

UNIVERSIDADE FEDERAL DO AMAZONAS
FACULDADE DE ESTUDOS SOCIAIS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E ANÁLISE

VITOR HUGO FORTES VIEIRA

**A MUDANÇA NO PAPEL DAS RESERVAS INTERNACIONAIS NA ECONOMIA
BRASILEIRA ENTRE 1994 E 1999**

MANAUS

2023

VITOR HUGO FORTES VIEIRA

**A MUDANÇA NO PAPEL DAS RESERVAS INTERNACIONAIS NA ECONOMIA
BRASILEIRA ENTRE 1994 E 1999**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas da Faculdade de Estudos Sociais da Universidade Federal do Amazonas, como requisito para obtenção de título de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Professor Diogo del Fiori

MANAUS

2023

Ficha Catalográfica

Ficha catalográfica elaborada automaticamente de acordo com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

V658m Vieira, Vitor Hugo Fortes
A mudança no papel das reservas internacionais na economia brasileira entre 1994 e 1999 / Vitor Hugo Fortes Vieira . 2023
63 f.: 31 cm.

Orientador: Diogo Del Fiori
TCC de Graduação (Ciências Econômicas) - Universidade Federal do Amazonas.

1. Balanço de pagamentos. 2. Reservas internacionais. 3. Plano real. 4. Crises cambiais. I. Fiori, Diogo Del. II. Universidade Federal do Amazonas III. Título

VITOR HUGO FORTES VIEIRA

**A MUDANÇA NO PAPEL DAS RESERVAS INTERNACIONAIS NA ECONOMIA
BRASILEIRA ENTRE 1994 E 1999**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Faculdade de Estudos Sociais da Universidade Federal
do Amazonas (UFAM), como requisito para obtenção
do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Este trabalho foi defendido e aprovado pela banca em 15/06/2023.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Diogo Del Fiori - UFAM
Orientador

Prof. Me. Anderson Litaiff Feitosa da Costa - UFAM
Avaliador

Prof. Dr. Salomão Franco Neves - UFAM
Avaliador

AGRADECIMENTOS

Gostaria de aproveitar este momento para expressar meus sinceros agradecimentos a todas as pessoas que contribuíram para a realização deste trabalho. Primeiramente, agradeço ao professor Diogo del Fiori pela sua orientação valiosa e apoio constante ao longo deste processo. Sua paciência e dedicação foram essenciais para o desenvolvimento deste trabalho. Agradeço também aos meus familiares e amigos pelo seu apoio incondicional, não só durante a realização da monografia como também ao longo de todo o curso. O encorajamento e suporte emocional direcionados a mim foram fundamentais para superar os desafios e me manter motivado durante essa jornada acadêmica, principalmente em meio à pandemia ocasionada pela covid-19.

Em especial, gostaria de agradecer ao professor Frederick Alves pela aula em que a ideia para este trabalho surgiu, cuja abordagem despertou meu interesse e me motivou a aprofundar em relação tema. Também gostaria de expressar minha gratidão ao professor Alexandre Schwinden Garcia pelas valiosas lições ministradas em aulas de macroeconomia. Seu profundo conhecimento e paixão pela matéria foram contagiantes, tornando as aulas envolventes e enriquecedoras. Suas contribuições ajudaram a moldar minha compreensão da macroeconomia e influenciaram na abordagem adotada neste trabalho.

Por fim, agradeço a todos os mencionados e a todos da Faculdade de Estudos Sociais que, de alguma forma, contribuíram para a conclusão deste trabalho, bem como aqueles que foram importantes durante a minha jornada como aluno da Universidade Federal do Amazonas.

*Uma estabilização bem-sucedida sem uma elevação das taxas de juros
assemelha-se a um Hamlet sem o príncipe da Dinamarca.
Rudiger Dornbusch*

RESUMO

Este trabalho investiga a mudança no papel das reservas internacionais na economia brasileira entre 1994 e 1999, período marcado pela adoção do Plano Real e crises internacionais. Utilizando abordagem descritiva e quantitativa, com base em dados secundários e análise bibliográfica, foram apresentadas as principais transformações ocorridas nesse período. As reservas internacionais desempenharam um papel crucial como mecanismo de proteção ao Plano Real, contribuindo para a estabilização econômica do país, devido ao acúmulo de reservas decorrente do acordo relacionado ao Plano Brady e à liberalização da economia brasileira. No entanto, essas reservas também foram afetadas pelas crises internacionais ocorridas no México, Ásia e Rússia, resultando em oscilações. Nesse período, a gestão das reservas se tornou uma das principais atribuições da política monetária, com taxas de juros elevadas para atrair investidores externos, enquanto a política cambial de bandas estava vinculada à estabilização dos preços. Houve sucessivos déficits comerciais devido às altas taxas de juros, com o financiamento do déficit em transações correntes por meio do aumento da conta de capital, bem como a estagnação do produto e o aumento do risco-país. Conclui-se que houve mudança no papel das reservas internacionais entre 1994 e 1999, uma vez que sua gestão estava relacionada ao funcionamento do Plano Real, ao sustentar a paridade cambial necessária ao plano, além de adiantar seu papel como plataforma de defesa diante das crises internacionais. O trabalho visa contribuir para a compreensão abrangente do papel das reservas internacionais e sua relevância para a economia do país, corroborando com a literatura existente.

Palavras-chave: balanço de pagamentos; reservas internacionais; plano real; crises cambiais.

ABSTRACT

This study investigates the role of international reserves in the Brazilian economy from 1994 to 1999, a period characterized by currency crises and the implementation of the Real Plan. Through a descriptive and quantitative approach, utilizing secondary data and bibliographic analysis, the study presents the significant transformations that occurred during this timeframe. International reserves played a critical role as a safeguard for the Real Plan by effectively contributing to the economic stabilization of the country by accumulating reserves as a result of the Brady Plan agreement and the liberalization of the Brazilian economy. However, these reserves were also impacted by international crisis in Mexico, Asia, and Russia, resulting in fluctuations of it. During this period, reserve management became a primary responsibility of monetary policy, with the implementation of high interest rates to attract foreign investors, while exchange rate policy was tied to the stabilization's plan. The country experienced successive trade deficits due to the elevated interest rates, finance of the current account deficit through increased capital inflows, as well as economic stagnation and increase of the country risk. In conclusion, this study demonstrates a shift in the role of international reserves between 1994 and 1999, as their management became closely intertwined with the Real Plan's operation by maintaining the necessary exchange rate parity for the functioning of the plan as their utilization as a defense mechanism during international crises was accelerated by global circumstances. This study aims to contribute to understanding of the significance of international reserves and their impact on the Brazilian economy, aligning with existing scholarly literature.

Keywords: balance of payments; international reserves; real plan; currency crisis.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 — Sistemas de rigidez cambial.....	22
---	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 — Índice de Inflação (IPCA) no Brasil entre 1990 e 1995.....	32
Gráfico 2 — Índice Bovespa a valores diários no Brasil (março a dezembro de 1997).....	38
Gráfico 3 — Reservas internacionais do Brasil (mensal de 1994 a 1998 em dólares).....	44
Gráfico 4 — Taxa de câmbio do Brasil entre 1994 e 1999.....	46
Gráfico 5 — Evolução da dívida pública sob proporção do PIB (1994 a 1998).....	47
Gráfico 6 — Balança comercial do Brasil entre 1994 e 1998 (em US\$ milhões).....	48
Gráfico 7 — EMBI + (Risco Brasil) de 1994 a 1998.....	49

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 — Reservas Internacionais no Brasil entre julho de 1994 e abril de 1995.....	34
Tabela 2 — Intervalos de banda cambial do Brasil (em R\$) entre 1995 e 1998.....	35
Tabela 3 — Empréstimos ao Brasil acordados em novembro de 1998.....	40
Tabela 4 — Taxa de juros nominal - Selic (% ao ano) de 1994 a 1998.....	45
Tabela 5 — Conta de capital (em bilhões de dólares) para o Brasil.....	50

LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS

BC	Banco Central do Brasil
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
CCF	Comissão de Controle e Gestão Fiscal
EMBI+	Emerging Markets Bond Index Plus
FMI	Fundo Monetário Internacional
FHC	Fernando Henrique Cardoso
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
PDTJ	Paridade Descoberta da Taxa de Juros
PAI	Programa de Ação Imediata
PIB	Produto Interno Bruto
PPC	Paridade do Poder de Compra
SDR	Direitos Especiais de Saque
TRD	Taxa Referencial Diária
URV	Unidade Real de Valor

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	13
2	REVISÃO DE LITERATURA.....	16
2.1	RESERVAS INTERNACIONAIS E A POLÍTICA CAMBIAL.....	16
2.2	HIPERINFLAÇÃO BRASILEIRA E INSTABILIDADE EXTERNA.....	24
2.3	PLANO REAL E AS RESERVAS INTERNACIONAIS.....	31
2.4	RESERVAS INTERNACIONAIS E POLÍTICAS ECONÔMICAS NO BRASIL ENTRE 1994 E 1999.....	34
2.5	RESERVAS INTERNACIONAIS COMO INSTRUMENTO DE PROTEÇÃO ÀS CRISES INTERNACIONAIS.....	41
3	METODOLOGIA.....	44
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	47
5	CONCLUSÃO.....	57
	REFERÊNCIAS.....	60

1 INTRODUÇÃO

Durante a década de 1990, o Brasil passou por diversas mudanças políticas e econômicas que transformaram a sociedade brasileira. O Plano Collor, de março de 1990, iniciou um processo de abertura da economia brasileira que se acentuou nos anos seguintes. A implementação do Plano Real em 1994 buscou estabilizar a economia e reduzir a inflação, tendo sido um dos principais marcos desse período, segundo Giambiagi et al. (2005).

Com a estabilização econômica, o Brasil começou a se inserir no mercado financeiro internacional, aderindo ao Plano Brady em 1992, aumentando suas reservas internacionais. No entanto, o país ainda enfrentou diversos outros desafios, como as crises externas que abalaram a economia global na década de 1990, relembra Antunes (2001)

Bacha (1995) ventila uma hipótese segundo a qual o nível elevado das reservas internacionais construído na primeira metade daquela década possibilitou que o Brasil evitasse um novo episódio de trauma financeiro, como o bloqueio de ativos, ocorrido em 1990, de modo que permitiram ao país manter certa autonomia em relação aos credores internacionais:

A equipe econômica sabia que esta era uma oportunidade única de implementar uma reforma monetária sem os traumas provocados por um sequestro de ativos financeiros. [...] Isto só foi possível graças ao grande volume de reservas internacionais acumuladas desde 1992, suficiente para prover a nova moeda de uma forte linha de defesa (BACHA, 1995, p. 19).

Essa visão é compartilhada por outros estudiosos, que destacam a importância estratégica das reservas internacionais como ferramenta de “linha de defesa” da economia. Carvalho (2006), ao analisar as origens e falhas do Plano Collor, é mais assertivo e relembra também do Plano Cruzado:

Se não contasse com reservas externas, como em 1986 e 1990, o Plano Real demandaria novo bloqueio da liquidez. [...] As reservas e os fluxos de capitais abundantes permitiram acomodar a alta vigorosa das importações e desestimularam movimentos especulativos no câmbio. (CARVALHO, 2006, p.102 e 118).

Ainda durante a década de 1990, o Brasil enfrentou diversas crises de origem externa que foram desencadeadas por problemas econômicos em outros países. Em 1994, ocorreu o chamado "Efeito Tequila", as consequências de uma crise ocorrida no México que teve efeitos negativos na economia brasileira. Três anos depois, em 1997, houve uma crise nos Tigres Asiáticos, que também afetou a economia brasileira. Já em 1998, uma crise relacionada à falta de pagamento da dívida da Rússia resultou em uma nova turbulência na economia global, que impactou de maneira pesada o Brasil, além de outros países emergentes, segundo Giambiagi

et al. (2005).

Essas crises externas tiveram impacto significativo na economia brasileira, causando volatilidade e instabilidade nos mercados financeiros e cambiais. Para lidar com esses choques externos, o Brasil adotou diversas medidas, como a utilização de reservas internacionais para fazer frente a eventuais saídas de capital e a adoção de políticas de ajuste fiscal e monetário. Essas medidas foram importantes para atenuar os impactos dessas crises na economia brasileira, relata Giambiagi et al. (2005). Como tal, em janeiro de 1999 houve mudança em relação à condução política econômica do Brasil, com a adoção de um tripé macroeconômico e e flexibilização cambial.

A pergunta de investigação que norteia esta pesquisa é a seguinte: houve mudança no papel das reservas internacionais na economia brasileira entre 1994 e 1999?

Para responder a essa pergunta, serão analisados dados econômicos, políticas adotadas e eventos ocorridos durante o período em questão, visando a compreensão do papel desempenhado pelas reservas internacionais no contexto econômico brasileiro.

Assim sendo, o objetivo geral deste trabalho é investigar a mudança no papel das reservas internacionais na economia brasileira entre os anos de 1994 e 1999. Esse período ficou marcado por importantes transformações econômicas no país, incluindo a implementação do Plano Real e a estabilização da nova moeda brasileira, além das crises internacionais que afetaram o Brasil ao final da década.

Para tal, surgem como objetivos específicos: 1) descrever o papel das reservas internacionais na economia brasileira antes da implementação do Plano Real e da estabilização da moeda nacional; 2) identificar o papel das reservas internacionais em relação ao período estudado; 3) examinar a maneira com que as reservas internacionais foram afetadas pelas crises externas que afetaram a economia brasileira no período estudado.

O tema se mostra relevante devido ao fato de as reservas internacionais serem um importante instrumento de política econômica, cujo impacto é direto na estabilidade macroeconômica de um país. O período delimitado em questão, entre 1994 e 1999, foi marcado por mudanças significativas na política cambial do país, em resposta ao contexto de crise econômica, bem como a adoção do Plano Real, que visou estabilizar a economia brasileira.

Assim, é de grande importância um trabalho direcionado a essa questão. Além disso,

os resultados da presente pesquisa visam fornecer apurações que demonstrem que as reservas internacionais são um instrumento de grande importância para garantir a estabilidade econômica de um país em contextos de crise.

Investiga-se, portanto, a hipótese de que houve mudança no papel das reservas internacionais dentro da economia brasileira no período relatado, entre 1994 e 1999.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 RESERVAS INTERNACIONAIS E A POLÍTICA CAMBIAL

Segundo Mankiw (2001), as reservas internacionais são importantes para garantir a estabilidade financeira e monetária do país, pois permitem que o banco central tenha capacidade para intervir no mercado cambial de tal forma que mantenham a estabilidade da taxa de câmbio, além de serem uma garantia para o pagamento de dívidas externas. Desse modo, o cálculo exato das reservas internacionais de um país pode variar dependendo dos critérios de contabilização e dos ativos incluídos no cálculo. Desse modo, o cálculo pode ser expresso pela fórmula a seguir:

$$\begin{aligned} \text{RESERVAS INTERNACIONAIS} &= \text{RESERVAS CAMBIAIS} + \\ &\text{TÍTULOS MOEDA ESTRANGEIRA} + \text{DEPÓSITOS EM MOEDA} \\ &\text{ESTRANGEIRA} + \text{OUTROS ATIVOS EM MOEDA ESTRANGEIRA} \end{aligned} \quad (1)$$

A literatura especializada no estudo das reservas internacionais cresceu de forma significativa, especialmente a partir da década de 1960. Dentre os trabalhos que se destacam nessa área, menciona-se realizado por Heller (1966), segundo o qual as reservas internacionais são utilizadas principalmente para garantir a estabilidade da taxa de câmbio em um determinado patamar, ao mesmo tempo em que fornecem recursos para lidar com possíveis déficits temporários na balança de pagamentos.

Nesse sentido, as reservas internacionais líquidas são consideradas parte integrante dos recursos totais de um país, podendo ser mobilizadas para enfrentar desequilíbrios macroeconômicos e financeiros.

Ainda segundo Heller (1966), a gestão adequada das reservas internacionais é crucial para a estabilidade econômica e financeira de um país, bem como para o fortalecimento de sua posição no cenário internacional.

