



# PAPERS DO NAEA

ISSN 15169111

PAPERS DO NAEA Nº 035

**PLANO REAL E OS PROBLEMAS MACROECONÔMICOS DA  
DOLARIZAÇÃO ECONOMIA BRASILEIRA**

**David Ferreira Carvalho**

**Belém, Abril de 1994**

**O Núcleo de Altos Estudos Amazônicos (NAEA)** é uma das unidades acadêmicas da Universidade Federal do Pará (UFPA). Fundado em 1973, com sede em Belém, Pará, Brasil, o NAEA tem como objetivos fundamentais o ensino em nível de pós-graduação, visando em particular a identificação, a descrição, a análise, a interpretação e o auxílio na solução dos problemas regionais amazônicos; a pesquisa em assuntos de natureza socioeconômica relacionados com a região; a intervenção na realidade amazônica, por meio de programas e projetos de extensão universitária; e a difusão de informação, por meio da elaboração, do processamento e da divulgação dos conhecimentos científicos e técnicos disponíveis sobre a região. O NAEA desenvolve trabalhos priorizando a interação entre o ensino, a pesquisa e a extensão. Com uma proposta interdisciplinar, o NAEA realiza seus cursos de acordo com uma metodologia que abrange a observação dos processos sociais, numa perspectiva voltada à sustentabilidade e ao desenvolvimento regional na Amazônia.

A proposta da interdisciplinaridade também permite que os pesquisadores prestem consultorias a órgãos do Estado e a entidades da sociedade civil, sobre temas de maior complexidade, mas que são amplamente discutidos no âmbito da academia.

**Papers do NAEA - Papers do NAEA** - Com o objetivo de divulgar de forma mais rápida o produto das pesquisas realizadas no Núcleo de Altos Estudos Amazônicos (NAEA) e também os estudos oriundos de parcerias institucionais nacionais e internacionais, os Papers do NAEA publicam textos de professores, alunos, pesquisadores associados ao Núcleo e convidados para submetê-los a uma discussão ampliada e que possibilite aos autores um contato maior com a comunidade acadêmica.



## **Universidade Federal do Pará**

### **Reitor**

Marcos Ximenes Ponte

### **Vice-reitor**

Zélia Amador de Deus

## **Núcleo de Altos Estudos Amazônicos**

### **Diretor**

Francisco de Assis Costa

### **Diretor Adjunto**

Tereza Ximenes Ponte

## **Conselho editorial do NAEA**

Edna Ramos de Castro

Francisco de Assis Costa

Indio Campos

Marília Emmi

## **Setor de Editoração**

E-mail: [editora\\_anae@ufpa.br](mailto:editora_anae@ufpa.br)

Papers do NAEA: [Papers\\_anae@ufpa.br](mailto:Papers_anae@ufpa.br)

Telefone: (91) 3201-8521

Paper 035

Revisão de Língua Portuguesa de responsabilidade do autor.

# PLANO REAL E OS PROBLEMAS MACROECONÔMICOS DA DOLARIZAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA

---

*David Ferreira Carvalho*

## **Resumo:**

O objetivo deste ensaio é discutir os possíveis impactos macroeconômicos que, se não forem tomadas medidas corretivas em tempo, poderão advir do atual plano do governo FHC. As desilusões criadas pelos sucessivos fracassos dos planos de estabilização, desde o governo Tancredo – Sarney até o governo Itamar – FHC, voltaram a preocupar certos setores da sociedade civil brasileira face a forte ameaça de fracasso que paira sobre o plano real. Não se pretende aqui avaliar todos os impactos do processo de dolarização que, como é patente, podem afetar a economia brasileira sob distintos ângulos. O trabalho foi organizado em quatro partes. Na primeira busca-se discutir as várias formas de dolarização e os seus impactos numa economia. Na segunda, procura-se compreender a racionalidade do plano real e o modelo de dolarização adotado. Na terceira parte, examina-se o problema advindo da dolarização da economia brasileira. Por fim, na última parte do ensaio, estuda-se os problemas externos gerados pela dolarização.

**Palavras-chave:** Plano real. Dolarização. Economia brasileira.

## 1. Introdução

O objetivo deste ensaio é discutir os possíveis impactos macroeconômicos que, se não forem tomadas as medidas corretivas em tempo, poderão advir do atual plano do governo FHC. As desilusões criadas pelos sucessivos fracassos dos planos de estabilização, desde do governo Tancredo-Sarney até o governo Itamar-FHC, voltaram a preocupar certos setores da sociedade civil brasileira face a forte ameaça de fracasso que paira sobre o plano real. Este tipo de preocupação aumentou ainda mais com a crise cambial do México e da Argentina, países latino-americanos que a semelhança do Brasil adotaram a dolarização em seus programas de estabilização. Não se pretende, aqui, avaliar todos os impactos do processo de dolarização que, como é patente, podem afetar a economia brasileira sob distintos ângulos.

O trabalho foi organizado em quatro partes. Na primeira busca-se discutir as várias formas de dolarização e os seus impactos numa economia. Na segunda, procura-se compreender a racionalidade do plano real e o modelo de dolarização adotado. Na terceira parte, examinam-se os problemas advindos da dolarização da economia brasileira. Por fim, na última parte do ensaio, estudam-se os problemas externos gerados pela dolarização.

## 2. A Macroeconomia da Dolarização

Pode-se dizer, de início, que a falta da precisão conceitual do termo **dolarização** as vezes usada de forma vaga ou imprecisa - tem dificultado bastante uma discussão mais sistematizada do problema macroeconômico da dolarização de economia brasileira. Há que se distinguir, desde já, os dois sentidos da dolarização. O primeiro significado, de natureza **microeconômica**, é geralmente empregado quando - após um certo período de hiperinflação - os agentes econômicos e a sociedade em geral passam a substituir a fraca moeda nacional - com poder liberatório garantido pelo Estado e sancionado pela própria sociedade - pela moeda forte universal-o dólar. O segundo, de natureza **macroeconômica**, serve apenas para designar a utilização explícita ou implícita da moeda estrangeira - o dólar - como **âncora** de um programa de estabilização macroeconômico sob os auspícios do Estado. <sup>1</sup>Para fins deste trabalho, se fará uso do termo **dolarização** no sentido macroeconômico.

