-se o IPA dos parceiros comerciais no numerador.

Observa-se no Quadro 1 que, quando se utiliza o ano de 1985 como base para o cálculo da taxa de câmbio real, todos os índices apontam uma valorização real do câmbio ao longo do período de 1986 a 1995. As únicas exceções foram para os anos de 1986 e 1987, quando se considera o conceito de taxa de câmbio efetiva real ( $e\text{-IPA}$ ), que acusa desvalorizações reais do câmbio nos referidos anos.

As defasagens reais do câmbio calculadas a partir dos indicadores de taxa de câmbio ( $e\text{-IPA}_E$ ), ( $e\text{-TNT}_E$ ), ( $e\text{-IPA}_R$ ) e ( $e\text{-DPIB}_R$ ) no ano de 1995 foram, em pontos percentuais, 45,30, 47,65, 57,89 e 48,01, respectivamente (ver Quadro 1).

Para demonstrar que o cálculo da defasagem cambial modifica-se quando se altera a base de comparação e os índices de preços, calculou-se, no Quadro 2, os índices das taxas de câmbio tomando como base o ano de 1988, conforme recomenda o Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas, e usando como deflator dos preços domésticos e externos combinações do IPA e IPC.

Comparando os valores dos quadros 1 e 2, constata-se que, qualquer que seja o conceito de taxa de câmbio adotado, quando se utiliza 1988 como base a magnitude das defasagens cambiais no período de 1989 a 1995 são menores do que quando se utiliza como referência o ano de 1985. Além disso, observa-se uma recuperação da defasagem cambial em 1996 e 1997.

**Quadro 1. Taxa de câmbio efetiva real e taxa de câmbio real do Brasil (diferentes indicadores) e estimativas das desvalorizações e valorizações reais do câmbio no período de 1985 a 1995 (Base 1985=100).**

Ano	Taxa de câmbio efetiva real (cesta de moedas)		Taxa de câmbio real (R\$/US\$)	
	e-IPA <sub>E</sub> <sup>(1)</sup>	e-TNT <sub>E</sub> <sup>(1)</sup>	e-IPA <sub>R</sub> <sup>(1)</sup>	e-DPIB <sub>R</sub> <sup>(2)</sup>
1985	100,00	100,00	100,00	100,00
1986	101,66	99,48	89,07	90,37
1987	103,48	94,36	85,43	88,14
1988	92,16	85,59	74,58	84,49
1989	72,65	67,34	61,08	67,04
1990	68,21	58,51	55,54	62,48
1991	80,84	65,95	65,48	75,52
1992	83,19	67,98	66,77	78,64
1993	75,78	65,54	59,94	72,84
1994	63,41	58,92	49,47	62,36
1995	54,70	52,35	42,11	51,99

continua

Continuação

<b>Desvalorização (+) e Valorização (–) da taxa de câmbio real em pontos percentuais acumulados em relação à base</b>				
Ano	e-IPA <sub>E</sub>	e-TNT <sub>E</sub>	e-IPA <sub>R</sub>	e-DPIB <sub>R</sub>
1986	+1,66	–0,52	–10,93	–9,63
1987	+3,48	–5,64	–14,57	–11,86
1988	–7,84	–14,41	–25,42	–15,51
1989	–27,35	–32,66	–38,92	–32,96
1990	–31,79	–41,49	–44,46	–37,52
1991	–19,16	–34,05	–34,52	–24,48
1992	–16,81	–32,02	–33,23	–21,36
1993	–24,22	–34,46	–40,06	–27,16
1994	–36,59	–41,08	–50,53	–37,64
1995	–45,30	–47,65	–57,89	–48,01

**Fonte:** <sup>(1)</sup> Antônio Álvaro Zini Jr. (fonte direta); <sup>(2)</sup> Cálculo do autor com base nos dados do Banco Central do Brasil (taxa de câmbio nominal), da FGV-Conjuntura Econômica (deflator implícito do PIB-Brasil) e do IMF-International Financial Statistics Yearbook (deflator implícito do GDP dos EUA).

**Nota:** A e-IPAR na figura 1 foi calculada utilizando o IPA-DI, enquanto a e-IPAR que aparece no quadro 1 foi calculada por ZINI utilizando o IPA-OG. Portanto, trata-se de uma mesma variável calculada de maneira diferente.

Usando-se o conceito bilateral de taxa de câmbio (real em relação ao dólar), encontrava-se em 1997 uma defasagem cambial entre 32,48 e 41% em relação a 1988. Mas, utilizando-se o conceito de taxa de câmbio multilateral (real em relação a uma cesta de moedas), diagnosticava-se que não havia defasagem cambial se se usa como medida da inflação o IPC, ou que essa defasagem cambial seria de no máximo 20,47% se se usa o IPC para o Brasil e IPA para os demais países.