Desde então, a literatura especializada tem se dedicado a explorar os diversos aspectos relacionados às reservas internacionais, incluindo as fontes de sua acumulação, as estratégias de gestão e a relação entre reservas internacionais e os demais componentes macroeconômicos. Nesse sentido, essa ampla abordagem busca contribuir para que haja melhor entendimento em relação ao papel das reservas internacionais na economia global, de modo que haja políticas macroeconômicas eficientes.

Conforme exposto por Kilsztajn (1989), é fundamental compreender os conceitos contábeis associados às reservas internacionais para realizar uma análise precisa do sistema econômico global:

A compreensão acurada dos conceitos de balanço dos pagamentos é essencial para uma análise rigorosa do sistema monetário e financeiro internacional. [...] As reservas de um país, por sua vez, têm componentes ativos e passivos. Os ativos são formados por ouro, moedas estrangeiras DES (direitos especiais de saque, um “coquetel” de moedas fortes) e reservas do FMI. Os passivos são constituídos pela moeda e outros ativos financeiros do país em questão mantidos pelas agências internacionais e pelos bancos centrais e governos de outros países. (KILSZTAJN, 1989, p.90).

Assim sendo, Kilsztajn (1989) coloca o conhecimento do balanço de pagamentos como um pré-requisito indispensável para conduzir a análise da economia internacional, de forma que tal entendimento é essencial para avaliar a posição do país em relação aos seus parceiros comerciais.

Ainda que não haja aumento contábil de riqueza, Tiwari (2015) coloca as reservas internacionais como uma forma de poupança para o futuro, tendo em vista que aumentam os valores no balanço da autoridade monetária, sem afetar diretamente o seu resultado.

Diante desse contexto conceitual, antes da eclosão da Primeira Guerra Mundial, as transações financeiras internacionais baseavam-se primordialmente numa moeda forte lastreada em ouro, a libra esterlina britânica, de modo que o sistema monetário internacional ficou conhecido como "padrão-ouro". Isso significava que os desequilíbrios nos balanços de pagamento eram corrigidos pela movimentação do metal precioso no mercado mundial, além de requerer que os países ajustassem a quantidade de sua moeda em circulação, a fim de evitar discrepâncias, relata Dathein (2003).

O final da Segunda Guerra Mundial, em 1946, marcou um período de transição significativa no cenário financeiro global. Nesse contexto, os Estados Unidos emergiram como a principal potência financeira do mundo, sendo responsáveis por financiar a reconstrução dos países afetados pelo conflito. Tal protagonismo foi atribuído, segundo Dathein (2003), em grande medida, ao papel desempenhado pelo dólar norte-americano, que se tornou a moeda de reserva internacional dominante. Com efeito, a criação do sistema de Bretton Woods, em 1944, contribuiu para consolidar a posição do dólar como a principal moeda de troca e de reserva em nível mundial, estabelecendo paridades fixas entre as principais moedas do mundo e a moeda norte-americana, avalizando a influência dos Estados

Unidos na economia mundial diante do cenário pós-guerra.

Por outro lado, relata Kilsztajn (1989), a partir do final da década de 1950, quando a economia mundial já apresentava maior estabilidade, houve tendência de saída de capitais internacionais do território dos Estados Unidos, além de diminuição do papel do dólar como reserva internacional, tendo em vista que os países europeus e o Japão já estavam aptos a converterem suas moedas no mercado internacional. Nesse momento, a acumulação, como reservas, em dólares por parte de bancos centrais estrangeiros era indesejável, visto que era acompanhado de déficits no balanço de pagamentos estadunidense, também considerados indesejáveis, pois afetam a credibilidade dos norte-americanos no mercado internacional. É o que ficou conhecido como Dilema de Triffin, identificando uma crise de liquidez no sistema internacional de Bretton Woods ainda na década de 1950, segundo Dathein (2003).

Diante desse cenário marcado por incertezas, houve uma discussão por parte do Fundo Monetário Internacional (FMI) no Brasil em 1967 relacionada a como solucionar essa situação. Foi discutida a instituição dos Direitos Especiais de Saque (SDR), um instrumento monetário internacional criado para representar ativos de moedas estrangeiras. Esse mecanismo permitiria aos países membros do FMI a obtenção de recursos de maneira mais flexível do que por meio das reservas internacionais tradicionais, o que ajudaria a evitar ou mitigar crises de balanço de pagamentos. Essa ferramenta passou a vigorar em 1970, criando uma nova liquidez no sistema financeiro internacional, como relata Almeida (2015). Desde então, o SDR tem sido uma importante ferramenta de gestão da liquidez e da estabilidade financeira global, embora ainda haja desafios a serem superados, como a falta de consenso sobre sua emissão e alocação, bem como a dificuldade de utilizá-lo como moeda de reserva internacional.

Uma mudança significativa em relação ao papel das reservas internacionais ocorreu na década de 1970, quando houve o fim do Sistema Bretton Woods. Conforme destacado por Pelisser, Cunha e Lélis (2017), muitos países flexibilizaram o regime cambial naquele momento. Como resultado do rompimento da paridade dólar-ouro nos EUA, houve uma migração dos regimes cambiais do câmbio fixo para o flutuante.

Como o regime da taxa de câmbio no regime flutuante não está vinculado a uma reserva de valor, ele passa a ser determinado pela oferta e demanda de moeda no mercado, como relembra Braz (2020). Esse novo regime cambial tornou a construção e a gestão de reservas internacionais ainda mais importantes para garantir a estabilidade financeira e reduzir

a volatilidade do mercado.

A partir de então, com a flexibilização mundial do regime de câmbio, os indicadores de reservas internacionais começaram a ser vistos de maneira diferente. Conforme mencionado por Flood e Marion (2002), ao contrário do que se imaginava inicialmente, houve um aumento desses indicadores na década de 1980 em vez de uma diminuição. Isso se deveu, em parte, à utilização de um câmbio menos flutuante, o que permitiu aos países manter níveis mais elevados de reservas internacionais como uma espécie de seguro contra choques externos, tendo sido uma estratégia que, embora possa parecer conservadora, tornou-se mais atraente na medida em que as crises financeiras se tornaram mais frequentes e intensas a partir de então.

Naquela época, foram desenvolvidos modelos econométricos com o objetivo de estabelecer uma relação entre as reservas internacionais e as crises no balanço de pagamentos. Essa iniciativa se deu devido à necessidade de entender as implicações econômicas das flutuações nas reservas internacionais, especialmente em tempos de crise.

De acordo com Krugman (1979), uma política macroeconômica inadequada pode resultar em crises que levam à diminuição das reservas internacionais. Assim sendo, é crucial para os países manterem uma política macroeconômica sólida e bem planejada, de forma que evitem os efeitos das crises no balanço de pagamentos.

Na década de 1990, surgem novos estudos que ampliam a compreensão sobre as crises cambiais. Segundo Obstfeld (1994), mesmo em equilíbrios macroeconômicos considerados bons, há a possibilidade de ocorrência de crises cambiais, indicando a existência de múltiplos equilíbrios dentro do modelo. Além disso, na esteira das crises econômicas ocorridas no continente asiático, novos modelos de terceira geração são desenvolvidos, como destaca Navares (2007), que incluem conceitos microeconômicos para o estudo de crises cambiais, como risco moral e informação assimétrica. Esses avanços têm contribuído para uma melhor compreensão do funcionamento dos mercados cambiais e para o aprimoramento das políticas econômicas relacionadas às reservas internacionais.

O câmbio, em sua forma nominal, representa o valor que uma moeda tem em relação a outra em um determinado momento. É uma medida amplamente utilizada no comércio internacional para determinar preços de produtos e serviços entre países diferentes. Já o câmbio real é definido como a relação entre o poder de compra de uma moeda em relação a outra, segundo Blanchard (2011).

Assim sendo, quando há aumento na oferta de dólares no país é comum que a moeda nacional se valorize em relação ao dólar americano, o que ocorre em razão do aumento da disponibilidade de dólares no mercado interno. Por outro lado, quando o inverso ocorre, ou seja, quando ocorre déficit comercial, saída de capital especulativo e redução na entrada de investimentos diretos, a tendência é que a moeda nacional se desvalorize, uma vez que há menos dólares disponíveis no mercado interno, em dinâmica destacada por Carvalho e Silva (2007).

O propósito das reservas cambiais é fundamental para garantir a estabilidade financeira e reduzir a volatilidade dos mercados, permitindo, de tal forma, que políticas econômicas adequadas sejam implementadas. Conforme destacado por Nevares (2007), a construção de reservas internacionais é uma das principais formas de proteção, por parte dos países, contra choques externos e funciona como forma de manter a liquidez nos mercados financeiros, o que é especialmente importante em tempos de turbulência financeira.

De acordo com Rossi (2016), a política cambial tem como objetivo controlar a abundância ou a escassez do fluxo de divisas. Desta forma, se houver um fluxo cambial positivo que venha a afetar a taxa de câmbio, é possível estabilizá-lo por meio da compra ou venda de reservas cambiais pelo banco central ou a partir da implementação de medidas para regular a entrada e saída de fluxos de capital. Assim sendo, a política cambial busca proteger a economia de possíveis desequilíbrios causados por mudanças bruscas na oferta e demanda de moeda estrangeira, de tal modo que, a fim de implementar uma política de intervenção cambial, é necessário que haja uma gestão cuidadosa das reservas cambiais, cujo volume acarreta despesas fiscais substanciais para o país.

A literatura sobre taxa de câmbio é ampla e diversificada, compreendendo estudos realizados por diversos autores e em diferentes períodos. Dentre os trabalhos que se dedicam a essa temática, pode-se destacar aquele de Prates (2015), que coloca uma divisão temporal das investigações a partir de "gerações", argumentando que a primeira geração de estudos sobre taxa de câmbio teve como foco principal o estudo de crises a partir de relações causais, enquanto a segunda geração passou a enfatizar os movimentos na trajetória do câmbio. A terceira geração, por sua vez, buscou explorar as implicações macroeconômicas e financeiras em relação à taxa de câmbio de cada país. Além dessas três gerações, Prates (2015) destaca também uma quarta geração de estudos, após a década de 1990, que se dedica à análise das relações entre a taxa de câmbio a partir de modelos microestruturais. Além disso, são

fortemente baseados na econometria.

Durante a primeira metade do século XX, dois estudos pioneiros tiveram um papel fundamental no avanço da área. O primeiro deles, realizado por Cassel (1916), teve como foco a análise do câmbio real e culminou na formulação da Paridade do Poder de Compra (PPC), cuja teoria estabelece que a taxa de câmbio deve refletir a relação entre os preços de dois países, considerando sua paridade, dessa maneira, a capacidade de compra de cada moeda. É uma ferramenta amplamente utilizada na economia para avaliar a competitividade de uma economia em relação a outra, bem como utilizada com intuito de prever as mudanças na taxa de câmbio no longo prazo. Nota-se que, embora a PPC seja um conceito bastante difundido, sua aplicação na prática é desafiadora, pois há dificuldade em se obter dados precisos de preços em diferentes países e à presença de barreiras comerciais que podem afetar a paridade, segundo discute Costa (2010). Ainda assim, a teoria da PPC é um marco significativo na história do estudo do câmbio.

Na mesma época, Keynes et al. (1924) formulou a Paridade Descoberta da Taxa de Juros (PDTJ), que estabelece uma relação entre as taxas de juros nacionais e as taxas de câmbio dos países. Segundo a PDTJ, a taxa de câmbio entre dois países deve refletir a diferença entre as taxas de juros nacionais desses países. Por exemplo, se a taxa de juros de um país é mais alta do que a de outro país, a sua moeda tenderá a se valorizar em relação à moeda do segundo país.

Prates (2015) argumenta que, a partir da metade dos anos 1950, ficou cada vez mais evidente que a política econômica com taxas de câmbio fixas era incompatível. Diante desse cenário, a taxa de câmbio passou a ser vista como uma ferramenta adicional capaz de conciliar os dois objetivos principais da política econômica: o equilíbrio externo, que está relacionado ao balanço de pagamentos, além do equilíbrio interno, de tal modo que a taxa de câmbio tornou-se um fator crucial na busca pelo equilíbrio externo, tendo em vista que ela influencia diretamente as transações comerciais e financeiras entre os países.

Nesse sentido, destaque ao trabalho de Mundell (1963), que, a partir do arcabouço keynesiano, desconsiderou o papel das expectativas na formação da taxa de câmbio, podendo ser considerado, como destaca Prates (2015), um modelo de transição entre aqueles conhecidos como keynesianos e os modelos atrelados à econometria que floresceram a partir da década de 1970.

Um trabalho significativo formulado a partir da relação entre os regimes de câmbio

fixo e variável foi realizado por Krueger (1983). O autor concluiu que, independentemente do regime, tanto as variações ascendentes quanto as descendentes na taxa de câmbio estão associadas a desequilíbrios na economia em geral. Nesse sentido, é essencial manter a taxa de câmbio equilibrada para evitar crises que possam afetar a economia em grande escala, originadas em outros países.

A partir da década de 1970, na esteira da crise de Bretton Woods, surgiram novos modelos, como aqueles, formulados a partir da influência monetarista, relativos à determinação da taxa de câmbio, como os desenvolvidos por Frenkel (1976) e Johnson (1977), de tal modo que um equilíbrio é estabelecido por meio da interação entre a oferta e demanda de moeda, sendo que esta última é influenciada pela renda real, pelos preços e pela taxa de juros real. Essa relação macroeconômica é considerada a mais estável e importante, pois influencia diretamente a trajetória da taxa de câmbio.

Segundo Prates (2015), na década de 1980, foi elaborado um novo modelo clássico para determinação do câmbio. De acordo com este modelo, o conceito de expectativas racionais desempenha um papel central na definição do valor do câmbio, concentrando a análise em relação à eficiência do mercado de câmbio, o que significa que as expectativas dos agentes econômicos em relação ao comportamento futuro da economia afetam diretamente o câmbio. Assim sendo, a taxa de câmbio é determinada não só pelos fatores econômicos e financeiros atuais, mas também pelas expectativas dos agentes em relação ao futuro e opinião em relação à política monetária, de tal maneira que o modelo novo-clássico se tornou uma importante ferramenta para entender e analisar as flutuações do câmbio em diferentes contextos econômicos, aproveitando um cenário mundial cada vez mais marcado pela globalização.

Em meio à década de 1990, foram combinados os conceitos relacionados à teoria das expectativas racionais com os princípios da teoria novo-keynesiana, conforme destacado por Prates (2015), segundo o qual esses novos modelos foram desenvolvidos com o intuito de otimizar a análise do câmbio em relação à dinâmica da economia a partir da inclusão de modelos estocásticos, de tal maneira que incluiu-se o conceito de rigidez quanto à taxa de câmbio.

Além dos modelos citados anteriormente, há uma variedade de outros estudos que buscam compreender as questões relacionadas à taxa de câmbio a partir de um arcabouço teórico moderno, como os novos-keynesianos. Esses modelos se baseiam em formulações

econométricas e modelos dinâmicos, como ressalta Carneiro (2014), contribuindo para a compreensão mais completa dos determinantes da taxa de câmbio e suas implicações para a economia.

Ademais, a classificação dos sistemas cambiais pode ser realizada com base na sua inflexibilidade, de acordo com o autor Modenesi (2005), que propõe oito tipos de regimes cambiais.

Quadro 1 - Sistemas de rigidez cambial

Banda Rastejante	Variações na amplitude da banda ocorrem de forma sistemática, de acordo com regras estabelecidas.
Banda Deslizante	Não há comprometimento em manter a amplitude da banda por tempo indefinido e o intervalo de variação é ajustado sem aviso prévio.
Banda Cambial Fixa	Tanto o ponto central quanto o intervalo de variação são fixos e não podem ser reajustados.
Minidesvalorizações (<i>crawling peg</i>)	A taxa de câmbio nominal é reajustada periodicamente de acordo com um indexador, geralmente o diferencial entre a inflação interna e externa, a fim de garantir a competitividade dos produtos nacionais.
Câmbio Fixo Ajustável	A taxa de câmbio nominal é fixada, mas pode ser alterada caso haja necessidade.
Câmbio Fixo	A paridade entre as moedas é mantida indefinidamente.
Conselho de Moeda	A responsabilidade de emissão da moeda doméstica é delegada a uma entidade, que deve assegurar a paridade fixa entre a moeda doméstica e uma moeda estrangeira.
Dolarização Plena	A moeda doméstica é substituída por uma moeda estável, não havendo mais taxa de câmbio entre a moeda substituída e a moeda adotada.