---

<sup>1</sup> No primeiro sentido, a dolarização se constitui numa espécie de reforma monetária levada a cabo pelo mercado por cima do Estado. Trata-se, portanto, de um processo sem coordenação nenhuma do Banco Central através do qual é reintroduzido uma moeda forte não-nacional com todas as funções sociais para servir de unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor e moeda universal em substituição a fraca moeda nacional que progressivamente, por consequência da hiperinflação, foi perdendo as suas funções de servir como unidade de conta, meio de pagamentos diferidos, reserva de valor e até mesmo de meio de troca. Embora este processo tenha seu curso inevitável em países com regimes monetários onde persiste inflação alta e crônica, ele pode ser apressado ou induzido por políticas macroeconômicas erráticas do governo. Há quatro tipos de dolarização: a primeira ocorre quando a eliminação da moeda nacional e sua substituição por

Ora, numa economia com inflação alta, a aceleração do processo de dolarização pode ocorrer sempre que há um certo imobilismo por parte do governo - no sentido de deixar que as “forças do mercado” atuem livremente - ou quando o governo comete erros de avaliação de política macroeconômica, como no período do II delphinato, atrelando a desvalorização diária da taxa de câmbio à taxa da inflação doméstica.<sup>2</sup>No Brasil, a possibilidade de se beirar a perigosa **roleta russa** da hiperinflação ocorreu entre fevereiro-março de 1989. Até aí, a principal causa do fracasso dos planos de estabilização era genericamente atribuída a incapacidade do Estado em promover o necessário ajuste fiscal com vista a obtenção de posições superavitárias no orçamento fiscal. Não havia ainda uma preocupação, a exemplo da Argentina, com a questão da **dolarização crônica**.<sup>3</sup>

Em todo o processo gradual de substituição da moeda nacional, que quase nunca é completo, se conjugam dois momentos:(1)no primeiro, as transações comerciais passam a ser indexadas pela taxa de câmbio entre a moeda nacional e o dólar;(2)posteriormente, tais transações comerciais passam a ser diretamente realizadas em dólares ou em moedas indexadas em dólar. Ambas as situações tendem a ser subsequentes.

No primeiro, a taxa de inflação, **P**, passa a ser determinada pela taxa nominal de câmbio, **e**, de forma que:

$$P=e \quad (1)$$

No segundo, a taxa de aceleração ou desaceleração da inflação, **p'**, passa a depender expectativa da taxa de desvalorização nominal da moeda nacional, **e'**, de modo que:

uma moeda estrangeira, a exemplo do Panamá;a segunda se dá quando se fixa a taxa de câmbio da moeda nacional em relação a moeda estrangeira, com garantia de conversibilidade, a exemplo da Argentina;a terceira, se estabelece quando se fixa a taxa de câmbio, se garante a conversibilidade e se autoriza a circulação simultânea da moeda nacional e da moeda estrangeira, a exemplo do programa de estabilização do ministro argentino Domingo Cavallo;por último, tem-se a criação de banco central independente que seja capaz de sustentar a conversibilidade da moeda nacional a uma taxa de câmbio fixa. Trata-se de uma instituição semelhante aos Currency Board dos velhos sistemas coloniais e hoje existente apenas em Singapura e Hong-Kong. Ver Resende, André Lara. **O Conselho da moeda:um órgão emissor independente**. Rio de Janeiro, PUC-RJ, 1992. (mimeo).

<sup>2</sup> Como se sabe, na transição para a Nova República, o governo resolveu atrelar a taxa diária cruzeiro/dólar à taxa de inflação da economia brasileira. Assim agindo, o Banco Central acaba garantindo o poder de compra interno do dólar e facilitando a sua utilização como unidade de conta e reserva de valor nos contratos. Quando o Banco Central, por outro lado, recorre a compra e venda em grande escala de títulos indexados à taxa de câmbio, como forma de tentar reduzir o custo e alongar a dívida pública interna, o governo acaba enfraquecendo a legitimidade das restrições legais ao uso interno da moeda estrangeira em contratos e transações e estimulando, **ipso facto**, a generalização de pedidos de suspensão ou afrouxamento dos dispositivos legais que protegem a moeda nacional de curso legal.

<sup>3</sup> Os processos de dolarização ativa tal como na Argentina (1995), Áustria(1922), Hungria(1922 e 1946), Polônia(1922) e Alemanha(1923) devem ser distinguidas daqueles processos de dolarização passiva em que permanece a ameaça de dolarização como o caso que ronda a economia brasileira. Assim, se estabilizar uma economia com inflação crônica já é uma empreitada difícil. Se, além disso, como sucede com a Argentina e o México, a inflação crônica se expressa em termos de dolarização crônica, a política de estabilização, via taxa de cambio, é tarefa para o mito grego Sísifo.

$$P'=e' \quad (2)$$

Nesta condição, o indexador básico da economia, agora dolarizada, passa a ser dado pela taxa de câmbio. Os agentes econômicos elevam os seus preços na moeda doméstica na medida em que há desvalorização nominal da taxa de câmbio. Com isso, o indexador básico da economia torna-se a taxa de câmbio. Não há valorização ou desvalorização nominal da moeda nacional em relação ao dólar porque a inflação acompanha exatamente a taxa de câmbio. A partir daí, as transações correntes passam a ser realizadas em dólares. Se, além disso, o Banco Central autoriza depósitos de residentes - em dólares - então os pagamentos podem ser liquidados com cheques. Porém, se essa autorização não é dada pelo Banco Central, os pagamentos em dólares podem ser efetuados em papel-moeda ou pela via de transferências de fundos depositados em bancos no exterior.