Portanto, constata-se que a magnitude da defasagem cambial depende, essencialmente, do conceito de taxa de câmbio adotado (se bilateral ou efetiva), dos deflatores utilizados e do período base de referência. Ademais, observa-se ainda nos Quadros 1 e 2 que houve uma expressiva perda de valor real do câmbio em 1994 e 1995, mas que foi parcialmente recuperada em 1996 e 1997.

**Quadro 2. Taxa de câmbio efetiva real e taxa de câmbio real do Brasil (diferentes indicadores) e estimativas das desvalorizações e valorizações reais do câmbio no período de 1988 a 1997 (Base 1988=100).**

Ano	Taxa de câmbio efetiva real (cesta de moedas)			Taxa de câmbio real (R\$/US\$)		
	e-IPAE	e-IPCE	e-TNTE	e-IPAR	e-IPCR	e-TNTR
1988	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1989	74,13	69,91	70,22	78,95	74,68	74,78
1990	72,34	68,14	64,75	72,84	66,27	65,19
1991	92,50	90,69	78,43	87,39	78,33	74,10
1992	103,72	114,20	89,84	88,12	82,67	76,33
1993	101,17	123,46	91,07	83,52	82,63	75,19
1994	83,55	113,28	81,98	68,98	75,31	67,68

---

1995	79,59	101,15	74,12	64,55	66,41	60,12
1996	87,85	103,25	75,25	68,07	64,78	58,31
1997	91,02	112,66	79,53	67,52	67,11	59,00

---

continua

continuação

---

**Desvalorização (+) e Valorização (-) da taxa de câmbio real em pontos percentuais acumulados em relação à base**

---

Ano	e-IPAE	e-IPC <sub>E</sub>	e-TNT <sub>E</sub>	e-IPAR	e-IPC <sub>R</sub>	e-TNT <sub>R</sub>
1989	-25,87	-30,09	-29,78	-21,05	-25,32	-25,22
1990	-27,66	-31,86	-35,25	-27,16	-33,73	-34,81
1991	-7,50	-9,31	-21,57	-12,61	-21,67	-25,90
1992	+3,72	+14,20	-10,16	-11,88	-17,33	-23,67
1993	+1,17	+23,46	-8,93	-16,48	-17,37	-24,81
1994	-16,45	+13,28	-18,02	-31,02	-24,69	-32,32
1995	-20,41	+1,15	-25,88	-35,45	-33,59	-39,88
1996	-12,15	+3,25	-24,75	-31,93	-35,22	-41,69
1997	-8,98	+12,66	-20,47	-32,48	-32,89	-41,00

**Fonte:** Cálculos baseados em BARBOSA (1998), que considerou o mesmo conjunto de países que Zini Jr. (exceto Noruega), e usou IPC para todo o Brasil (da FGV).

**Nota:** A e-TNT que aparece na figura 1 foi calculada utilizando o IPC para o Rio de Janeiro, enquanto a e-TNT que aparece no quadro 2 foi calculada utilizando o IPC para todo o Brasil. Portanto, é a mesma variável calculada de maneira diferente

## **5. Considerações finais**

Apesar do Brasil ter passado, entre 1961 e 1997, por quatro distintos regimes cambiais, houve uma persistente interferência do Banco Central na determinação do valor da taxa de câmbio.

De março de 1961 até julho de 1968, a política cambial era conduzida através de maxidesvalorizações da moeda doméstica. Essa forma de condução da política cambial estimulava a especulação no mercado de câmbio e introduzia um componente de incerteza nas atividades de exportações e importações.

No período de agosto de 1968 a fevereiro de 1990, salvo algumas mudanças de ênfase durante o período, vigorou a política das minidesvalorizações cambiais. Com essa política, tornou-se possível reduzir as ações especulativas contra a moeda doméstica, que se faziam presentes no sistema anterior, e, ao mesmo tempo, proporcionar uma maior estabilidade à taxa de câmbio real (isto nos anos de 1968 a 1978). Não obstante, as minidesvalorizações não foram suficientes, em alguns anos, para evitar a deterioração das contas externas do país após a ocorrência dos choques externos da década de setenta (choques do petróleo) e do início da década de oitenta (recessão mundial).