Fonte: Modenesi (2005).

Dessa maneira, de acordo com as informações apresentadas no Quadro 1, identifica-se os vários sistemas que vinculam o regime cambial a uma estrutura mais inflexível. Os três

primeiros estão associados às bandas cambiais, enquanto os demais se referem ao câmbio como fixos.

2.2 HIPERINFLAÇÃO BRASILEIRA E INSTABILIDADE EXTERNA

A origem da inflação no Brasil na década de 1980 é inercial, uma vez que essa tendência inflacionária é mantida por um mecanismo de correção monetária, que gera uma espiral inflacionária. Nesse sentido, os preços são constantemente reajustados com base em um índice, o que provoca novos aumentos de preços e perda de valor da moeda ao longo do tempo. É o que relata Giambiagi et al. (2005), a quem é crucial compreender o papel das indexações na inflação brasileira, bem como suas consequências para a economia do país. Assim sendo, o autor destaca que a análise desse fenômeno é fundamental para entender as causas e efeitos da inflação brasileira daquele período.

A indexação generalizada, também conhecida como correção monetária, teve sua adoção difundida no contexto econômico brasileiro a partir do ano de 1964. O processo de implementação dessa prática foi gradual e envolveu a promulgação de uma legislação complexa e extensa. A correção monetária ajusta os valores nominais de uma série de ativos, tais como títulos, contas de poupança, empréstimos hipotecários, salários, aluguéis, equipamentos fixos e, de forma implícita, as taxas de câmbio, tendo como base um índice de preços. Desse modo, tal metodologia de correção monetária teve um papel significativo na manutenção da inflação no Brasil, de modo que demanda um exame aprofundado de sua lógica e alcance, segundo Giambiagi et al. (2005).

De acordo com Giambiagi et al. (2005), a luta contra a hiperinflação no Brasil foi amplamente fundamentada na teoria da inflação inercial, a qual defende que toda inflação crônica é essencialmente inercial. Em outras palavras, a inflação é composta por dois elementos: o primeiro é auto-reprodutivo e o segundo, conhecido como choque, altera o nível geral da inflação. Conseqüentemente, a taxa de inflação seria auto reproduzida, mês após mês, sem grandes flutuações.

Giambiagi et al. (2005) relata a problemática em relação à inflação, relatando o ganho em receita que o governo tem com esse processo, a partir do chamado “Efeito Tanzi”. Nesse sentido, destaca também a questão da indexação sobre salários e aluguéis como ponto central do debate relacionado ao tema, reconhecendo o papel das indexações diante desse problema.

A questão da inflação foi um dos principais desafios enfrentados pela economia

brasileira ao longo da segunda metade do século XX. Dentre as diversas propostas de políticas econômicas apresentadas para lidar com o problema, destaque para a primeira proposta oficial de plano econômico apresentada por Lopes (1985). Tal proposta foi elaborada em um contexto de alta inflação no país e buscava combater o problema por meio do controle de preços.

De acordo com Lopes (1985), a inflação crônica possuía um caráter inercial, ou seja, uma vez que se iniciava um processo inflacionário, este tendia a se manter, mesmo que as causas iniciais fossem eliminadas. Nesse sentido, propôs o congelamento dos preços como uma medida para frear a inflação e interromper o processo inercial. Por outro lado, Árida e Resende (1985) apresentaram uma alternativa ao congelamento de preços, argumentando que a introdução de uma moeda indexada seria mais efetiva para combater a inflação crônica no Brasil, uma vez que o componente inercial da inflação é influenciado pelas expectativas futuras dos agentes econômicos.

Diante do debate exposto, foi formulado o Plano Cruzado em 1986, no governo Sarney, como uma resposta à teoria da inflação inercial. O plano foi formulado com base em medidas como congelamento de preços e salários, bem como a adoção de uma nova moeda, o Cruzado. Embora tenha obtido sucesso em termos políticos a curto prazo, a inflação rapidamente voltou a subir devido ao aumento no consumo e na demanda agregada, relata Giambiagi et al. (2005). Como resultado, foi proposto o Plano Cruzado II, que visava a redução do déficit público por meio do aumento de impostos para conter a alta na demanda agregada. No entanto, assim como seu antecessor, este plano também não foi eficaz no longo prazo.

O Plano Bresser, formulado em 1987, teve como objetivo promover uma medida de estabilização econômica na economia brasileira, por meio do estabelecimento de juros reais positivos para conter o consumo, conforme relata Giambiagi et al. (2005). Além disso, buscava-se reduzir o déficit público por meio do aumento de tarifas e do congelamento de preços e salários. O plano visou adotar um regime cambial que não era fixo, em que o superávit em conta corrente gerava um aumento das reservas internacionais, algo importante diante daquele cenário.

Ainda durante o governo Sarney, em 1989, foi implementado o Plano Verão, que buscava combater a inflação através do fim da indexação, sem a tentativa de implementação de um ajuste fiscal, conforme relata Giambiagi et al. (2005). Entretanto, este plano foi mais

um fracasso no que se refere à luta contra a inflação em relação ao longo prazo. O plano foi alvo de críticas por parte daqueles que consideravam a medida insuficiente e pouco eficaz diante da gravidade da situação econômica do país.

Em março de 1990, foi implementado o Plano Collor, o qual possuía características distintas dos esforços anteriores do governo para controlar a inflação, conforme destacado por Carvalho (2006). O plano tinha caráter recessivo e sua ação mais controversa foi o bloqueio de ativos financeiros, incluindo a poupança, acima de 50 mil cruzeiros, por um período de dezoito meses, os quais seriam posteriormente devolvidos com juros e correção monetária.

Além disso, o plano previu um novo congelamento de preços e aluguéis, aumento de impostos e medidas fiscais como a redução do número de funcionários públicos. Desse modo o “overnight”, aplicação financeira de liquidez diária para pessoas físicas, foi também bloqueado pelo governo. Embora tenha surtido efeito no curto prazo, foi considerado ineficaz no longo prazo. Segundo Leal (2014), o Plano Collor inaugurou a primeira tentativa de câmbio flutuante no Brasil, ainda que de forma mal sucedida, tendo sido abandonada rapidamente, quando o Banco Central do Brasil (BC) voltou a intervir no mercado de câmbio.

Conforme relata Pastore (1991), o plano não deu certo no longo prazo pois houve confusão, por parte dos formuladores da política econômica, com os conceitos de fluxo e estoque. Isto é, o bloqueio dos ativos financeiros não teria atingido o fluxo de circulação monetário da economia brasileira.

Em 1991, foi implementado o Plano Collor II, que objetivou o fim da indexação da economia, vista como uma das principais causas da inflação no Brasil, de acordo com o relato de Giambiagi et al. (2005). Para tal, estabeleceu a Taxa Referencial Diária (TRD) como fator de correção da poupança, voltando a instaurar aumento de impostos e diminuição da máquina pública.

Ainda em 1991, relata Carvalho (2006), houve o Plano Marcílio, estruturado pelo diplomata de carreira Marcílio Marques Moreira, que havia assumido o Ministério da Economia em substituição à Zélia Cardoso. O plano foi considerado uma medida mais ortodoxa e gradual em comparação com seus antecessores. Esse plano combinou altas taxas de juros e uma política fiscal contracionista, com o objetivo de conter a inflação, sem maior sucesso em relação ao longo prazo.

De acordo com Leal (2014), nos anos de 1992 e 1993, houve a intenção de manter a

estabilidade da taxa de câmbio no Brasil, mesmo com a mudança de governo decorrente do impeachment de Collor e a posse de Itamar Franco como presidente. Isso ocorreu num contexto de desvalorização nominal do câmbio que se aproximou da taxa de inflação, ocasionando perda significativa de reservas no ano anterior. Nesse contexto, foi adotada uma política de abertura cambial, liderada por Marcílio Marques Moreira, através da desvalorização por meio de leilões de compra e venda de câmbio, combinada com uma política monetária considerada mais restritiva, caracterizada por altas taxas de juros. Essas medidas contribuíram para manter o equilíbrio do balanço de pagamentos e das reservas internacionais.

De acordo com Franco (1995), em momentos de instabilidade econômica, caracterizados por altos níveis inflacionários, os indivíduos tendem a buscar refúgio em moedas mais estáveis, como o dólar americano. Esse é um comportamento que pode ser explicado pela desvalorização da moeda vigente, que é algo que reduz o poder aquisitivo da população de um país.

Esse cenário foi observado na América Latina durante a década de 1990, especialmente em países como Peru e Argentina, onde a dolarização da economia se tornou uma realidade. A Argentina, em particular, passou por um processo de forte instabilidade econômica e a subsequente adoção do dólar como moeda oficial em algumas províncias. Esse processo de dolarização foi resultado da perda de confiança na moeda local e na incapacidade do governo local em controlar a inflação.

De acordo com Souza (2002), as crises relacionadas ao endividamento externo na América Latina nas décadas de 1980 e 1990 foram causadas por diversos fatores, tais como o aumento dos juros internacionais, uma decorrência do choque de petróleo de 1979, bem como a valorização do dólar em relação às outras moedas ao longo da década de 1980, moeda sob a qual as dívidas estavam atreladas, além da desvalorização mundial das commodities, o que levou à redução das reservas internacionais de muitos países em desenvolvimento. Diante de tal contexto, surgiram nos Estados Unidos as primeiras agências internacionais de "rating", que tinham como objetivo avaliar o risco de empréstimos concedidos por bancos internacionais a países, incluindo a análise do chamado "risco soberano".

Durante a década de 1980, o Brasil enfrentou desafios consideráveis no âmbito internacional, com a interrupção de empréstimos concedidos pelo FMI a países em desenvolvimento, consequências de uma crise de âmbito externo, conforme Cerqueira (2003).

Nesse sentido, o Brasil passou a realizar pequenos empréstimos com bancos estrangeiros de modo que pudesse manter a liquidez de suas reservas internacionais, uma vez que o país era dependente de financiamentos externos, segundo Cerqueira (2003). Essa atitude, oriunda do Governo Figueiredo e tomada em conta a partir do chamado “Programa de Financiamento para o Brasil” a partir de diretrizes do BC, levou à desvalorização da taxa de câmbio e redução do déficit público brasileiro em 1983.

Por outro lado, o fato de a crise financeira internacional ter persistido levou a um desbalanço no capital de giro brasileiro e, conseqüentemente, a atrasos seguidos no pagamento de empréstimos internacionais. Desse modo, Cerqueira (2003) relata que o Brasil passou, na primeira metade da década de 1980, por uma espécie de crise em relação a seus pagamentos internacionais.

Diante desse contexto, o governo brasileiro, que ao final daquela década naquele era presidido por José Sarney, adotou como estratégia, em fevereiro de 1987, a declaração de moratória em relação aos pagamentos a bancos estrangeiros, tendo como objetivo iniciar negociações para reestruturação de sua dívida externa, relata Giambiagi et al. (2005). Na América Latina, tanto Argentina quanto México foram outros países que também declararam moratória em relação ao pagamento da dívida externa na década de 1980.

O Plano Baker foi a primeira iniciativa do governo dos Estados Unidos com o objetivo de encontrar uma solução viável para a crise decorrente do não pagamento de dívidas externas por parte de países da América Latina, relata Pedras (2009). A proposta envolvia a vinculação do pagamento das dívidas com a capacidade de crescimento de cada país, de modo que o pagamento fosse sustentável, de modo que evitasse que o tamanho da dívida se tornasse um obstáculo para o desenvolvimento econômico. De todo modo, o plano não conseguiu êxito no longo prazo, visto que os novos empréstimos decorrentes do plano eram focalizados apenas no curto prazo, de modo que a dívida teria de ser renegociada de tempos em tempos.

Esse contexto econômico deu origem ao Plano Brady, que foi concebido, por parte dos Estados Unidos, como uma solução para a reestruturação da dívida externa de países em situação de inadimplência. Foi idealizado pelo secretário do Tesouro dos Estados Unidos, Nicholas F. Brady, e contou com a adesão de diversos países endividados, especialmente da América Latina e Ásia, Giambiagi et al. (2005).

De acordo com Pedras (2009), a estratégia de conversão de dívida antiga em novos

títulos, conhecidos como Brady Bonds, foi criada como uma forma de enfrentar a crise da dívida que afetou muitos países, especialmente aqueles em desenvolvimento, ao final do século XX. O Plano Brady, nome dado a essa iniciativa, foi concebido com o objetivo de propor uma nova abordagem para a renegociação da dívida externa de países em dificuldades quanto ao pagamento a bancos estrangeiros. A proposta consistia em oferecer aos credores a possibilidade de trocar a dívida antiga por novos títulos, com melhores condições de pagamento, redução de juros e prazos mais longos, a fim de evitar o calote. Com sua concepção, o Plano Brady se propôs a ser uma nova estratégia para renegociação da dívida externa de países em dificuldades financeiras.

O ingresso do México no Plano Brady em 1989, abriu caminho para que outros países da América Latina, incluindo o Brasil, também aderissem ao mecanismo de renegociação de dívida externa. Dessa forma, em 1992, durante a presidência de Fernando Collor de Mello, o Brasil iniciou suas negociações relativas ao Plano Brady, tendo sido designado, por parte de Marcílio Marques Moreira, então chefe do Ministério da Economia, Pedro Malan como o principal negociador relativo à dívida externa, o qual foi substituído no posto por André Lara Resende no ano seguinte, sem não antes haver uma renegociação com bancos estrangeiros relativa ao pagamento de juros sobre a dívida, que não foram pagos entre 1989 e 1990.

Marques (2001) destaca o papel do governo então vigente na reestruturação da dívida externa brasileira:

Não obstante o conturbado cenário interno [...] o governo Collor obteve sucesso na renegociação internacional da dívida brasileira. Logo após o BEA, o Brasil reabriu negociações com o FMI e com o Comitê Assessor dos credores privados para reestruturar, nos moldes de um Plano Brady, os cerca de US\$ 50 bilhões devidos aos bancos comerciais. Selado em janeiro de 1992, o acordo com o Fundo provisionou US\$ 2,1 bilhões de crédito “stand-by” pagos em 19 meses para reforçar as reservas cambiais e formar um fundo de garantia aos bônus a serem lançados (MARQUES, 2001, p. 8).

Assim sendo, o Brasil foi bem-sucedido em iniciar a renegociação de sua dívida externa com bancos estrangeiros e com o FMI no ano de 1992, o que foi considerado um grande sucesso por parte do Governo Collor, que enfrentava um cenário marcado por grande instabilidade política naquele momento.

De todo modo, somente a primeira parcela do acordo foi efetivamente recebida naquele momento. Em relação ao FMI, afirma Marques (2001), a situação decorreu do fato de o governo Collor não ter apresentado um plano fiscal considerado crível por parte dos norte-americanos, garantidores do plano, o que resultou, na visão do fundo, em

comprometimento das garantias da negociação.

De acordo com Giambiagi et al. (2005), as negociações referentes à dívida externa brasileira sofreram uma interrupção temporária em virtude das acusações de corrupção que surgiram durante o governo Collor. Esses episódios, que culminaram no processo de impeachment e fim do governo ao final do mesmo ano, representaram um fator de grande impacto para as negociações referentes à dívida externa.

Por sua vez, em relação aos bancos privados, relata Marques (2001), houve dúvida, por parte dos bancos estrangeiros, em relação às garantias a serem oferecidas pelo governo brasileiro, além da incorporação ou não de dívidas já reestruturadas anteriormente, que também coloca em evidência o fato de as reservas internacionais terem se acumulado durante a gestão de Collor.