Se economia alcança o auge da hiperinflação, então o estoque de dólares para as transações domésticas,  $M_x$  - os dólares correntes mais os depósitos de residentes no exterior utilizados como meio de pagamento às transações internas - excede o estoque de ativos monetários em moeda nacional,  $M_n$ , que aqui será identificado como  $M_4$ .<sup>4</sup> Quando se tem  $M_x > M_n = M_4$ , neste caso, a moeda nacional perde parte de suas funções sociais - de unidade de conta e de reserva de valor, notadamente - sobrando a de poder liberatório garantida pelo Estado pelo seu poder de **seigniorage** - para liquidar contratos de salários e arrecadar impostos - então a economia encontra-se quase totalmente indexada em dólar<sup>5</sup>. Essa indexação básica é típica das **dolarizações agudas**, a exemplo da ocorrida na Alemanha nos anos 20.<sup>6</sup>

Já na **dolarização crônica**, embora se encontre presente os mesmos elementos básicos que definem qualquer processo de dolarização, ela se diferencia da **dolarização aguda** por não se esgotar no curto período de duração de uma hiperinflação. Neste caso, os preços básicos - juros, salários, câmbio e tarifas - estão indexados em dólar. Com resultado dessa indexação, há um aumento da demanda de dólares, por parte dos agentes econômicos, para realizar as suas transações. Na medida em que a crescente quantidade de dólares, usadas pelos agentes econômicos para as suas transações comerciais, supera a quantidade da moeda nacional em circulação, completa-se o processo de

<sup>4</sup> Os meios de pagamentos podem, em função do grau de liquidez, ser classificados em quatro categorias, a saber: o  $M_1$  (papel-moeda em poder do público mais os depósitos à vista nos bancos comerciais);  $M_2$  (adiciona ao  $M_1$  os depósitos à prazo);  $M_3$  (consiste do  $M_2$  mais os depósitos de poupança); e, o mais abrangente, o  $M_4$  (adiciona ao  $M_3$  os títulos públicos e privados fora da carteira do Banco Central). A quem interessar, ver os comentários de Simonsen, Mario Henrique. & Cysne, Rubens Penha. **Macroeconomia**. Rio de Janeiro, Ao Livro Técnico, 1989. p. 14-17.

<sup>5</sup> Este fenômeno ocorreu nas hiperinflações clássicas, a exemplo da Alemanha (1923), estudadas por Bresciani-Turroni, Constantino. **Economia da Inflação**. Rio de Janeiro, Expressão e Cultura, 1989. p. 9-18.

<sup>6</sup> A dolarização aguda ocorre em período relativamente curto e dura enquanto perdurar a hiperinflação que, normalmente, tem vida curta. Ver a esse respeito os comentários de Bresse Pereira, Luis Carlos & Ferrer, Aldo. Dolarização Crônica: Argentina e Brasil. **REP**, V. 11, nº 1(41), jan-mar/1991. p. 7.

dolarização da economia, porém, nem por isso, se tem um curto período de hiperinflação seguida de uma imediata estabilidade.

Nesta condição, da mesma forma que a inflação se torna crônica na economia, a dolarização também assume a mesma natureza. A dinâmica da inflação pode evoluir, de forma acelerada no tempo, de um patamar de inflação alta para uma hiperinflação. Depois disso, os preços são parcialmente controlados, mas logo se volta a conviver com taxas de inflação elevadas - mas que não chegam a caracterizar hiperinflação - e pode-se caminhar rumo à dolarização crônica.

Como se vê, na América Latina, com exceção da Argentina, a dolarização não se tem ainda se caracterizado como uma resposta ao fenômeno da hiperinflação - quando a moeda nacional deixa de ser reserva de valor, não é mais aceita como unidade de conta e perde a sua função de intermediar as trocas - capaz de transformar a taxa de câmbio num indexador básico para a economia, a não ser em situações agudas, como foi o caso da hiperinflação boliviana.<sup>7</sup>

No Brasil principalmente, onde convivem duas taxas de câmbio - a oficial e a paralela - a taxa de câmbio oficial, até recentemente, era determinada pela taxa de inflação interna, através da sistemática política de minidesvalorização, e não pela taxa de inflação externa em dólar.<sup>8</sup>

A não-dolarização da economia brasileira, até a gestão do governo Itamar, resultava do fato de que a demanda por moeda nacional era mantida relativamente alta, mesmo em época da alta inflação. Na verdade, apesar da intensa desmonetização da moeda nacional, na sua forma  $M_1$ , os agentes econômicos eram forçados, dado o caráter indexado da economia brasileira, a buscarem refúgio no mercado financeiro nacional para a valorização dos seus capitais e, com isso, acabavam contribuindo para que a moeda nacional, no seu conceito mais amplo de  $M_4$ , se mantivesse estável - numa incessante conversão de liquidez monetária em liquidez financeira e vice-versa - e não migrasse em massa para o mercado paralelo doméstico ou para o mercado financeiro internacional.

Nesse ambiente financeiro, portanto, a presença dos indexadores domésticos - a exemplo da ORTN, OTN e BTN - acabava funcionando como moeda de conta na correção da diferença do valor monetário entre o  $M_1$  e o  $M_4$ . Com a exclusão da Argentina, nas demais economias latino-americanas, apesar de não possuírem mecanismos indexadores formais ou informais, a dolarização manteve-se

---

<sup>7</sup> Uma análise da teoria da dolarização em economias em desenvolvimento, pode ser vista em Salama, Pierre. **Dolarização**. São Paulo, Nobel, 1990.

<sup>8</sup> A política de minidesvalorização, a rigor, nunca seguiu uma fórmula perfeita, de forma que, em função da sensibilidade do **policy maker**, houve sempre valorizações e desvalorizações reais da moeda nacional, porém com o objetivo de manter a taxa de câmbio estável. Já o dólar paralelo tem variado amplamente em função da inflação e da própria variação do dólar oficial, demonstrando que o dólar no mercado paralelo não é o indexador básico da economia, a não ser para os especuladores a exemplo do mercado de imóveis. Ver a esse respeito Bresser Pereira, Luis Carlos & Ferrer, Aldo. **REP**, V. 11, nº 1(41). p. 8.

apenas como mera ameaça, isto é, não se transformou logo em dolarização crônica.<sup>9</sup> A experiência revela que, para estabilizar uma economia com inflação elevada, é necessário ancorá-la a certas variáveis críticas.