De março de 1990 até julho 1994, o País passou a adotar o sistema de taxa de câmbio com flutuação suja. De modo geral, as intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, durante o período, visavam proporcionar uma trajetória para a taxa de câmbio nominal compatível com a evolução dos preços internos, tendo por objetivo evitar uma deterioração na conta corrente do balanço de pagamentos do País. Com a implantação do Plano Real em julho de 1994, a política cambial passou por profundas mudanças. O Banco Central abandonou, inicialmente, a meta de assegurar a estabilidade da taxa de câmbio real. A partir de junho de 1995, tentou-se estancar a queda do valor real da taxa de câmbio, iniciando uma recuperação parcial a partir do segundo semestre de 1996.

Nos últimos quatro anos, a política cambial passou a ser conduzida, juntamente com a política monetária, com o objetivo de proporcionar a estabilidade macroeconômica. Esse objetivo continua sendo perseguido até os dias de hoje.

As tentativas de manter o câmbio nominal fixo, que foram feitas no Brasil a partir de 1986, sempre foram frustradas, dada a tendência de valorização cambial que se seguia após o congelamento do câmbio e, conseqüentemente, o efeito negativo sobre as exportações.

De modo geral, as fontes de valorização cambial no período de 1986 a 1997 têm sido o diferencial entre taxas de juros reais interna e externa, o congelamento da taxa nominal de câmbio, a presença de algum resíduo inflacionário ou a retomada da própria inflação (alguns meses após a implantação dos planos de estabilização). No Plano Real, a principal fonte de valorização cambial continua sendo o diferencial entre taxas de juros reais interna e externa. Assim, uma política cambial de desvalorização real da moeda deverá ser combinada com uma política monetária de redução da taxa real de juros doméstica.

#### LITERATURA CITADA

- BARBOSA, M. R. **Evolução da taxa de câmbio efetiva real no Brasil no período de 1988-1997**. Trabalho de Iniciação Científica, ESALQ/USP. Piracicaba, julho de 1998 (mimeo).
- BARROS, G. S. de C. **Efeitos de políticas macroeconômicas sobre a agricultura brasileira**. Piracicaba: ESALQ/FEALQ/Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento, 1990. p. 12-23. (Relatório de Pesquisa).
- BAER, W. **A industrialização e o desenvolvimento econômico do Brasil**. 6ª Edição. Rio de Janeiro: FGV. 1985, 593p.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro, v. 30, n. 5, p. 88-101, maio de 1976.
- HOMEM DE MELO, F. B.; ZOCKUN, M. H. Exportações agrícolas, balanço de pagamentos e abastecimento do mercado interno. **Estudos Econômicos**, v. 7, n. 2, p. 9-50, 1977.
- HORTA, M. H.; PIANI, G.; KUME, H. A política cambial e comercial. In: IPEA. **Perspectiva da Economia Brasileira - 1992**. Rio de Janeiro: IPEA. 1993, p.59-79.
- IMF. **International Financial Statistics Yearbook**. Washington: IMF. 1997.

- KESSEL, M. Regimes cambiais e políticas cambiais brasileiras. **Boletim do Banco Central do Brasil**, separata, fevereiro de 1998, p. 263 a 286.
- PEREIRA, L. V. Esperada valorização da taxa de câmbio. Rio de Janeiro. **Conjuntura Econômica**, v. 48, n.7, p.22-23, jul. 1994.
- PINHEIRO, A. C. ; HORTA, M. H. A competitividade das exportações brasileiras no período 1980/88. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 22, n. 3, p. 437-474, dez. 1992.
- RIOS, S.M.C.P. Exportações brasileiras de produtos manufaturados: uma avaliação econométrica para o período 1964/84. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 17, n.2, ago. 1987.
- SCHUH, G. E. A política cambial e o desenvolvimento da agricultura no Brasil: In: **REUNIÃO ANUAL DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE ECONOMIA RURAL**, 14., Vitória, 1976. **Anais**. Viçosa: SOBER, 1977. T. 3, p.3-24.
- SILVA, A. M. da. Bases da política de minidesvalorizações. **Estudos Econômicos**, v. 6, n. 1, p. 97-112, 1976.
- TEIXEIRA, E. C; ROCHA, L. E. V. Taxa de câmbio e competitividade da economia brasileira. **Anais do XXXIII Congresso Brasileiro de Economia e Sociologia Rural**, v. 2. Brasília, SOBER, 1995, p. 200-219.
- ZINI Jr., A. A. A política cambial em discussão. **Revista de Economia Política**, v. 9, n. 1, p. 47-61, jan.1989.
- ZINI Jr., A. A. **A taxa de câmbio e política cambial no Brasil**. São Paulo: EDUSP, Editora da Universidade de São Paulo, 1993.
- ZOCKUN, M. H. G. P. et al. **A agricultura e a política cambial brasileira**. São Paulo: Instituto de Pesquisa Econômica, 1976. 138p. (Séries Monografia).