As negociações da dívida externa percorreram os governos Collor e Itamar, tendo sido finalizadas em 1994, em meio à adoção do Plano Real, segundo Giambiagi et al. (2005). Em contrapartida, coube ao Brasil, especificamente à União, ser o devedor dos novos títulos oriundos da negociação do Plano Brady, papel que nas negociações anteriores cabia ao BC, além de comprometer-se a certas obrigações quanto ao seu setor público.

Como tal, para a substituição da dívida externa anterior, foi realizada a operação do Plano Brady, consistindo na criação de um conjunto de seis novos títulos emitidos posteriormente. Esses títulos apresentavam modalidades distintas de bônus, tais como de desconto, em pares, por redução, capitalização, além de bônus de conversão da dívida. Como explicado por Cerqueira (2003), essa operação representou uma estratégia de refinanciamento e reestruturação da dívida externa brasileira, visando promover maior estabilidade e solvência financeira ao país.

Dessa forma, aponta Cerqueira (2003), três desses novos títulos estavam sob garantia de principal, em forma de caução, ou de juros, de modo que, caso ocorressem atrasos nos pagamentos futuros, essas garantias poderiam ser utilizadas em pagamentos escalonados ao longo dos dois anos subsequentes, tendo apontado também que esta foi uma novidade em relação aos planos de negociação da dívida anteriormente intermediados. Assim sendo, o Brasil escalonou o pagamento de garantias em relação ao Plano Brady ao longo de dois anos.

Tal estratégia foi adotada com o objetivo de oferecer aos credores estrangeiros uma opção atrativa e adequada para a renegociação da dívida externa brasileira, bem como era algo

que permitia ao país reduzir seus compromissos financeiros. Cerqueira (2003) relata a mudança no papel da autoridade monetária do Brasil:

O Banco Central do Brasil deixou de figurar como responsável pelas obrigações externas, ao contrário das reestruturações anteriores, em que a operação baseava-se na figura de um depósito junto ao Banco Central, sendo este, formalmente, o responsável principal pelas obrigações externas. Nesse sentido, o acordo refletiu o desígnio de reservas ao Banco Central, funções típicas de autoridade monetária e cambial, além de atender ao enfoque dado à questão da dívida externa, centrado no aspecto fiscal, e não no cambial (CERQUEIRA, 2003, p. 79).

Assim sendo, além do novo papel destinado ao BC a partir de 1994, o acordo relativo ao Plano Brady levou à flexibilização da compra e venda de títulos por parte do governo brasileiro, de modo que a administração do passivo externo do país se tornou mais elástica, aponta Cerqueiras (2003).

2.3 PLANO REAL E AS RESERVAS INTERNACIONAIS

De acordo com Giambiagi et al. (2005), o cenário de alta inflação enfrentado pelo Brasil no início dos anos 1990 não era um problema exclusivo do país, mas sim comum a diversas nações latino-americanas, dentre as quais a Argentina. A busca por soluções para esses problemas tornou-se uma prioridade para os governos do continente, de modo a enfrentar os desafios impostos pela estabilização monetária e pela retomada do crescimento econômico, além dos desafios externos.

Em relação à Argentina, houve sucesso em relação à Lei de Convertibilidade, elaborada a partir do Plano Cavallo, estabelecida na Argentina em abril de 1991. Esta lei determinou que a emissão de moeda nacional seria condicionada por dólares americanos, de modo que tal emissão de moeda estaria vinculada à quantidade de reservas internacionais disponíveis no país, além de estabelecer paridade cambial fixa entre o peso argentino e o dólar americano, como descrito por Silva (2002).

O Plano Real, no Brasil, foi um programa de estabilização econômica implementado em três etapas distintas em meio aos governos Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso (FHC), tendo sido projetado, de tal maneira, com a finalidade de prover ao governo capacidade de agir em caso de falhas no processo, contrariamente ao que aconteceu nos demais planos de estabilização anteriormente formulados. Segundo Pedras (2009), o plano obteve um sucesso significativo na redução da inflação.

A primeira etapa, iniciada em julho de 1993, consistiu em um ajuste fiscal abrangente, a partir do Programa de Ação Imediata (PAI), além de medidas de privatização e aumento de

impostos, de modo a combater a razão da alta inflação. Segundo relata Giambiagi et al. (2005), o fato de os formuladores do Plano Real terem diagnosticado como causa principal dos altos índices de inflação o desajuste das contas públicas foi uma diferença preponderante em relação aos planos de estabilização anteriormente formulados.

Já a segunda etapa, a partir de fevereiro de 1994, ficou marcada pela criação da Unidade Real de Valor (URV) como forma de ataque à indexação, tendo funcionado de forma paralela ao cruzeiro real, a moeda vigente no Brasil até então, não possuindo valor como meio de pagamento. A nova unidade de conta estava atrelada ao dólar americano, de forma a funcionar como um indexador da economia para salários e aluguéis, reduzindo a memória inflacionária, destaca Giambiagi et al. (2005).

A terceira etapa do Plano Real, iniciada em julho de 1994, foi marcada pela criação de uma nova moeda: o Real, que representou a conclusão formal da reconstrução do sistema monetário brasileiro iniciada pela URV. O Real assumiu as funções de reserva de valor, meio de pagamento e unidade de conta, segundo Bacha (1995), a quem considerava a paridade da nova moeda brasileira e o dólar como semifixa.

Como tal, negativamente, o Brasil enfrentava um cenário de seca recorde, além de panorama internacional desfavorável, marcado pela apreciação de commodities, fatores que atrapalharam a adoção do plano, segundo o qual relata Bacha (2015).

Outros fatores importantes em relação à terceira fase do Plano Real, conforme relata Modenesi (2005), foram a adoção das âncoras monetárias e cambiais, sendo que a primeira logo foi abandonada, ainda em 1994, por ter tido efeito prático nulo. Já a âncora cambial adotada estava sob sistema de câmbio fixo, em que o BC interferia no mercado a fim de a taxa de câmbio não cair a patamares menores do que R\$ 0,84 ao dólar. Nesse sentido, não houve dificuldades em relação a este processo, visto que o mercado internacional, até aquele ano, apresentava alta liquidez.

Por sua vez, a criação da nova unidade monetária em julho de 1994, mediante a Lei nº 9.069, aprovada em 29.06.1995, instituiu uma política monetária que buscava manter o crescimento da moeda de forma congruente com a disponibilidade de reservas internacionais, relata Silva (2002). Dessa forma, há destaque para o fato de o governo, a partir do BC, ter margem de manobra para agir em relação a descalços da política monetária, contrariamente ao cenário apresentado pelos planos de estabilização anteriores. Assim, ressalta-se o perfil gradualista do Plano Real.

Gráfico 1 — Índice de Inflação (IPCA) no Brasil entre 1990 e 1995



Fonte: BC (elaboração própria).

Assim sendo, de acordo com o fato de o Plano Real ter sido alicerçado numa âncora cambial, isto é, na fixação da sua taxa de câmbio, houve a implicação de que a política cambial funcionaria como instrumento de estabilização.

Conforme o Gráfico 1, o Plano Real funcionou como plataforma de estabilização da moeda após 1994, quando começou a ser implementado. Dessa maneira, como resultado, observou-se a manutenção de taxas de juros consideravelmente superiores às praticadas internacionalmente, além da redução da inflação a ritmos menores do que as desvalorizações cambiais, relata Costa (2010). Como visto a partir de dados do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) no Gráfico 1, o Plano Real foi bem sucedido ao enfrentar a alta inflação brasileira.

Durante a implementação do Plano Real, a absorção do expressivo aumento das importações e a desestimulação de movimentos especulativos no mercado cambial foram possíveis graças à presença de reservas e fluxos de capital abundantes, conforme apontado por Carvalho (2006). A importância desses recursos no contexto do Plano Real é enfatizada, já que permitiram ao governo lidar com desafios e incertezas inerentes a um plano de estabilização, além de fortalecer a confiança do mercado.

Leal (2014) relata os motivos para que as reservas internacionais no início dos anos 1990, em particular entre os Governos Collor e Itamar, estivessem em alta naquele período,

apontando razões para tal:

Os grandes reflexos sobre o nível de reservas ultrapassaram as perspectivas no ano seguinte, em 1992, fechando o ano com o maior nível de reservas internacionais na história econômica brasileira. Tudo isso devido aos resultados obtidos com a abertura financeira para os investimentos estrangeiros e a captação de poupança externa, combinada com o processo de renegociação da dívida externa com nossos credores. Dessa maneira, o país seria recolocado de forma plena nos mercados internacionais, o que propiciou um grande afluxo de capitais ao Brasil, mesmo em tempos de conturbações políticas (LEAL, 2014, p. 62).

Nesse sentido, aponta-se o impacto da abertura financeira no Brasil durante a década de 1990 como porta de entrada a investimentos estrangeiros no país, em particular a partir da captação de poupança externa e o processo de renegociação da dívida externa com os credores internacionais. Desse modo observa-se, portanto, a importância da participação do país nos mercados internacionais em meio aos governos de Collor e Itamar.

2.4 RESERVAS INTERNACIONAIS E POLÍTICAS ECONÔMICAS NO BRASIL ENTRE 1994 E 1999

Modenesi (2005) enfatiza que a implementação do Plano Real na sua última fase compreendeu quatro etapas distintas que ocorreram entre 1994 e 1998. Essas etapas foram caracterizadas por uma política cambial que se tornou cada vez mais flexível ao longo do tempo, com exceção da primeira fase, que foi marcada por um câmbio flutuante que valorizou de maneira excessiva a moeda brasileira entre julho e setembro de 1994. Nessa fase, a alta liquidez do mercado internacional foi um dos principais fatores que ancoraram a sobrevalorização da moeda brasileira. No entanto, nas outras três etapas, o câmbio tornou-se cada vez mais rígido, refletindo a preocupação em manter a cautela em relação à estabilidade econômica e o equilíbrio do balanço de pagamentos.

Em relação à segunda fase deste ciclo, compreendido entre outubro de 1994 e fevereiro de 1995, Leal (2014) destaca que houve uma postura cautelosa por parte do BC, que adotou medidas para conter a valorização excessiva do real, fixando a taxa de câmbio em R\$ 0,84 ao dólar. No entanto, a assinatura do Plano Brady pelo Brasil em 1994 e o consequente retorno ao mercado internacional de capitais, juntamente com a alta liquidez do mercado, levaram com que a moeda permanecesse sobrevalorizada. Esta fase, desse modo, ficou marcada por uma complexa interação entre a política cambial e a presença do país no mercado internacional, evidenciando a necessidade de um equilíbrio cuidadoso entre esses fatores.

No contexto da integração regional, o México aderiu ao bloco comercial da América

do Norte, o NAFTA, em dezembro de 1994. Contudo, a instabilidade política no país foi evidenciada pelo movimento separatista EZLN, que rejeitava a integração comercial, tendo se insurgido contra a pobreza dos povos originários mexicanos, promovendo uma série de assassinatos políticos em forma de protesto. A conflituosa relação entre o governo mexicano e os chamados zapatistas, relata Almendra (2003), além do aumento do déficit nas contas correntes que levou o governo mexicano a liberar seu câmbio a uma modalidade mais flutuante, culminou numa fuga de capitais do país, desencadeando efeitos econômicos adversos que afetaram a economia global, especialmente em relação a países da América do Sul, como Brasil e Argentina, por meio do que se convencionou a chamar de “Efeito Tequila”.

Por sua vez, o governo do Brasil só agiu contra o efeito contágio da crise mexicana em março de 1995, após a transição do governo Itamar para o de FHC, marcando a terceira fase do plano, quando o estoque de reservas internacionais do país havia se reduzido por conta da crise externa, aponta Leal (2014).

Tabela 1 — Reservas Internacionais no Brasil entre julho de 1994 e abril de 1995

Data	Reservas Internacionais (em bilhões de dólares)
jul/1994	43.090
ago/1994	42.981
set/1994	43.455
out/1994	42.845
nov/1994	41.937
dez/1994	38.806
jan/1995	38.278
fev/1995	37.998
mar/1995	33.742
abr/1995	31.887

Fonte: BC (elaboração própria).

Conforme relatado por Leal (2014), o BC adotou uma postura mais ativa em relação à política cambial a partir de março de 1995, quando desvalorizou o real em 5% em resposta aos efeitos da crise mexicana, além de instituir aumento na taxa de juros. Além disso, o BC passou a intervir diariamente no mercado de câmbio, buscando manter a moeda nacional

dentro de um intervalo pré-determinado. Nesse contexto, foi instituído um sistema de bandas cambiais, que permitia maior flexibilidade na gestão da taxa de câmbio. Porém, devido à crescente demanda por dólares resultante dessa medida houve uma revisão da política cambial ainda em 1995. Na Tabela 1, está explicitado o volume de reservas internacionais do Brasil entre 1994 e 1995.

Durante o segundo semestre de 1995, a política cambial brasileira ficou caracterizada por uma série de desvalorizações constantes do real em relação aos limites estabelecidos para as bandas cambiais. Conforme observado por Leal (2014), as desvalorizações da moeda brasileira seguiam uma trajetória ascendente da taxa de câmbio, convergindo para valores próximos de 0,6% ao mês, a partir de um novo sistema cambial chamado de banda rastejante. Essa política de desvalorização cambial foi adotada pelo BC como uma estratégia para aumentar a competitividade do país no mercado internacional e caracterizou a política cambial do primeiro governo de FHC.

Tabela 2 — Intervalos de banda cambial do Brasil (em R\$) entre 1995 e 1998

Data de início	Banda superior	Banda inferior
06/03/1995	0,86	0,90
10/03/1995	0,88	0,93
22/06/1995	0,99	0,99
30/01/1996	0,97	1,06
18/02/1997	1,05	1,14
20/01/1998	1,12	1,22

Fonte: BC (elaboração própria).

De acordo com Almeida e Bacha (1999), as intervenções do BC, que ocorreram logo após a instituição do sistema de bandas cambiais, tinham como objetivo uma desvalorização gradual do real em relação ao dólar, sem, no entanto, transmitir para o mercado informações claras sobre a frequência e a magnitude dessas desvalorizações. Com essa estratégia, o BC procurou evitar a especulação contra a moeda doméstica, a queda nas receitas de exportação e a ressurgência de um processo de indexação de preços vinculado ao câmbio. A intenção era evitar que esses eventos prejudicassem a estabilidade do sistema monetário e a implementação do Plano. A Tabela 2 mostra os intervalos da “bandinha” cambial brasileira.

Na fase final do Plano Real, houve desvalorizações cambiais convergindo para um

percentual estável de cerca de 0,6% ao mês, que durou até o final de 1998, conforme relata Souza (1999)

O governo brasileiro desempenhou um papel fundamental na adoção de medidas para mitigar os impactos da crise ocorrida no México, bem como na busca pela manutenção da estabilidade econômica. Conforme relatado por Almendra (2003), foram implementadas políticas específicas com o objetivo de transmitir confiança aos investidores estrangeiros. Dentre essas ações, destacam-se a privatização de empresas estatais, como a Vale do Rio Doce, e o aumento das taxas de juros como uma estratégia para conter o crescimento das importações. Como resultado dessas ações, as reservas internacionais do Brasil conseguiram se recuperar e atingiram patamares semelhantes aos observados antes da crise mexicana já em agosto de 1995, encerrando o ano na faixa dos US\$ 51,8 bilhões.

Almendra (2003) expõe que o Plano Real, que começou a ser implementado em 1994, trouxe consigo um grande desafio para o equilíbrio do balanço de pagamentos brasileiro. Com o intuito de alcançar a estabilidade econômica, o governo optou por sacrificar sua balança, reconhecendo que seria necessário conviver com déficits comerciais por um longo período. Como forma de compensar essa estratégia, o governo passou a tentar diminuir os passivos externos e atrair investimentos estrangeiros, visando a obtenção de capitais para suprir as necessidades financeiras do país.

Entre os anos de 1994 e 1995, o Brasil vivenciou um significativo déficit comercial, cuja balança de pagamentos saltou de um superávit de US\$ 6,7 bilhões para US\$ 4,2 bilhões negativos. Nesse período, o país se viu obrigado a lidar com a redução de suas exportações e o aumento das importações, em função da valorização do Real, relata Almendra (2003), ainda que houvesse tido aumento na taxa de juros com intuito de estancar a sangria na balança de pagamentos. Assim sendo, a nova política cambial levou a aumento expressivo das importações naquele período.