Com inflação baixa, o controle, via política monetária, da quantidade de moeda em circulação pode ser utilizada como âncora nominal. Mas, quando a inflação é crônica ou inercial, a queda brusca da taxa de inflação provoca, de imediato, uma alta da demanda por liquidez monetária e conseqüentemente uma corrida a saques nos depósitos a prazo e na poupança para gastos de consumo. Nesta condição, o governo, na ausência de uma âncora fiscal, acaba recorrendo a âncora cambial. Mas, o uso da âncora cambial, com o objetivo de combater inflação, pressupõe uma taxa de câmbio estável. E, como mostra a experiência, estabilizar a taxa de câmbio e fazê-la funcionar como âncora nominal, numa economia fortemente dolarizada, é simplesmente muito difícil. Isto porque, não só as reservas líquidas cambiais quase sempre não são suficientes, como as recorrentes variações especulativas à compra e venda de dólares tendem a fugir do controle do Banco Central.<sup>10</sup>

Na verdade, uma política macroeconômica de estabilização, com vista ao combate de inflação crônica, necessita de uma reforma fiscal, que depende do congresso, de cortes das despesas no orçamento público e de reservas líquidas para estabilizar as altas flutuações das taxas de câmbio e, conseqüentemente, os preços. Além disso, as políticas de renda são necessárias e complementares para a divisão equitativa dos custos do ajustamento e para induzir uma rápida mudança da cultura inflacionária do comportamento dos agentes econômicos.

---

<sup>9</sup> Apesar dos países latino-americanos estarem sujeitos a possibilidade de dolarizarem suas economias, o caso da dolarização crônica é específico da Argentina, onde as características definidoras da dolarização dólar como indexador, como meio de pagamento e como reserva de valor estão presentes nessa economia. Na Argentina, além da inflação e dolarização crônicas, o futuro incerto do País leva os agentes a abandonarem a moeda nacional e a buscarem o dólar para se protegerem da inflação crônica. Este comportamento defensivo, somado aos efeitos da dívida externa, explica em parte a queda da taxa de investimento e o processo de desindustrialização do parque manufatureiro desse País.

<sup>10</sup> Um perito em inflação, como Francisco Lopes, chega mesmo a afirmar, a partir dos fracassos dos planos heterodoxos do Brasil e ortodoxos da Argentina, que as condições iniciais necessárias para o sucesso de uma política econômica de congelar preços e salários, simultaneamente, com a busca do equilíbrio fiscal e cambial, são praticamente inviáveis. Nesta condição, sugere que a própria hiperinflação, ao levar a destruição da moeda nacional, e a dolarização, ao reintroduzir uma moeda forte na economia, se completariam no momento em que o volume do dólar em circulação superasse a moeda nacional. Ver a esse respeito, Lopes, Francisco. **O Desafio da Hiperinflação**. Rio de Janeiro, Campus, 1989. p. 82. Apesar disso, nada assegura que a inflação termine, já que a dolarização nunca é plena, pois a moeda nacional continua a ser utilizada para o pagamento de salários e impostos. Ademais, nada garante que o ajuste fiscal se complete e o Banco Central venha dispor elevadas reservas internacionais para controlar as flutuações da taxa de câmbio. Assim, num ambiente de duas moedas, tem-se apenas, alternativamente, inflação em moeda nacional e estrangeira.



## 2.1 O Diagnóstico para a Dolarização

Como vimos, o processo de uma inflação crônica que dá origem a uma política macroeconômica de estabilização, através da dolarização da economia, admite que desvios monetários agudos, provocados pela inflação crônica, se constituem em fenômenos quantitativamente distintos daqueles recorrentes a uma inflação moderada.<sup>11</sup>

Assim sendo, o combate a inflação crônica não seria possível de solução através dos simples instrumentos ortodoxos de contração fiscal e monetária, acompanhados ou não por políticas coadjuvantes de controle de preços e salários. Países com inflação extraordinária, seja pela sua dimensão, seja pela sua duração, levam a perda de confiança do Estado, e em particular na moeda nacional de emissão, que só pode ser enfrentada através de uma âncora cambial vinculada a uma moeda forte.<sup>12</sup>

De fato, após as frustradas experiências ortodoxas e heterodoxas dos últimos anos, chegou-se a um razoável consenso na academia de que os elementos indispensáveis ao sucesso de um programa de estabilização, em condições de inflação crônica, requereria<sup>13</sup>:

---

<sup>11</sup> Por inflação deve-se entender a alta generalizada dos preços monetários de forma contínua e permanente. Não obstante, está definição os fenômenos inflacionários são essencialmente distintos no que diz respeito às suas causas, efeitos e correções. Por isso, é preciso classificar os diferentes tipos de manifestação da inflação: (1) a inflação moderada é uma alta do nível geral de preços geralmente provocada por excesso de demanda e que se manifesta mais intensamente na fase terminal dos ciclos de expansão da atividade econômica. A operação próxima do limite da capacidade de produção e a redução dos níveis de estoques, como resultado da pressão da demanda agregada, acabam forçando a subida simultânea dos preços em diversos setores. A alta dos preços, por sua vez, acaba elevando os salários num mercado de trabalho pressionado pela demanda. Este tipo de inflação foi estudado pelos monetaristas – o mainstream macroeconômico dos anos 60 e 70 – através da Curva de Philips Expandida pelas expectativas adaptativas de Milton Friedman. Na inflação moderada, de um a dois dígitos até 20% a. a. , há um excesso de demanda agregada no curto prazo, isto é, um excesso de dinheiro tentando comprar numa economia superaquecida e no seu limite produção e os instrumentos clássicos da política monetária redesconto, contação do crédito, compulsórios e regulação da reserva legal são os mecanismos mais utilizados; (2) a inflação crônica é um processo de alta generalizada dos preços em ritmo mais acelerado e por um período de tempo suficientemente longo para que logo sejam desenvolvidos mecanismos generalizados de indexação retroativa e prospectiva nos contratos. Os agentes econômicos aprendem a conviver com a alta do nível geral de preços e a inflação se torna crônica na medida em que a aceleração inflacionária, ao adquirir um automatismo que independe das pressões da demanda agregada, incorpora uma componente expectacional ou inercial que exige um tratamento diferente; (3) a hiperinflação é um processo de violenta alta dos preços, como fase terminal de uma inflação crônica que, após longo período, tornou-se incontrolável na medida em que os agentes econômicos rejeita a moeda nacional e o governo perde todas as fontes alternativas de financiamento. Ver mais detalhes em Resende, André Lara. Da Inflação Crônica à Hiperinflação. **REP**. V. 9, 1(33), jan-mar/1989.

<sup>12</sup> Para uma discussão mais aprofundada desta questão, ver Batista Jr, Paulo Noqueira. Hiperinflação, ajuste fiscal e regressão financeira. **Novos Estudos CEBRAP**. n° 36, julho/1993. p. 153-160; ver ainda do mesmo autor Reforma monetária como âncora interna: uma alternativa à dolarização. **Indicadores Econômicos FEE**. 21(2), agos/ 1993.

<sup>13</sup> Após os sucessivos fracassos dos planos de estabilização no Brasil, que abriram o debate entre as propostas de estabilização substitutivas entre os ortodoxos e heretodoxos, chegou-se ao consenso da possibilidade

- Supressão da componente expectacional da inflação crônica, ou seja da inércia, através da conversão dos contratos para uma nova moeda, de forma que se preserve, no novo ambiente de estabilidade, os preços e salários reais médios que se materializariam às taxas de inflação correntes;
- Eliminação das expectativas inerciais por intermédio de âncoras nominais para os preços básicos;
- Controle monetário através de limites nominais a expansão da liquidez e do crédito;
- Redução do déficit público de forma a adequá-lo com as fontes de financiamento não-monetário dentro dos limites da expansão do crédito doméstico.

É claro que a credibilidade e a viabilidade das âncoras nominais, além dos primeiros meses de um programa de estabilização, certamente irão depender da eliminação das causas estruturais das pressões inflacionárias, o que remete ao problema da reforma da constituição - que envolvem revisões e emendas - com o objetivo de recompor o padrão de financiamento público e privado em outras bases.

De qualquer maneira, ancorar uma moeda nacional fraca significa, em última instância, subordinar um dado o padrão monetário nacional ao padrão monetário internacional, isto é, ao padrão do dólar norte-americano. Portanto, admitir este diagnóstico significa também abdicar do poder de **seigniorage** do Estado, ou seja, da perda do monopólio estatal da emissão primária da moeda nacional e também da falta de lastro para a inserção da economia nos negócios com o resto do mundo. Não é por acaso, portanto, que o diagnóstico da dolarização pressupõe a regressão, as vezes, as formas primitivas de organização e regulação da moeda nacional ao estilo do superado padrão-ouro.<sup>14</sup>

Na gestão do governo Itamar, quando então a pasta do Ministério da Fazenda passou a ser ocupada pelo Ministro FHC, desconfia-se que uma das variantes da dolarização - o **currency board** - tenha sido discutida entre a assessoria do Ministro. O **currency board**, enquanto conselho monetário,

---

delas serem complementares e não excludentes. Neste caso, as duas primeiras diretrizes da proposta incorporaria os componentes heterodoxos e as últimas controle monetário e fiscal os ortodoxos.

<sup>14</sup> A semelhança da dolarização como movimento regressivo ao padrão-ouro reside não apenas na fixação da taxa de câmbio com a moeda de lastro, na conversibilidade da moeda nacional e na subordinação da base monetária às reservas internacionais sob o controle do Banco Central, mas também no fato de que estas regras representam compromissos, na maioria das vezes fixados em lei, e não apenas simples decisões de política macroeconômica anunciadas pela autoridade monetária ou pelo governo. No que refere ao Brasil as propostas do FMI e do Banco Mundial seguem o mesmo figurino e o que é pior sugerem a criação de um **Currency Board** um Conselho Monetário nos moldes dos velhos regimes monetários do colonialismo europeu. Ver a esse respeito Walters, Alan. *Currency Boards*. In: Milgate, John et ali (Orgs). **The New Palgrave Money**. The MacMillan Press, 1989; e Walters, Alan. *History of Currency Boards*. In: **Conference on Currency Substitution and Currency Boards**. World Bank. Washington D. C. , 27-28 January/1992. (mimeo).

é uma instituição emissora independente encarregada de produzir moeda conversível - a uma dada taxa de câmbio fixa - e lastreada integralmente por reservas de liquidez internacional, sobretudo o dólar.<sup>15</sup>

## 2.2 O Ambiente Internacional Favorável à Dolarização

A dolarização de uma economia, com dificuldades inflacionárias crônicas, sem dúvida depende do sistema financeiro internacional. Assim, quanto maior for a disponibilidade em dólares e menores as taxas de juros do mercado financeiro internacional, maiores são as condições de atratividade de uma dolarização. A oferta de liquidez externa, por sua vez, pode depender da dinâmica cíclica das economias centrais e das políticas monetárias emissoras, praticada pelos Bancos Centrais, de moedas fortes de aceitação universal.

No caso brasileiro, o sistema financeiro internacional depende da orientação do **FED** - o Banco Central dos EUA. Na verdade, o relativo sucesso dos programas de estabilização na América Latina, ancorados no forte dólar norte-americano, não está dissociado da política monetária expansionista do FED, no início dos anos 90, da queda da demanda por crédito, das reduzidas taxas de juros externas e da redução das oportunidades de investimentos rentáveis nos EUA e nos demais países desenvolvidos. Por certo, são estes os fatores conjunturais que explicam a entrada dos novos capitais no Brasil, desde o começo dos anos 90, mais do que a propalada confiança nos programas de estabilidade dos países sul-americanos.

Na ausência dessas condições, isto é, de sobreabundância de liquidez internacional, não seria possível compatibilizar o reaparecimento de déficits na conta de transação correntes, com processos desmonetização lastreados na acumulação de reservas internacionais pelos Bancos Centrais dos países com programas de estabilização. De fato, no começo dos anos 90, os países da América Latina - a exemplo do México, Argentina e Bolívia - que adotaram a dolarização das suas economias, em geral, a queda da inflação resultou de programas de estabilização que combinaram políticas de ajuste fiscal, privatização de empresas públicas, política monetária contracionista, política de monitoramento de preços e salários, controle das tarifas públicas, liberalização comercial, juros elevados e aumento do fluxo de entrada de capitais externos.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> Esta estranha idéia de submeter o Brasil ao padrão monetário do **currency board** remonta aos trabalhos encomendados pelo Banco Mundial a economista fora da instituição, dentre os quais, o economista americano da escola de Chicago Allan Meltzer. Ver Meltzer, Allan. **Inflation and Money in Brazil**. World Bank, april august/1991. (mimeo). Essa abordagem, posteriormente, encontrou defensores no Brasil. Ver a esse respeito a posição de Resende, André Lara. Sem moeda forte, não se tem nada. **Exame**, julho/1992; ver, ainda, Silva, Adroaldo Moura da. Embusca da estabilidade de preços. **Informações Fipe**, nº 145, set-out/1992.