Assim sendo, Almendra (2003) relata que o Brasil teve de sacrificar suas reservas internacionais com intuito de se proteger do efeito contágio relativo à Crise Mexicana. Conseqüentemente, as reservas internacionais funcionaram como uma forma de resguardar a continuidade do Plano Real, visto como prioridade naquele momento por parte do governo brasileiro.

A partir de 1996, conforme relatado por Almeida e Bacha (1999), além da oficialização do sistema de bandas cambiais no Brasil, acompanhado do mecanismo de

interbandas, o BC passou a divulgar periodicamente as novas bandas largas, de forma a orientar o mercado, estabelecendo, de tal maneira, um limite para a desvalorização nominal do câmbio durante o ano.

Além disso, o compromisso formal do governo em manter a paridade máxima do dólar em relação ao real em 1:1, estabelecido no início do Plano Real, foi quebrado, de modo que o real brasileiro passou a sofrer constantes desvalorizações ante o dólar até 1999.

Externamente, a crise asiática de 1997 foi um evento econômico oriundo de países da Ásia Oriental e do Sudeste Asiático que desencadeou numa queda significativa em suas moedas e bolsas de valores. Iniciada na Tailândia, em 1997, a crise se espalhou rapidamente para outros países da região, como Indonésia, Coreia do Sul e Malásia, afetando também economias consideradas mais estáveis, como Hong Kong e Cingapura. A crise, que teve impacto global, atingiu especialmente países emergentes, como o Brasil, a partir de efeito contágio que afastava investidores de mercados considerados instáveis, relata Giambiagi et al. (2005).

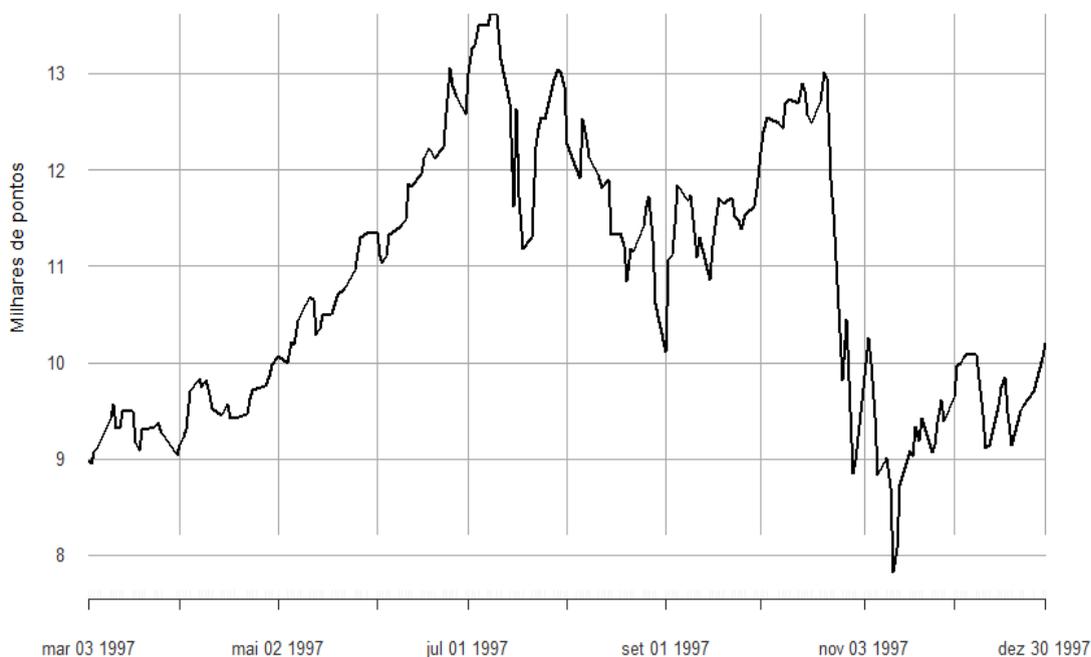
Segundo Giambiagi et al. (2005), a crise financeira que se abateu sobre a Ásia em 1997 teve início com a desvalorização abrupta da moeda tailandesa, o baht. Tal evento deflagrou uma sequência de desvalorizações cambiais em outros países da região, como Indonésia, Malásia, Filipinas, Cingapura, Coreia do Sul e Taiwan. Contudo, a crise só foi percebida em sua real gravidade quando os especuladores resolveram estender sua atuação para o centro financeiro da Ásia, envolvendo Hong Kong, em outubro do mesmo ano. Como resultado, um efeito dominó foi deflagrado, atingindo as bolsas de diversos países, inclusive as do Brasil e Estados Unidos.

O fluxo de capitais que atingiu a Ásia em 1997, revela Rosa (2014), foi excessivo em relação às necessidades da região, o que pode ser atribuído ao boom econômico vivido pelo continente naquele período. Nesse sentido, o autor descarta a ideia de que a origem da crise tenha sido ocasionada por questões internas relacionadas a políticas econômicas adotadas por cada país, como contas públicas, câmbio e inflação.

A fuga de capitais foi uma das primeiras consequências da crise financeira asiática de 1997 para o Brasil. De acordo com Fligenspan (1998), os investidores estrangeiros previam que o país teria que desvalorizar sua moeda como resultado da instabilidade financeira global, seguindo o caminho adotado pelos países asiáticos. Esse movimento gerou uma pressão significativa sobre a bolsa de valores e as reservas internacionais do país, agravando a crise

em relação ao país.

Gráfico 2 — Índice Bovespa a valores diários no Brasil (março a dezembro de 1997)



Fonte: BC (elaboração própria).

Rosa (2014) argumenta que a alta volatilidade de capitais pode ter sido uma das principais causas da crise financeira asiática de 1997. A partir de então, a vulnerabilidade dessas economias foi agravada pelo risco moral e pânico financeiro gerado pela instabilidade dos fluxos de capitais externos, sugerindo que a excessiva liberalização financeira e a ausência de mecanismos regulatórios adequados contribuíram para o aumento da vulnerabilidade das economias asiáticas. No Gráfico 2, a volatilidade da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) para aquele ano.

De acordo com Fligenspan (1998), a queda da bolsa brasileira no segundo semestre de 1997 foi resultado da precificação da crise asiática pelos agentes econômicos. Tal situação denota a interdependência dos mercados financeiros globais, uma vez que a economia brasileira não permaneceu incólume a esse fenômeno, refletindo a incerteza decorrente da alta volatilidade de capitais naquele período.

A fim de evitar a saída de capital externo do país, o governo brasileiro adotou como principal medida o aumento da taxa de juros de 19,05% para 45,67% entre outubro e novembro de 1997. Essa iniciativa teve como objetivo coibir as especulações contra a moeda

doméstica em decorrência da crise asiática. Por outro lado, esse aumento da taxa de juros gerou efeitos colaterais, como o aumento da dívida pública, conforme Fligenspan (1998).

Até então, o governo FHC optou por não solicitar ajuda ao FMI, uma vez que acreditava que as reservas internacionais do país seriam suficientes para preservar a estabilidade econômica. Apesar disso, conforme destacado por Rosa (2014), as reservas internacionais sofreram uma queda significativa de US\$ 61,3 bilhões para US\$ 53,6 bilhões entre os meses de setembro e outubro de 1997. Esse decréscimo das reservas internacionais reflete a instabilidade e a volatilidade que a economia brasileira enfrentou naquele momento em decorrência da crise asiática.

No ano seguinte, mais uma crise de contornos internacionais afetou o Brasil. De acordo com Giambiagi et al. (2005), a crise russa teve início em 1998, quando o país começou a enfrentar dificuldades para cumprir com suas obrigações de dívida externa, o que levou a uma desvalorização do rublo, aumento das taxas de juros e fuga de capitais estrangeiros de seu território. Em agosto de 1998, a situação piorou quando o governo russo decretou a moratória da dívida externa e desvalorizou o rublo, o que gerou um efeito negativo no mercado financeiro global e impactou especialmente os mercados emergentes.

Conforme Andrade (1999), entre dezembro de 1997 e abril de 1998, período anterior à crise na Rússia, o Brasil registrou um aumento em suas reservas internacionais, que voltaram ao patamar anterior à crise asiática de 1997. Naquele momento, o governo enfrentava dificuldades relativas ao controle de seu déficit.

Em setembro de 1998, no mês seguinte à eclosão da crise na Rússia, o país sofreu uma grande perda de reservas internacionais no valor de US\$ 22,2 bilhões, além de a moratória russa ter levado a um aumento grande nos spreads dos títulos brasileiros no alocados no exterior, revela Andrade (1999).

O governo brasileiro adotou medidas rapidamente para enfrentar a crise financeira que o país enfrentava na época. Nesse sentido, foi divulgado, no dia 8 de setembro de 1998, o decreto nº 2773 e a medida provisória nº 1716, ambas com objetivo de reduzir o déficit público. Conforme Andrade (1999), dentre as medidas adotadas pelo governo brasileiro para enfrentar a crise, destacam-se a criação da Comissão de Controle e Gestão Fiscal (CCF), a fixação de uma meta mínima de R\$5 bilhões de superávit fiscal para o governo e a estipulação de limites nominais para os gastos. Além disso, foi determinado que, até novembro de 1998, um "Programa de Ajuste Fiscal para o Triênio 1999-2001" com metas de superávits primários

a serem crescentes deveria ser enviado ao Congresso Nacional.

Ainda assim, o Brasil teve de enfrentar, entre agosto de 1998 e fevereiro de 1999, perda de reservas internacionais na faixa dos US\$ 30 bilhões.

Tabela 3 — Empréstimos ao Brasil acordados em novembro de 1998

País / Órgão	Valores (em bilhões de dólares)
FMI	18
Banco Mundial	4,5
BID	4,5
União Europeia	7,5
Estados Unidos	4
Japão	4
Canadá	3
Total	41,5

Fonte: BC (elaboração própria).

De acordo com Giambiagi et al. (2005), o Brasil pediu solicitação de ajuda externa junto ao FMI e outros organismos internacionais como forma de estancar a crise, como mostra a Tabela 3. Em novembro de 1998, além de aumento na taxa de juros, foi instaurado um acordo que previa metas de ajuste fiscal até o final de 2001, de modo que metas de superávits primários seriam estabelecidas a cada trimestre. No total, os empréstimos ficaram na faixa dos US\$ 41,5 bilhões.

Em decorrência da crise russa, o governo brasileiro foi submetido a um considerável desgaste político em razão das decisões tomadas para enfrentá-la. A crise, que representou um dos momentos mais críticos para o cenário externo brasileiro, exigiu a adoção de medidas emergenciais, sendo a mais impactante a mudança da política cambial, então baseada em câmbio fixo, segundo Giambiagi et al. (2005).

2.5 RESERVAS INTERNACIONAIS COMO INSTRUMENTO DE PROTEÇÃO ÀS CRISES INTERNACIONAIS

Segundo Paula (2013), os déficits em conta corrente devido ao desequilíbrio da balança comercial, aliada às crises financeiras no México, Ásia e Rússia, levaram a crescentes fugas de capitais no Brasil, em decorrência da incerteza dos investidores internacionais em

relação à alocação de recursos.

De acordo com Pelisser, Cunha e Lélis (2016), a inquietação anterior da década de 1980 em relação à suscetibilidade a choques na balança comercial como fator de importância para o acúmulo de reservas internacionais passou a ter uma relevância relativamente menor globalmente a partir dos anos 1990, quando se adotou o pensamento de que acumulação de reservas funcionava como uma política para evitar perdas de produção e recessões de investimento decorrentes de crises financeiras. Dessa forma, o objetivo de manter reservas passa a estar mais relacionado, especialmente, às preocupações com reversões dos fluxos de capitais que, por conta de crises, as quais levariam à diminuição da reserva de câmbios de forma abrupta.

Pelisser, Cunha e Lélis (2016) afirmam que, após o colapso financeiro asiático em 1997, as autoridades monetárias dos países emergentes passaram a considerar a adoção de medidas de autopreservação para garantir maior liquidez. Nesse sentido, os bancos centrais passaram a buscar estratégias que lhes permitissem enfrentar possíveis choques externos, aumentando a capacidade de financiamento e, conseqüentemente, fortalecendo sua posição em meio à instabilidade econômica global. Adotar medidas de autoproteção tornou-se, portanto, uma forma de proteger a economia desses países contra possíveis crises financeiras de modo a minimizar seus impactos negativos.

Como tal, Leal (2014) relata que as reservas internacionais funcionaram, a partir de 1994 com a implementação do Real, como uma espécie de seguro a favor primordialmente do plano de estabilização, ao mesmo tempo em que também minimizaram os efeitos das crises internacionais do México, Ásia e Rússia, as quais, a partir de efeito contágio, também prejudicaram o Brasil entre 1995 e 1998.

Segundo Giambiagi et al. (2005), a política cambial brasileira enfrentou um esgotamento decorrente da sucessão de crises internacionais, o que levou ao encerramento, em 1998, da última fase de implementação do Plano Real. Tal contexto exigiu um redirecionamento das políticas monetárias e cambiais adotadas pelo país, visando minimizar os impactos negativos desses eventos externos na economia nacional. Nesse sentido, as autoridades brasileiras buscaram medidas para garantir a estabilidade do sistema financeiro e o controle da inflação, algo primordial quando o Plano Real foi lançado em 1994, sem deixar de considerar as transformações estruturais ocorridas na economia global.

Desse modo, em janeiro de 1999, o governo brasileiro adotou uma política cambial de

câmbio flutuante, relembra Leal (2014), a qual buscava minimizar as perdas causadas pela desvalorização do real. Com isso, o governo brasileiro enfrentou uma importante ruptura em sua política econômica e, ao mesmo tempo, um grande desafio para enfrentar as consequências de uma mudança significativa sob período de instabilidade política e econômica no país, uma vez que a medida foi tomada logo no início do segundo governo de FHC, em 1999.

De acordo com Costa (2010), a exaustão da política cambial brasileira em 1998 e o encerramento da implementação do Plano Real representaram uma mudança significativa na política monetária do país. Em vista disso, foi introduzido o regime de metas para a inflação, que busca controlar a taxa de inflação por meio da definição de uma meta a ser alcançada. Esse regime pressupõe a autonomia do banco central na condução da política monetária, além de ser considerado um instrumento importante para garantir a estabilidade econômica e o controle da inflação no longo prazo.

De acordo com Costa (2010), é importante ressaltar que a taxa de juros tem um papel crucial no controle de preços em ambos os contextos. Isso se dá pelo fato de que ela é utilizada como uma ferramenta para atingir tanto as metas cambiais quanto às metas de inflação, seja no período de implementação do Plano Real ou após 1998, quando é instituído o novo regime de metas.

Com isso, o Brasil se alinhou a um modelo de política monetária adotado por diversos países ao redor do mundo, contando com a expectativa de redução da vulnerabilidade externa do país e o alto nível da taxa de juros, pontos cuja preocupação por parte do governo estava em alta, visto o esgotamento da política econômica anteriormente vigente, relatam Cardoso e Vieira (2004).

3 METODOLOGIA

O objetivo deste trabalho é investigar a mudança no papel das reservas internacionais na economia brasileira entre os anos de 1994 e 1999.

Assim, foi feita a coleta de dados a partir de fontes secundárias, disponíveis no site do BC e Ipeadata, em especial informações estatísticas macroeconômicas relativas às reservas internacionais, além de taxa de juros, bolsa de valores, inflação, dívida pública, balança comercial, risco-país e taxa de câmbio para o intervalo mencionado.

Quando ao período de delimitação do estudo, houve a escolha de 1994 como período inicial pois este foi o ano de implementação do Plano Real, marcado pela adoção de políticas cambiais e monetárias dadas como relevante para este trabalho. Em relação a 1999, foi um período visto como ponto de inflexão quanto às políticas econômicas atreladas ao Plano Real. Assim sendo, houve mudanças bruscas na condução da economia do país a partir de janeiro desse ano. Nesse sentido, esta foi a razão para que tenha sido escolhido como período final.