<sup>16</sup> Como acertadamente foi observado, a queda da inflação na Argentina e no México, por exemplo, não se explica apenas pelos ajuste fiscais e patrimoniais, mas também pela política de sobrevalorização da moeda

Os países que adotaram tais programas de estabilização dolarizados, segundo o receituário do FMI, recorreram a ancoragem cambial referenciada ao dólar, precedida de conversibilidade da moeda nacional, de subordinação da base monetária às reservas internacionais e do uso interno da moeda estrangeira sem restrições legais e administrativas que pudesse proteger a moeda nacional da desleal concorrência de moedas estrangeiras de liquidez universal.<sup>17</sup>

No entanto, no Brasil, até antes do Plano Real, o quadro era oposto. De fato, com o Banco Central tentando estabilizar o câmbio real, perdia-se a possibilidade de controlar o câmbio nominal e assim a inflação persistia. Mas, em compensação, o superávit comercial mantinha-se alto o suficiente para garantir superávits na conta de transações correntes e a entrada de capitais não necessariamente resultava em ampliação do endividamento líquido do País. No primeiro semestre de 1994, o governo do presidente Itamar, com baixo índice de popularidade, resolveu convidar o ministro FHC para comandar a política econômica do País.

A proposta da sua equipe técnica de estabilizar a moeda brasileira com base numa âncora cambial e de medidas adicionais de dolarização apresentadas como uma decisão unilateral de uma nação soberana, foi muito bem recebida pela comunidade financeira internacional. No entanto, já no dia lançamento do Plano URV, ficava bem caracterizada a subordinação da moeda nacional ao padrão-dólar sem que houvesse qualquer tipo de compromisso do banco emissor da moeda âncora - o **Federal Reserve** - de colaborar para a sustentação da taxa de câmbio fixa ou prefixada.<sup>18</sup>

Apesar das dificuldades, alguns fatores induziram o governo brasileiro aceitar um programa de dolarização da economia brasileira. O fato é que o governo brasileiro, mesmo acuado por uma alta aceleração inflacionária, só superada em intensidade pela hiperinflação de 1989-1990, possuía um

---

doméstica em condições de liberalização comercial e financeira, num momento de abundante liquidez e taxas de juros baixas nos mercados internacionais da área do dólar, que permitiu a esses países absorver recursos financeiros externos para fechar o desequilíbrio da conta de transações corrente do balanço de pagamentos. Ver a esse respeito os comentários de Tavares, Maria da Conceição. As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência. In: Tavares, Maria da Conceição & Fiori, José Luis. (Org). **Desajuste Global e Modernização Conservadora**. São Paulo, Paz e Terra, 1993. p. 88-89.

<sup>17</sup> Por **âncora cambial** deve ser entendida uma regra de variação para a taxa de câmbio nominal com o dólar, ou outra moeda forte escolhida, o que pode significar congelamento, prefixação ou definição de faixas de variação (bandas) para a taxa de câmbio nominal. A **conversibilidade** da moeda nacional implica em supressão total ou parcial dos controles cambiais e de restrições de acesso ao mercado de câmbio. A **subordinação da base monetária às reservas internacionais** significa a introdução de uma regra rígida de criação de moeda primária nacional que passa a ficar condicionada a igual contrapartida de reservas externas adicionais no banco central ou no currency board. O **uso interno de moeda estrangeira**, por sua vez, significa eliminação de quaisquer restrições à sua circulação doméstica, à criação de créditos e depósitos em dólar e a utilização do dólar como indexador de contratos. Enfim, a perda da soberania monetária de um país.

<sup>18</sup> Neste particular as âncoras cambiais dos países latino-americanos, baseadas no dólar, são muito mais assimétricas, no sentido de serem unilaterais, do que as âncoras da Europa ocidental, com base no marco alemão, que resultavam de entendimentos multilaterais e compromissos por parte do banco central alemão de ajudar os bancos centrais dos países consorciados a manter as taxas de câmbio dentro das faixas combinadas.

trunfo dado pelos crescentes superávits na balança de transações correntes.<sup>19</sup> Neste contexto, não é à toa que a âncora cambial apresentasse fortes atrativos à sua aceitação nos países com inflação crônica, já que a dolarização provoca a queda da inflação e uma reativação das atividades econômicas. De fato, a redução do imposto inflacionário incidente sobre a liquidez dos segmentos com menor ou quase nenhum acesso às moedas indexadas, provoca o efeito riqueza do que resulta o aumento do poder de compra dos salários e uma transferência de renda para os setores de maior propensão marginal a consumir. O que de fato vem ocorrendo no caso brasileiro.

Com inflação alta, os agentes econômicos se defendem embutindo nas taxas de juro nominais prêmios de riscos e incertezas apreciáveis como **hedge** contra as expectativas de desvios da inflação e do câmbio. A queda da inflação reduz esses prêmios de riscos e incertezas e pode trazer a possibilidade de expansão e alongamento dos fluxos de crédito, desde que se instale no seio dos agentes econômicos um estado de confiança que, ainda que transitório, acabe afetando o comportamento futuro da taxa nominal de câmbio fixa ou prefixada.<sup>20</sup> Havendo confiança na expectativa de apreciação da taxa de câmbio real, esta atua no sentido de reduzir o custo do crédito.