Primeiramente, realizou-se uma revisão bibliográfica abrangendo os principais estudos e teorias relacionados ao papel das reservas internacionais, além de buscar na literatura os acontecimentos históricos, econômicos e políticos no Brasil e dados macroeconômicos em relação ao país em meio ao período delimitado. Essa revisão teve como objetivo embasar a fundamentação teórica e contextualizar o tema dentro do período analisado, de 1994 a 1999, de modo a cumprir o objetivo geral.

Para alcançar o primeiro objetivo específico de descrever o papel das reservas internacionais na economia brasileira antes da implementação do Plano Real e da estabilização da moeda nacional, foram realizadas análises comparativas entre o período anterior a 1994 e o período de estudo. Essa análise permitiu compreender a evolução do papel das reservas internacionais.

Com o objetivo específico de identificar o papel das reservas internacionais durante o período estudado, foram realizadas análises descritivas dos dados coletados a partir da teoria macroeconômica, considerando os fatores econômicos e políticos relevantes. Essa análise permitiu identificar as mudanças ocorridas no papel das reservas internacionais, destacando seu uso como mecanismo de proteção ao Plano Real e sua relação com a estabilização econômica no período.

Por fim, para examinar a maneira com que as reservas internacionais foram afetadas

pelas crises externas que afetaram a economia brasileira no período estudado, foram realizadas análises comparativas entre as variações nas reservas internacionais e os eventos de crise ocorridos no cenário global, além de apresentar um índice de risco-país como forma de representar essa dinâmica. Essa análise permitiu compreender o impacto das crises internacionais no comportamento das reservas internacionais brasileiras.

O Quadro 1, referente aos sistemas de rigidez do câmbio, foi estruturado a partir do trabalho de Modenesi (2005). Já os gráficos de 1 a 6, relacionados ao índice de inflação IPCA entre 1990 e 1995, Bovespa entre março e novembro de 1997, reservas internacionais entre 1994 e 1998, taxa de câmbio entre 1994 e 1999, dívida pública sobre o PIB entre 1994 e 1998 e balança comercial entre 1994 e 1998 foram construídos a partir de dados extraídos do site do BC. Por sua vez, o gráfico 7, relacionado ao índice de risco-país entre 1994 e 1998, teve dados extraídos do site Ipeadata, ao passo que as tabelas, relacionadas às reservas internacionais entre julho de 1994 e abril de 1995, intervalo cambial entre 1995 e 1998, taxa Selic entre 1994 e 1998 e conta de capitais entre 1993 e 1998, ressaltam-se, tiveram como base informações do BC. Já a Tabela 3, que informa os empréstimos do Brasil junto a organismos internacionais em novembro de 1998, teve como fonte para a obtenção de dados um relatório do BC (1999). Para a transformação de dados em gráficos foi utilizada a linguagem de programação R. As médias, pontos máximos e mínimos, além de obtenção de variações percentuais para cada conjunto de dados também foram estruturados também a partir do software R.

O trabalho está alicerçado em pesquisa bibliográfica, que consiste na coleta e análise de dados a partir de fontes secundárias, além de livros, artigos, dissertações e teses, de modo que se pretende sintetizar informações relativas a seu objeto de estudo a partir de leitura analítica, conforme Gil (2002), a começar pela teoria macroeconômica. O presente trabalho é realizado a partir de uma abordagem descritiva, isto é, aquela que busca compreender os aspectos subjetivos e contextuais do tema estudado a partir de sua descrição e sua relação com outras variáveis, segundo Gil (2002). Serão identificadas as principais mudanças no papel das reservas internacionais na economia brasileira entre 1994 e 1999 a partir de apresentação de dados referentes à macroeconomia brasileira, aliada à literatura disponível, além de comparação de dados estatísticos ao longo do tempo, de modo que o presente trabalho é considerado de caráter quantitativo, conforme Gil (2002).

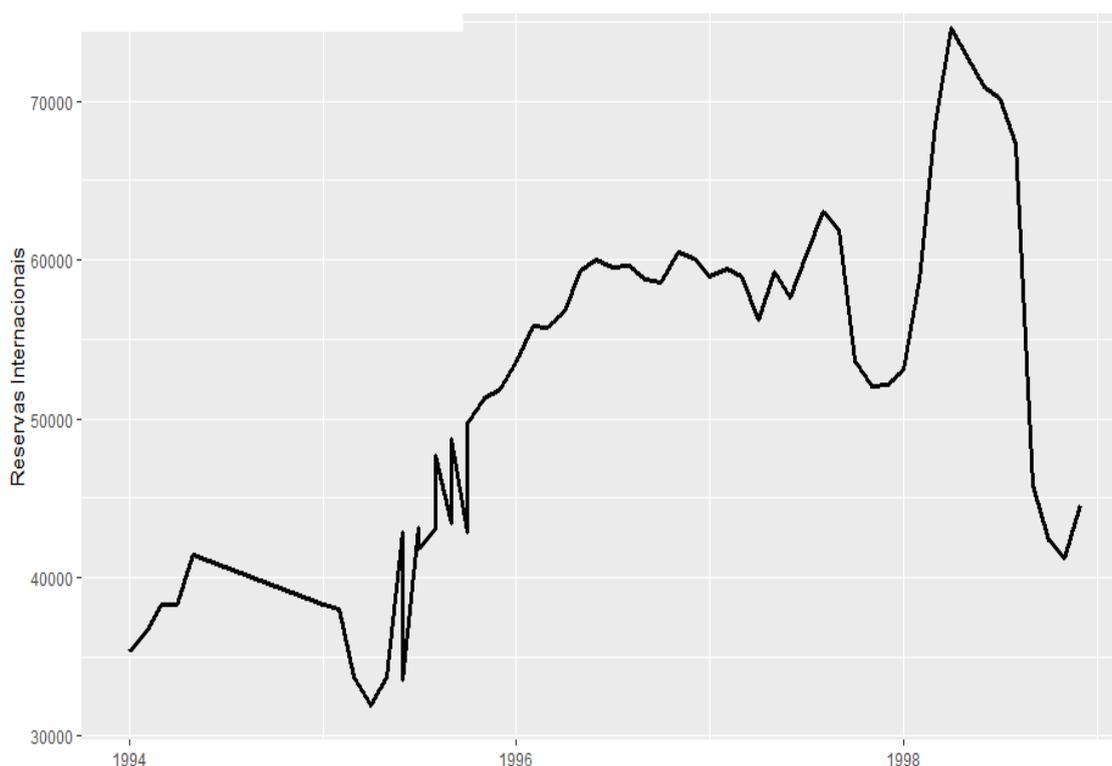
Com base nos resultados da pesquisa, são apresentadas conclusões sobre o tema. A

apresentação dos dados coletados, além da descrição da literatura, permite um aprofundamento no entendimento do papel das reservas internacionais na economia brasileira durante o período de estabilização da economia brasileira, assim como das implicações dessas mudanças para a estabilidade econômica do país.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Em meio à década de 1990, as reservas internacionais do Brasil passaram por significativas transformações e alterações, evidenciando um cenário de mudanças expressivas nesse período. Essas mudanças ocorreram em um contexto de reestruturação econômica e ajustes políticos, os quais desencadearam uma série de desafios e oportunidades para a gestão das reservas internacionais do país.

Gráfico 3 — Reservas internacionais do Brasil (mensal de 1994 a 1998 em dólares)



Fonte: BC (elaboração própria).

Conforme ilustrado pelo Gráfico 3, observa-se um aumento nas reservas internacionais em meio a esse período, marcado pela implementação do Plano Real, até 1998, seguido de uma diminuição em decorrência da crise russa. A variação percentual das reservas foi de aproximadamente 33,54% entre 1994 e 1995 e de 15,97% entre 1995 e 1996, ao passo que entre 1996 e 1997 houve queda de 13,16% e entre 1997 e 1998 aconteceu mais uma queda, na faixa dos 14,63%. Essas oscilações refletem as flutuações no ambiente econômico global e demonstram a sensibilidade do Brasil aos eventos financeiros internacionais em relação ao período mencionado.

No período anterior a 1994, ao se analisar a partir do Governo Sarney, em 1985, o papel das reservas internacionais no Brasil era diferente em comparação ao período

contemplado por este trabalho. Anteriormente, o país passou por crises econômicas e alta inflação, além de cenário externo que dificultava a acumulação de reservas, conforme relata Giambiagi et al. (2005), de modo que os governos brasileiros se preocupavam, em maior escala, em negociar com os credores internacionais. Sendo assim, a sua gestão era influenciada por diferentes contextos econômicos e políticos, incluindo pressões inflacionárias, além do fato de o cenário externo ter apresentado dificuldades para países em desenvolvimento em meio à década de 1980.

Segundo Leal (2014), as reservas internacionais no Brasil começaram a apresentar um aumento significativo durante os governos de Collor e Itamar. O autor atribui esse crescimento à liberalização da economia brasileira e ao acordo de renegociação da dívida externa, conhecido como Plano Brady, além do ambiente internacional favorável. Essas medidas foram determinantes para impulsionar o acúmulo de reservas internacionais no país em relação aos anos seguintes.

Tabela 4 — Taxa de juros nominal - Selic (% ao ano) de 1994 a 1998

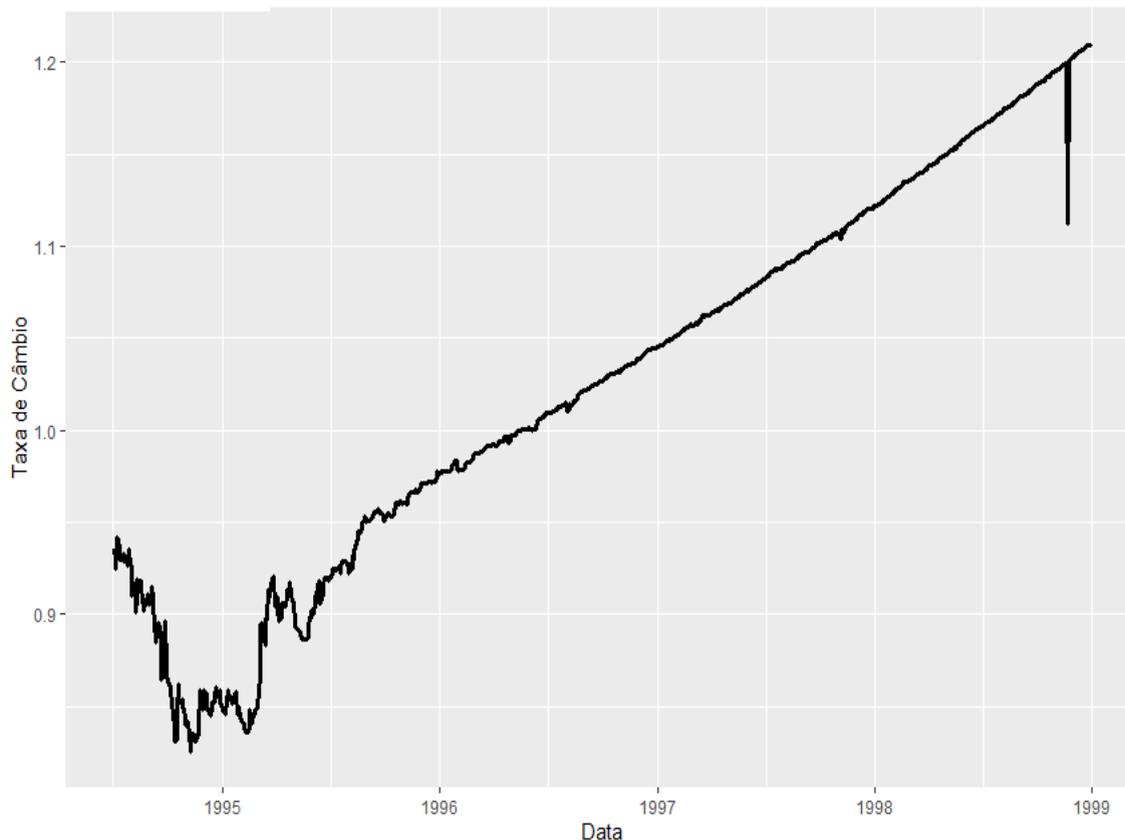
Mês	1994	1995	1996	1997	1998
Janeiro	-	48,84	35,75	22,85	37,19
Fevereiro	-	46,78	32,15	21,99	28,78
Março	-	64,97	30,15	21,56	29,84
Abril	-	64,97	27,87	21,84	22,56
Maiο	-	64,78	27,97	20,70	21,41
Junho	-	60,84	26,53	21,13	20,98
Julho	-	60,47	25,78	20,98	22,42
Agosto	63,27	57,17	26,38	21,84	19,28
Setembro	56,99	47,98	25,34	43,84	34,33
Outubro	53,22	44,08	24,75	41,99	41,58
Novembro	61,40	40,60	23,87	43,24	36,55
Dezembro	56,45	38,97	23,87	42,08	32,92

Fonte: BC (elaboração própria).

Além disso, segundo Leal (2014) relata, as reservas internacionais desempenharam um papel crucial como mecanismo de proteção ao Plano Real a partir de 1994, tendo como

principal objetivo respaldar a estabilização econômica, prestando-se também a um papel mitigador dos impactos das crises internacionais ocorridas entre 1994 e 1999.

Gráfico 4 — Taxa de câmbio do Brasil entre 1994 e 1999



Fonte: BC (elaboração própria).

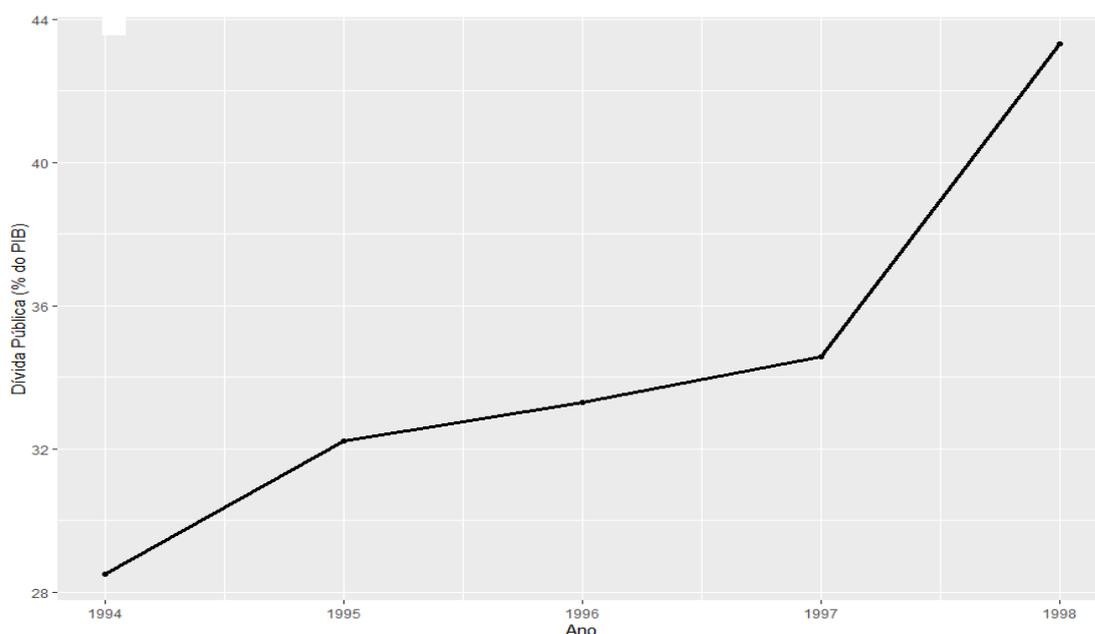
No Plano Real, a política cambial passou por quatro fases distintas, relembra Souza (1999). A Fase I, de julho a setembro de 1994, foi de livre flutuação cambial. Na Fase II, utilizou-se uma âncora cambial rígida em R\$0,84/US\$ por 5 meses. Após a crise do México, preferiu-se uma minidesvalorização cambial de cerca de 6% em março de 1995. Na terceira fase, houve experimentação com pequenas correções aleatórias da cotação do dólar. Na fase final, aconteceram desvalorizações cambiais convergindo para um percentual estável, que durou até o final de 1998.