Assim, na presença de mobilidade de fluxos de capitais externos, a taxa de juros interna reflete a taxa de juros externa, a desvalorização esperada e o risco cambial.<sup>21</sup>

A âncora cambial pode reduzir, pelo menos num primeiro momento, o componente risco e induzir a uma tendência de valorização da taxa de câmbio real que será tanto mais acentuada quanto maior for a inércia da taxa de inflação e a incerteza em relação aos fundamentos básicos do programa de estabilização nas áreas fiscais e monetárias.<sup>22</sup> Por outro lado, a apreciação da taxa nominal de câmbio acaba deprimindo a demanda agregada via a perda da competitividade das exportações

---

<sup>19</sup> Além dos superávits na balança comercial, há uma expansão do comércio exterior e os déficits na conta serviços estavam sendo atenuados pela queda das taxas de juros internacionais. Por outro lado, a conta de capitais do balanço de pagamentos vinha registrando ingressos elevados, em função das altas taxas de juros interna, pela alta disponibilidade de capitais de fontes privadas estrangeiras em busca de valorização e por repatriações de capitais de residentes brasileiros em outros países. Como resultado, as reservas cambiais líquidas cresceram num ritmo bastante acelerado.

<sup>20</sup> A recuperação do crédito tende a ser mais rápida quando há a dolarização dos depósitos e créditos no sistema financeiro doméstico, a exemplo do que aconteceu no México e na Argentina. Sobre o Estado de confiança dos agentes em situações de hiperinflação, ver Costa, Fernando Nogueira. *Estado de Confiança e Hiperinflação. Texto Para Discussão* nº10. Campinas, IE/UNICAMP, 1989. Ver ainda a análise dos efeitos da política de ajustamento macroeconômico do Plano Cruzado em Carvalho, David Ferreira. **Impactos Financeiros do Ajustamento Macroeconômico na Economia Brasileira à Crise cambial dos Anos 80.** Belém, UFPa/ DMME, 1995.

<sup>21</sup> Sobre este aspecto, ver os comentários de Rodrigues, Carlos Alfredo. *The Argentine Stabilization Plan of December 20th. World Development.* 10(9), 1982.

<sup>22</sup> A médio prazo a expectativa dessa tendência de valorização pode até ampliar a demanda por crédito externo e mesmo pressionar para baixo as taxas de juros doméstica se houver abundância de liquidez no mercado financeiro internacional.

domésticas no mercado externo. Mas, atenção, isso não significa que, pelo menos no curto prazo, possa ocorrer uma recessão econômica, particularmente em países com baixo grau de abertura comercial, como o caso do Brasil.<sup>23</sup>

Mesmo em economias abertas, pode-se pressupor que o impacto inicial de um programa de estabilização, com ancoragem cambial, seja de natureza expansiva, já que a elevação do poder de compra dos salários e a tendência de taxa de juros em queda têm efeitos mais rápidos sobre a demanda agregada do que a perda da competitividade dos setores exportadores. Em suma, um programa de estabilização com ancoragem cambial costuma produzir, pelo menos na sua fase inicial, queda da inflação e dos juros reais, recuperação da taxa do salário médio real, reativação do nível da atividade econômica e a ampliação da entrada de capitais externo.

Por tudo isso que, como já sabia a equipe de FHC, o plano real mais do que um programa econômico se constituiu num programa político com **marketing** suficiente para ganhar as eleições de presidente da república em 1994 em prol de FHC.

Não obstante, nem tudo é como parece, programas de estabilização com base em ancoragem cambial têm sérios problemas a longo prazo. Assim não fosse, não seriam tantas as frustradas tentativas de política estabilização cambial.

Veremos agora, a partir do item 3, as possibilidades de sucesso que esse modelo de programa com dolarização cambial trás para uma economia continental com as características estruturais da economia brasileira.

### **3. O Plano Real e o Modelo de Dolarização Adotado no Brasil**

Na verdade, os economistas da PUC/RJ, particularmente André Lara Resende, já vinham discutindo a algum tempo uma proposta radical de acabar com a inflação inercial indexando a moeda ao dólar.<sup>24</sup>A proposta alternativa partia das seguintes premissas:

1-Os fatores primários da inflação - déficit do setor público e a política monetária - deviam estar sobre controle. Não deveria haver pressão exagerada da demanda a ponto de promover reajustes nos preços básicos - fortes desvalorizações cambiais, aumento de salários, elevação de juros e de tarifas públicas - e nem nos preços relativos dos bens agrícolas e industriais, numa palavra,

---

<sup>23</sup> Ver análise de Kiguel, Miguel & Liviatan, Nissan. The Business cycle associated with exchange rate-based stabilizations. **The World Bank Economic Review**. 6(2), may/1992.

<sup>24</sup> Ver análise da dupla Arida, Pérsio & Resende, André Lara. O Brasil nos primórdios da década de 80. **REP**, 5(1), jan-mar/1985;e de Resende, André Lara. A moeda Indexada:nem mágica, nem panacéia. **REP**, 5(2),

realinhamento prévio dos preços em geral. <sup>25</sup>Ademais, é necessário que, após sucessivos superávits na balanço comercial, o Banco Central disponha de reservas cambiais suficientes para evitar gargalhos nas importações necessárias a manutenção pelo menos do nível normal da atividade econômica;

2-Nestas condições, supõe-se que a aceleração inflacionária é essencialmente inercial, isto é, que os preços sobem hoje porque subiram ontem de acordo com o perverso mecanismo da catraca de uma economia formalmente indexada.

Não se deseja aqui discutir a validade absoluta dessas premissas, pois o que realmente importa para essa proposta é que a parte substancial da inflação é a sua componente inercial, ou seja, é preciso zerar a memória dos agentes econômicos para que os preços fiquem próximos da estabilidade desejada de forma a se poder fazer o ataque, num segundo momento, as causas primárias da inflação<sup>26</sup>. Assim, aceita tais premissas, as medidas tomadas pelo atual programa de estabilização de FHC, com ancoragem cambial, resumem-se nos seguintes pontos básicos:

a- Introdução, a partir de uma data pré-fixada, de uma nova moeda indexada que, no Plano de FHC, foi a URV que passou a funcionar como moeda de conta para fechar os contratos. Esta URV, não só guardou uma paridade fixa com uma cesta de indexadores domésticos - com conversão pro-rata-dia para trás - como também ficou atrelada a política cambial tendo por trás o dólar como verdadeiro indexador universal confiável dos agentes econômicos.

b-A correção monetária passou a ser fixada pela relação URV/dólar que, posteriormente, foi transformada em relação real/dólar. Neste ponto, o real assumiu a função da URV, enquanto moeda de conta, e mais as de meio de pagamento e de reserva de valor. Recompunha-se assim, plenamente, a moeda nacional enquanto uma moeda forte com suas funções sociais restabelecidas.