Com a adoção da terceira fase, a mais longa do Plano Real,, buscou-se estabilizar o valor da moeda, reduzir a volatilidade cambial e promover a confiança dos agentes econômicos, proporcionando um ambiente mais favorável para o desenvolvimento econômico e a contenção da inflação. Assim sendo, após 1995, na terceira fase do plano, o Brasil deu início à implementação de um novo regime cambial conhecido como regime de bandas, inserido no contexto do Plano Real. Conforme a tabela 4, entre janeiro de 1995 e dezembro de

1995 houve uma redução na taxa de juros de aproximadamente 20%. Em janeiro de 1997, a taxa de juros era de 22,85%, estando no nível de 48,08% ao final daquele ano, um acréscimo de 111%. Já em 1998, na esteira da crise russa, a taxa de juros subiu 115% entre agosto e outubro daquele ano.

Esse regime foi estabelecido com o propósito de estabilizar a taxa de câmbio e controlar sua variação em relação às moedas estrangeiras. O sistema de bandas estabelecia limites superior e inferior para a cotação da moeda nacional, buscando, de tal forma, reduzir a volatilidade cambial e promover a confiança dos agentes econômicos. Sendo assim, tal arranjo, combinado com a elevada mobilidade dos fluxos de capitais internacionais, acarretou numa diminuição praticamente total da capacidade da política monetária em influenciar a economia real.

Gráfico 5 — Evolução da dívida pública sob proporção do PIB (1994 a 1998)



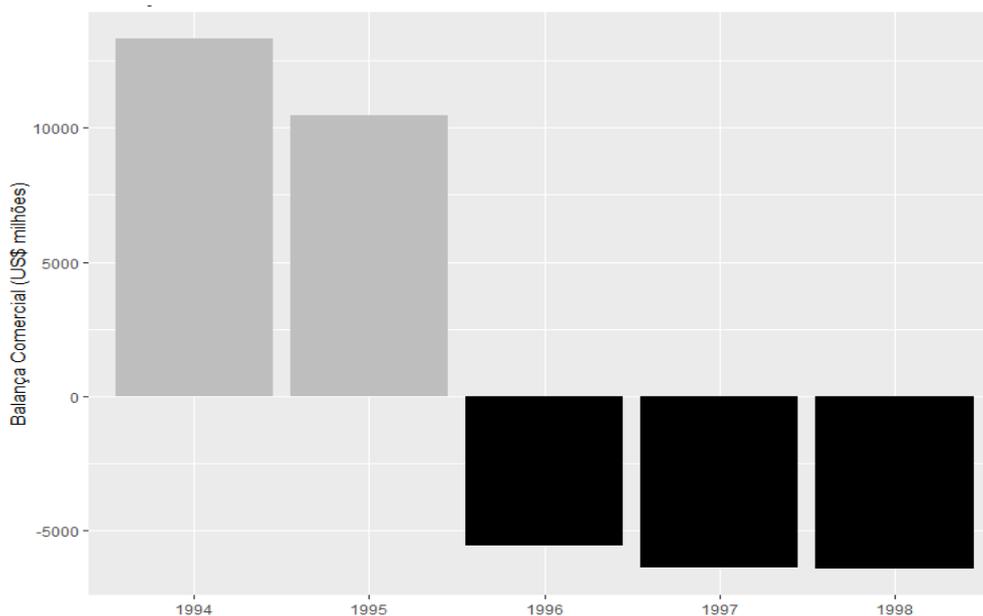
Fonte: BC (elaboração própria).

Consequentemente, a principal atribuição da política monetária passou a ser a gestão das reservas internacionais. Desse modo, as bandas cambiais atuaram como forma de âncora, tendo em vista à estabilização do nível dos preços a partir da fixação da taxa de câmbio. Esse modelo ficou conhecido como âncora cambial e teve papel central no funcionamento do Plano Real entre 1994 e 1999. Segundo Blanchard (2011), verifica-se que o aumento das taxas de juros domésticas em relação às taxas internacionais está associado a um aumento significativo no fluxo de capital estrangeiro para o país. Essa relação é observada quando as taxas de juros

nacionais superam as taxas internacionais, de forma a criar um ambiente atrativo para investidores estrangeiros, o que está em consonância com a PDTJ keynesiana. No Brasil, em meio ao período estudado, o Brasil praticou uma das mais altas taxas de juros do mundo. Segundo Costa (2010), houve manutenção de taxas de juros superiores às praticadas internacionalmente no Brasil durante o período estudado.

Entre 1994 e 1999, ficou evidente um aumento significativo da dívida pública em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) no Brasil, como resultado das medidas adotadas no âmbito do Plano Real, como o alto patamar da taxa de juros. Conforme analisado por Grimald, Vasconcellos e Toneto Júnior (2005), a retração do superávit primário contribuiu para a elevação da razão dívida/PIB, um índice de solvência para o país, também destacando que uma parcela considerável do crescimento da dívida pública teve origem no acúmulo de reservas internacionais. Esse crescimento da relação dívida/PIB durante o período estudado está evidenciado pelo Gráfico 5, a mostrar que em 1994 este índice teve um aumento próximo dos 50%.

Gráfico 6 — Balança comercial do Brasil entre 1994 e 1998 (em US\$ milhões)



Fonte: BC (elaboração própria).

Portanto, uma das razões para o aumento das reservas, além do fluxo de capitais internacionais, revelam Grimald, Vasconcellos e Toneto Júnior. (2005), foi a adoção da dívida pública como instrumento de controle da expansão monetária relacionada a esse incremento, uma forma de evitar a alta no nível de preços. Dessa forma, a expansão da dívida pública

sobre o PIB demonstra claramente que o papel das reservas internacionais estava intimamente conectada ao desempenho do Plano Real durante o período de análise. O aumento da dívida pública foi uma das consequências negativas do plano de estabilização, que também trouxe estagnação do produto. Em busca da estabilidade econômica ocasionada pelo Plano Real, conforme apontado por Almendra (2003), o governo brasileiro fez a opção de comprometer sua balança de pagamentos, consciente de que seria imprescindível aceitar déficits comerciais ao longo de seu período de implementação. Conforme apresentado no Gráfico 6, o Brasil apresentou sucessivos déficits comerciais ao longo do período estudado, uma consequência da alta taxa de juros, . Uma das razões para a alta taxa de juros em meio a esse período esteve na tentativa de o governo financiar o déficit em transações correntes. Ao financiar o déficit, o governo buscava equilibrar a oferta e a demanda de moeda estrangeira, evitando flutuações cambiais excessivas. Entre 1995 e 1998, a balança comercial teve variação negativa de 153%.

Gráfico 7 — EMBI + (Risco Brasil) de 1994 a 1998



Fonte: Ipeadata (elaboração própria).

Em meio ao período estudado, o Brasil enfrentou três importantes crises financeiras internacionais. Em 1994, o país foi afetado pela crise mexicana, cujas consequências ficaram conhecidas como "Efeito Tequila". Em 1997, o Brasil sentiu os impactos da crise financeira asiática, que teve início na Tailândia e se espalhou pelo continente. Essa crise resultou numa

forte desvalorização das moedas asiáticas e uma saída de capitais dos países da região, afetando também as economias em desenvolvimento, como o Brasil. Em 1998, o país enfrentou a crise russa, a mais grave das três para o país, que teve origem na desvalorização do rublo e na moratória da dívida russa. Essa crise global teve reflexos negativos nos mercados internacionais, afetando também o Brasil de maneira estrondosa.

As três crises tiveram impactos significativos na economia brasileira, causando instabilidade cambial e queda nas reservas internacionais, conforme o Gráfico 4, o qual ressalta que as quedas mais incisivas em relação às reservas ocorreram em meio às crises internacionais entre julho de 1994 e janeiro de 1999.

Tabela 5 — Conta de capital (em bilhões de dólares) para o Brasil

Ano	Valores (em bilhões de dólares)
1993	83,3
1994	173,9
1995	351,7
1996	453,8
1997	392,6
1998	320,4

Fonte: BC (elaboração própria).

O EMBI+ (*Emerging Markets Bond Index Plus*) é um índice criado pelo banco JP Morgan que mede o desempenho diário dos títulos de dívida de países emergentes em comparação com os títulos dos Estados Unidos, sendo usado pelos investidores para avaliar o risco de investir em um país, sendo que valores mais altos indicam maior percepção de risco, funcionando como índice de risco-país para locais como o Brasil, segundo Azevedo (2018). Sendo assim, aponta-se, no Gráfico 7, o alto risco de investimento no Brasil em relação a 1995, quando houve a crise mexicana, o que também acontece quanto ao segundo semestre de 1998, quando eclodiu a crise na Rússia. Para este último período, este índice alcançou seu ponto máximo dentro período delimitado em setembro de 1998.

Portanto, a crise financeira que atingiu o México em 1994, seguida pela crise asiática de 1997 e a crise russa de 1998, aceleraram as tendências econômicas em curso, de tal maneira que tais acontecimentos, especialmente as duas últimas, provocaram uma brusca queda na posição de competitividade brasileira ante a investidores externos, aumentando o seu

risco-país. Este cenário, portanto, levou com que a captação de dólares no exterior por parte do Brasil se tornasse cada vez mais desafiadora, segundo Averbug e Giambiagi (2000). Nesse sentido, em 1995, o PIB apresentou um crescimento de 4,22%, seguido por uma desaceleração em 1996, com um aumento de 2,21% em relação ao ano anterior. Apesar dessas variações, a economia brasileira conseguiu se manter em expansão. Em 1997, o PIB registrou um aumento de 3,39%, impulsionado por melhora nas perspectivas econômicas internas e recuperação da crise financeira asiática. No entanto, em 1998, o crescimento do PIB foi de apenas 0,34%, refletindo os efeitos da crise financeira russa e de outras instabilidades globais que afetaram o o país.

Cabe ressaltar que em momentos de estabilização monetária, decorrentes de cenários de alta inflação, há explosão de consumo de forma inicial. Nesse sentido, o alto PIB do Brasil em 1995 é uma consequência da adoção do Plano Real como forma de estabilizar a economia a partir de 1994. Segundo o modelo Mundell-Flemming, conforme relata Froyen (2013), a considerar um regime de câmbio fixo, é possível analisar a situação descrita anteriormente. Segundo este modelo, quando o regime é fixo a política monetária se torna ineficaz em relação a alterações no produto. Foi esta a realidade do Brasil em meio ao Plano Real, quando a política monetária tinha papel de atrair o capital internacional com intuito de manter a paridade cambial, de modo que havia, por parte do governo brasileiro, a tentativa de manter a taxa de câmbio sobrevalorizada com um controle livre de capitais. Nesse cenário, houve aumento expressivo da taxa de juros no país em 1997, uma variação positiva de 111% em relação ao ano anterior, ao passo que o PIB apresentou aumento de 3,39% naquele ano em relação a 1996, demonstrando a passividade da política monetária em relação a alterações no produto, conforme o modelo.

Assim sendo, segundo este modelo, o equilíbrio da balança de pagamentos está relacionado ao papel da taxa de juros, de forma que o déficit nas transações correntes pode ser financiado a partir dos juros. No período de 1994 a 1998, no Brasil, observou-se que esse desequilíbrio foi financiado pelo aumento líquido de capitais externos no país, alimentado pela atratividade internacional dos juros brasileiros. Esta realidade pode ser observada a partir da Tabela 5, que mostra o nível positivo das contas de capital do Brasil crescente até US\$ 453,8 bilhões entre 1994 e 1998, caindo em 1998 para US\$ 320,4 bilhões, uma variação negativa de 29,4%. Portanto, devido às sucessivas crises internacionais, como as ocorridas no México, Ásia e Rússia, essa fonte de financiamento começou a se tornar escassa, sinalizando

a exaustão dessa estratégia.

Sendo assim, percebe-se que no ano de 1998, devido à crise russa e ainda sob regime de câmbio fixo sobrevalorizado, ocorreu um pico no índice de risco-país do Brasil, resultando na diminuição brusca das reservas internacionais do país devido ao efeito de contágio, conforme o Gráfico 3. Por outro lado, mesmo com a implementação de políticas de aumento de juros para conter essa situação a taxa de juros mais do que dobrou, passando de 19,28% para 41,58% entre os meses de agosto e outubro de 1998, conforme a Tabela 4. Portanto, em 1998, com a crise russa, tal qual aconteceu em 1994 e 1997, respectivamente, em relação às crises no México e na Ásia, foi observado um considerável aumento nas taxas de juros necessárias para a defesa da taxa de câmbio diante dos sucessivos ataques especulativos que reverberaram no Brasil. Essa situação inviabilizou a manutenção de uma taxa de câmbio sobrevalorizada e artificial, conforme demonstrado no Gráfico 4. Diante dessa realidade, é possível concluir que as taxas de juros elevadas deixaram de exercer a mesma atração sobre os investimentos estrangeiros, uma vez que o impacto do aumento dos juros não surtia mais os mesmos efeitos observados em crises anteriores. Além disso, a sustentação de taxas de juros elevadas acarretava maior desgaste político, pois comprometia o crescimento da economia brasileira. Essa conjuntura agravou ainda mais a situação econômica do país.

Conforme mencionado por Pelisser, Cunha e Lélis (2016), foi somente após a ocorrência do colapso financeiro na Ásia em 1997 que as autoridades monetárias dos países em desenvolvimento começaram a contemplar a implementação de medidas de autopreservação de modo a assegurar maior liquidez. No caso específico do Brasil, esse papel foi antecipada no período entre 1994 e 1999. Esse processo de formação de um estoque de reservas permitiu ao país contar com uma reserva de recursos, que serviram também como uma salvaguarda a períodos de turbulência financeira global, auxiliando na mitigação dos impactos negativos das três crises de escala internacional que afetaram a economia brasileira na década de 1990, ocorridas no México, Ásia e Rússia, respectivamente

Dessa forma, a partir da literatura disponível e dos dados descritos anteriormente, observa-se que o acúmulo de reservas internacionais funcionou durante o período relatado como forma de retaguarda à manutenção do Plano Real, tendo antecipado o papel das reservas como um mecanismo de proteção contra crises internacionais, um papel diferente em relação ao período anterior a 1994. Nesse sentido, buscava-se garantir a paridade cambial a partir do alto volume de reservas internacionais, de modo a garantir o bom funcionamento do Plano

Real.

Diante desse contexto, após 1998, com a crise russa, ocorreu o esgotamento da política cambial vinculada ao Plano Real, resultando em uma redefinição do papel das reservas internacionais a partir do ano seguinte, em 1999. Ainda que houvesse sido constatada a exaustão daquele conjunto de políticas econômicas no ano anterior, em 1998 houve eleições. Como forma de manter a popularidade em alta e garantir a reeleição, o governo de FHC preferiu mudanças ao final daquele ano, quando haveria eleições presidenciais, vencidas pelo então presidente. Além disso, havia pressões políticas para que houvesse uma mudança na política econômica do governo ainda em 1998, visto o baixo crescimento da economia. As mudanças na política econômica aconteceram somente em janeiro de 1999, no início do seu segundo mandato, quando as reservas e a política cambial passaram a não estar mais associadas a papel estabilizador da economia como consequência da implementação de um plano econômico, embora ainda desempenhassem um papel significativo na gestão de crises internacionais. Nesse sentido, o Brasil adotou um regime cambial mais flexível, permitindo maior ajuste da taxa de câmbio em resposta às dinâmicas do mercado. Como visto no Gráfico 4, entre 1994 e 1998, a partir da implementação do Plano Real, o Brasil apresentou uma política cambial mais rígida.

Assim sendo, a partir de janeiro de 1999, houve uma mudança significativa na política monetária brasileira, com a implementação do regime de metas de inflação. Esse novo enfoque teve como objetivo principal promover a estabilidade de preços, direcionando a política monetária para o controle da inflação por meio de metas anuais e do uso da taxa básica de juros como principal instrumento de intervenção. Essa mudança representou uma transição do foco anterior, voltado para a estabilização cambial, para uma estratégia mais orientada à estabilidade dos preços, relata Giambiagi et al. (2005).

Essas mudanças na abordagem da política econômica foram adotadas com o intuito de possibilitar uma melhor adaptação às condições econômicas do país e promover maior autonomia na condução das políticas monetária e de câmbio, visto o esgotamento das políticas anteriores, atreladas ao Plano Real, que detiam o crescimento do produto ao forçar altas taxas de juros e colocavam o país sob risco quanto às sucessivas crises externas. Essas novas diretrizes representam uma importante transformação no panorama econômico brasileiro, permitindo uma maior flexibilidade na gestão das taxas de câmbio e a adoção de medidas mais adequadas para que o Brasil viesse a enfrentar os desafios globais.

5 CONCLUSÃO

As reservas internacionais do Brasil passaram por transformações significativas entre 1994 e 1999, refletindo o contexto econômico e político do país ao inaugurar o Plano Real. O acúmulo de reservas aumentou em meio ao período relatado, impulsionado pela implementação do Plano Brady e pela liberalização da economia brasileira entre 1990 e 1994, entre os governos de Collor e Itamar. Antes da implementação do Plano Real e da estabilização da moeda nacional, o acúmulo das reservas internacionais na economia brasileira era limitado, marcado pela dificuldade na formação de reservas, pois o país enfrentou crises econômicas, alta inflação e um cenário externo desfavorável, o que dificultava a acumulação de reservas. Consequentemente, os governos brasileiros priorizaram a negociação com credores internacionais. Sendo assim, a sua gestão era influenciada por diferentes contextos econômicos e políticos.

Durante o período estudado, as reservas internacionais desempenharam um papel crucial como mecanismo de proteção ao Plano Real, além de funcionarem como resposta às condições econômicas globais. Elas operaram, em maior grau, como uma linha de defesa para a estabilização econômica, além de atuarem como mitigadoras dos impactos das crises internacionais que afetaram o Brasil entre 1994 até 1999. De modo a cumprir estes papéis, coube ao BC garantir a paridade cambial com um grande volume de reservas de modo a sustentar a manutenção do Plano Real. Observa-se, portanto, um aumento nas reservas internacionais de 1994 até 1998, seguido de uma diminuição devido à crise russa. Essas oscilações refletem as flutuações no ambiente econômico global e demonstram a sensibilidade do Brasil aos eventos financeiros internacionais nesse período.

Durante as crises externas que afetaram a economia brasileira entre 1994 e 1999, as reservas internacionais foram utilizadas como instrumento de defesa e estabilização. O país enfrentou momentos de volatilidade nos mercados financeiros globais, como a crise mexicana de 1994 e a crise asiática de 1997, além da crise russa de 1998, que levou ao fim daquela política cambial trazida pelo Plano Real. Essas crises causaram instabilidade cambial e queda nas reservas internacionais. Além disso, o índice EMBI+, que relata o risco-país, mostrou um alto risco de investimento no Brasil durante essas crises, indicando uma percepção de risco elevada por parte dos investidores em relação ao final desse período. Em meio ao período estudado, o papel das reservas internacionais foi crucial como principal mecanismo de proteção ao Plano Real, respaldando, assim, a estabilização econômica do país, além de

mitigar os impactos das crises internacionais. Nesse período, a gestão das reservas internacionais tornou-se uma das principais atribuições da política monetária, uma vez que o regime cambial adotado visava estabilizar a inflação e controlar sua variação.

Nesse sentido, a partir de julho de 1994, com a adoção do Plano Real, a política monetária era estéril em relação ao produto, uma vez que havia câmbio fixo. Nesse sentido, o PIB brasileiro cresceu em 1995 impulsionado pelo consumo, uma consequência comum do processo de estabilização monetária.

Para que houvesse maior fluxo de capitais no país, a política monetária brasileira manteve taxas de juros superiores às praticadas internacionalmente, o que atraiu o capital estrangeiro para o país. Isso contribuiu para o aumento das reservas internacionais, mas também resultou em um aumento significativo da dívida pública em relação ao PIB, devido às medidas adotadas no âmbito do Plano Real, como o alto nível da taxa de juros como forma de atrair capital estrangeiro. O Brasil também enfrentou sucessivos déficits comerciais nesse período, devido também à alta taxa de juros e ao financiamento do déficit em transações correntes a partir da elevação da conta de capital, além da estagnação do produto da economia.

O conjunto de crises internacionais, especialmente aquela ocorrida na Rússia, em 1998, levou a um esgotamento das políticas econômicas atreladas ao Plano Real, visto que as antigas formas de conter a saída de capital do país já não traziam os resultados de outrora. Além disso, havia críticas políticas relacionadas ao patamar da taxa de juros, uma vez que o crescimento da economia brasileira foi pífio até 1998. Nesse sentido, o conjunto de políticas já estava exaurido em 1998, ano de eleições, de modo que o governo preferiu que não houvesse mudanças bruscas na condução da economia de modo a não atingir a popularidade do governo. Desse modo, FHC foi reeleito para um segundo mandato em outubro de 1998.

Assim, a partir do final de janeiro de 1999, o Brasil adotou um regime cambial mais flexível, permitindo um maior ajuste da taxa de câmbio em resposta às dinâmicas do mercado. Uma mudança em relação ao período de implementação do Plano Real, entre julho de 1994 e janeiro de 1999, quando o país seguiu uma política cambial marcada pela rigidez. Além disso, a política monetária ficou atrelada ao tripé macroeconômico como forma de conter o aumento generalizado de preços.

Portanto, tanto os objetivos gerais quanto os específicos foram plenamente alcançados, a partir da análise descritiva da literatura. Quanto à hipótese de investigação de que houve

mudança no papel das reservas internacionais dentro da economia brasileira no período relatado, entre 1994 e 1999, pode-se concluir que essa hipótese se mostrou válida e sustentada pelos dados macroeconômicos e pesquisa bibliográfica conjuntamente analisados. Ao longo desse período, observou-se um aumento nas reservas internacionais do Brasil, que funcionou principalmente como forma de proteção ao Plano Real, de modo a manter a paridade cambial em relação ao dólar, além de atuar como plataforma de defesa ante às crises internacionais que afetaram o país a partir de efeito contágio. Além disso, as reservas internacionais foram pautadas pela política monetária, em oposição ao papel da política cambial, cujo papel era de estabilizar os preços da economia brasileira.

É importante ressaltar algumas limitações deste trabalho. Primeiramente, a análise se concentrou em um período específico, de 1994 a 1999, quando houve mudanças na política macroeconômica do país, deixando de abranger informações mais atualizadas sobre as reservas internacionais do Brasil. Além disso, os resultados apresentados são baseados em dados históricos e informações disponíveis na literatura disponível, de tal modo que estão sujeitos a possíveis limitações e fontes de erro.

Considerando os resultados obtidos e as lacunas identificadas neste trabalho, sugere-se que futuras pesquisas se concentrem em examinar os efeitos das reservas internacionais em períodos mais recentes, levando em consideração os desafios enfrentados pela economia brasileira mais adiante. Dessa forma, será possível obter uma compreensão mais abrangente em relação ao papel das reservas internacionais e sua relevância para a economia do país. Além disso, cabe a exploração de possíveis estratégias de gestão das reservas num contexto de crescente integração global e volatilidade econômica como um tema promissor para investigações futuras.

Assim sendo, resultados surpreendentes e inesperados não foram encontrados, de modo que os resultados deste trabalho corroboram com a literatura existente, fornecendo uma visão consistente em relação ao papel das reservas internacionais no período abordado. Dessa forma, o trabalho contribui para a compreensão da importância desses recursos como ferramenta estratégica na gestão da economia brasileira entre 1994 e 1999. Como tal, acredita-se que os resultados aqui obtidos possam servir de base para pesquisas futuras, de modo a enriquecer o debate acadêmico em relação ao tema.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Clóvis Oliveira de; BACHA, Carlos José Caetano. Evolução da política cambial e da taxa de câmbio no Brasil, 1961-97. **Pesquisa & Debate**, v. 10, n. 2, p. 5-29, 1999.
- ALMEIDA, Paulo Roberto de. Transformações da ordem econômica mundial, do final do século 19 à Segunda Guerra Mundial. **Revista Brasileira de Política Internacional**, v. 58, p. 127-141, 2015.
- ALMENDRA, Carlos César. **A crise do México de 1994/1995 e o efeito Tequila na América Latina**. Dissertação (Mestrado). Interunidades em Integração da América Latina. São Paulo: USP/ PROLAM, 2003.
- ANDRADE, Gustavo Manso de Carvalho. **Crises cambiais: um estudo do caso brasileiro**. 66 f. Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas) - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 1999.
- ANTUNES, Davi José Nardo. O Brasil dos anos 90: um balanço. **Revista Leituras de Economia Política**, v. 9, 2001.
- AVERBUG, André; GIAMBIAGI, Fábio. **A Crise Brasileira de 1998/1999 – Origens e Consequências**. BNDES: Rio de Janeiro, 2000.
- BACHA, Edmar. **Belíndia 2.0: fábulas e ensaios sobre o país dos contrastes**. Editora José Olympio, 2015.
- BACHA, Edmar. Plano Real: Uma Avaliação Preliminar, **Revista do BNDES**, v.2, no. 3, pgs.3-26, 1995.
- BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**. 5 ed. Brasil: Pearson Education, 2011. Brasil, 2003.
- BRAZ, Emerson Davi Pereira. De Bretton Woods ao Regime de Bandas Cambiais: Análise da taxa de Câmbio no Brasil de 2009 a 2019. **Revista Aurora**, v. 13, n. 1, p. 59-76, 2020.
- CARDOSO, C. de A.; VIEIRA, F. V. Câmbio, inflação e juros na transição do regime cambial brasileiro: uma análise de vetores auto-regressivos e causalidade. In: **Encontro Nacional de Economia**, 32, 2004, Fortaleza: ANPEC, 2004.
- CARNEIRO, F. L. Estimando a influência da taxa de câmbio sobre os fluxos de comércio exterior brasileiro. Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – Brasília. Rio de Janeiro: IPEA, 2014.
- CARVALHO, Carlos Eduardo. As origens e a gênese do Plano Collor. **Nova Economia**, Belo Horizonte, p. 101-134, 2006.

CARVALHO, Maria A. e SILVA, César R. L. da. **Economia Internacional**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

CASSEL, Gustav. The present situation of the foreign exchanges. **The Economic Journal**, v. 26, n. 103, p. 319-323, 1916.

CERQUEIRA, Ceres Aires. **Dívida Externa Brasileira**. 2 ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003.

COSTA, Felipe da Silva. **Taxa de juros no Brasil após o plano real**. 51 f. Monografia (Ciências Econômicas) - Instituto de Economia, Universidade Federal Fluminense, Rio de Janeiro. 2010.

DATHEIN, Ricardo. De Bretton Woods à Globalização Financeira: Evolução. **Crise e Perspectivas do Sistema Monetário Internacional**, 2003.

Estatísticas, Banco Central do Brasil. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/>. Acesso em 10. mar. 2023.

FLIGENSPAN, Flávio Benevett. Uma visão global da economia brasileira durante a vigência do Plano Real: avanços, impasses e um cenário de crescimento com exclusão. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 26, n. 1, p. 102-143, 1998.

FLOOD, Robert; MARION, Nancy. **Holding international reserves in an era of high capital mobility**. IMF, Washington DC, 2002.

FRANCO, Gustavo. H. B. **O Plano Real e outros ensaios**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

FRENKEL, Jacob A. Inflation and the Formation of Expectations. **Journal of Monetary Economics**, v. 1, n. 4, p. 403-421, 1976.

FROYEN, R. **Macroeconomia: Teorias e Aplicações**. 2a. São Paulo: Ed. Saraiva, 2013.

GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; CASTRO, L.B; HERMANN, J. (Org) **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2002.

GREMAUD, A. P.; VASCONCELLOS, M. A. S. & TONETO JÚNIOR, R. **Economia brasileira contemporânea**. 6ª ed. - São Paulo: Atlas, 2005.

HELLER, Heinz Robert. Optimal international reserves. **The Economic Journal**, v. 76, n. 302, p. 296-311, 1966.

IPEADATA. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/>. Acesso em 19 mai. 2023.

JOHNSON, Harry G. The monetary approach to the balance of payments: A nontechnical guide. **Journal of international economics**, v. 7, n. 3, p. 251-268, 1977.

KEYNES, J. M. et al. The Nation and Athenaeum. **The Nation and Athenaeum**, v. 35, p. 71, 1924.

KILSZTAJN, Samuel. O acordo de Bretton Woods e a evidência histórica o sistema financeiro internacional no pós-guerra. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 9, n. 4, 1989.

KILSZTAJN, Samuel. O acordo de Bretton Woods e a evidência histórica. **O sistema financeiro internacional no pós-guerra. Revista de Economia Política**, v. 9, n. 4, p. 36-6, 1989.

KRUEGER, Anne O. **Exchange-rate determination**. Cambridge University Press, 1983.

KRUGMAN, Paul. A model of balance-of-payments crises. **Journal of money, credit and banking**, v. 11, n. 3, p. 311-325, 1979.

LEAL, Adriano de Souza. **Política cambial brasileira entre 1968 e 2002: uma análise histórica**. 86 f. Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas) - Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, Curitiba. 2014.

LOPES, Francisco Lafaiete. Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 5, n. 2, 1985.

MANKIWI, N. Gregory. **Introdução à economia: princípios de micro e macroeconomia**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

MARQUES, Eduardo de Castro Magalhães. **Um novo ciclo: evolução da dívida externa desde 1994**. 37 f. Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas) - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 2001

MAURICE, Obstfeld. The logic of currency crises. **NBER Working Paper**, v. 4640, 1994.

MODENESI, André de Melo. **Regimes monetários: teoria e a experiência do real**. Barueri: Manole, 2005.

MUNDELL, Robert A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. **Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne de economiques et science politique**, v. 29, n. 4, p. 475-485, 1963.

NEVARES, Mario Maia. **Reservas Internacionais Ótimas de um País: um estudo do Caso Brasileiro**. Dissertação de mestrado da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2007.
PASTORE, Affonso Celso. A reforma monetária do Plano Collor. **Revista Brasileira de Economia**, v. 45, p. 157-174, 1991.

PAULA, Aline Gadelha de. **Crises financeiras internacionais e efeito contágio entre os países da América Latina**. 148 f. Dissertação (Mestrado em Economia), Universidade Católica de Brasília, Brasília, 2013.

PEDRAS, Guilherme Binato Villela. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira. **Dívida pública: a experiência brasileira**. 1. ed. Brasília: Tesouro Nacional, 2009. cap. 2, p. 57-80.

PELISSER, Caroline; CUNHA, André Moreira; LÉLIS, Marcos Tadeu Caputi. Reservas internacionais em tempos de instabilidade financeira: uma avaliação empírica para o caso do Brasil. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 44, n. 3, p. 27-46, 2017.

PRATES, Daniela Magalhães. **O regime de câmbio flutuante no Brasil 1999 – 2012: especificidades e dilemas**. Brasília: IPEA, 2015.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL - RELATÓRIO 1999. Brasília, DF: **Banco Central do Brasil**, v. 35, dez. 1999.

RESENDE, André Lara. A moeda indexada: nem mágica nem panacéia. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 5, n. 2, 1985.

ROSA, Lucas Silva de. **Crise e contágio: A crise asiática de 1997/1998 impactou a economia brasileira**. 55 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) – Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS, Rio Grande do Sul, 2014.

ROSSI, Pedro. **Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação**. São Paulo: FGV, 2016.

SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 14 mar. 2023.

SILVA, Maria Luiza Falcão. Plano Real e Âncora Cambial. **Brazilian Journal Of Political Economy**. Brasília, DF, p.387-407, set., 2002.

SOUZA, Francisco Eduardo Pires de. A política de câmbio do plano real (1994-1998): Especificidades da âncora brasileira. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 3, n. 1, 1999.

SOUZA, Marcella Botelho Fonteles de. **Os influxos de capitais para o Brasil a partir dos anos 90**. 49 f. Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas) - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro 2002.

TIWARI, Aviral Kumar et al. Frequency domain causality analysis of stock market and economic activity in India. **International Review of Economics & Finance**, v. 39, p. 224-238, 2015.