A partir data do início do programa de estabilização e da introdução da nova moeda - o real - o sistema bancário brasileiro passou a converter, sem limites, o velho cruzeiro real em real. Essa medida foi crucial para evitar que o aumento da velocidade de circulação do cruzeiro real pudesse reativar a inflação medida na velha moeda. <sup>27</sup>Todos os depósitos à vista no sistema bancário e todas as transações no sistema financeiro passaram a ser contabilizadas em real. Da mesma maneira, os

---

abr-mai/1985;Lopes, Francisco Lafaiete. Inflação Inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. **REP**, 5(2). abr-mai/1985

<sup>25</sup> Ora, hoje se sabe que o processo de realinhamento de preços, numa economia com inflação alta, sempre é difícil, pois enquanto alguns agentes saem na frente corrigindo antecipadamente os seus preços, outros ainda estão prestes a fazê-lo.

<sup>26</sup> As propostas de Resende estão contidas em Resende, André Lara. A moeda indexada:uma proposta para eliminar a inflação inercial. **REP**, 5(2), abr-jun/1985.

<sup>27</sup> A conversão se dava a partir de 30/06/1994 na relação 1URV=Cr\$2. 780.

contratos em geral convertidos em real, inclusive os do mercado de trabalho, passaram a ser vantajosos para os agentes econômicos.<sup>28</sup>

Como se observa, a grande vantagem do plano real foi que, ao contrário dos planos exclusivamente ortodoxo ou heterodoxo, não foi preciso se congelar os preços, nem se recorreu a choques ortodoxos ou ao gradualismo monetário, e nem tampouco a sequestro de liquidez da economia. Mesmo assim, os sérios problemas ligados a ancoragem cambial do plano real iriam aparecer.

Antes, porém, de abordarmos esse enigmático problema, faremos um esforço formal de compreensão desse modelo cambial.

### 3.1 Um Modelo Macroeconômico Formal de uma Economia Aberta Dolarizada

Nesse modelo macroeconômico supõe-se, de forma simplificada, uma economia aberta na qual registram-se no balanço de pagamentos as contas de transações correntes - balanço comercial e de serviços e transferências unilaterais - e a conta movimento de capital - onde são registrados as compras e vendas de ativos entre os residentes domésticos e o resto mundo.<sup>29</sup>

Nesta condição, tem-se a taxa de câmbio real,  $R$ , que é dada pela razão entre os preços dos bens estrangeiros,  $P_f$ , medidos em dólares,  $e$ , e os preços dos bens domésticos,  $P$ . Portanto, pode se escrever:

$$R = e \cdot P_f / P$$

Supondo que os gastos dos residentes doméstico,  $DA = C + I + G$ , isto é, a demanda agregada interna,  $DA_i$  - consumo, investimento e gastos do governo - tenha duas componentes a parte autônoma,  $A$ , e a induzida pela renda,  $Y$ . E que os gastos dos bens domésticos, em geral, seja  $A + NX$ , sendo  $NX$  o valor das exportações líquidas, isto é, as exportações,  $X$ , menos as importações,  $M$ . Tendo em conta que  $DA = DA(Y, i)$  ou seja, que os gastos domésticos dependem da renda nacional,  $Y$ , e dos juros internos,  $i$ . E que o mercado externo é dado por,  $NX = X(Y_f, R) - M(Y, R)$ , sendo,  $Y_f$ , a renda dos

<sup>28</sup> A moeda indexada diariamente, a partir da variação do dólar, equivale à indexação total e instantânea da economia. Com isto, não tem sentido mais medir a inflação em cruzeiros reais e logo desaparecem, portanto, os problemas de indexação e de inércia inflacionária. Também desaparecem os falsos problemas, como as tentativas de eliminar o déficit nominal ou a Necessidade de Financiamento do Setor Público, já que em real o déficit nominal é igual a déficit operacional. Ver Resende, André Lara. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. op. cit. p. 132-133.

<sup>29</sup> O superávit do Balanço de Pagamento (SBP) = superávit da conta de transação corrente (STC) + superávit da conta movimento de capital (STK). Assim, quando  $STC > 0$  e  $STK > 0$ , ou  $STC > STK$  ou  $STK > STC$ , há superávit desde que  $SBP > 0$ . Se  $STC < 0$ ,  $STK < 0$ , então há déficit desde que  $SBP < 0$ . Tem-se  $BP = NX(Y, Y_f, R) + CK(i - i_f)$ , onde  $NX$  = balanço de transações correntes e  $CK$  = conta movimento de capital. Para que haja superávit é preciso que  $NX > 0$  e  $CK > 0$ . Para que haja equilíbrio, isto é,  $BP = 0$ , então  $NX = CK$ .



agentes não-residentes e,  $CK$ , a conta movimento de capital, tal que  $CK=CK(i-i_f)$  e,  $i_f$ , a taxa de juros externa, enquanto,  $v$ , mede a sensibilidade de  $NX$  em relação a  $R$ .

No mercado de ativos financeiros, a oferta monetária real,  $M/P$ , é controlada pelo Banco Central emissor, e a demanda por liquidez,  $L=kY-hi_f$ , em que as duas elasticidades renda,  $k$ , e juros da demanda,  $h$ , são positivas, isto é,  $k>0$  e  $h>0$ , determinam a taxa de juros doméstica.

Então, tem-se:

$$P=e$$

$$P'=e'$$

$$Y=DA_i + NX + CK + vR \quad (3)$$

$$DA_i=A + cY - bi \quad (4)$$

$$A=C_a + I_a + G_a \quad (5)$$

$$NX=X-mY+vR \quad (6)$$

$$CK=ck(i-i_f) \quad (7)$$

$$R=e \cdot p_f/p \quad (8)$$

$$M/P=kY-hi_f \quad (9)$$

$$i=i_f \quad (10)$$

$$1-c=s \quad (11)$$

Das equações acima pode-se encontrar a partir de (9) o nível de equilíbrio da renda, tal que:

$$Y=(1/k \cdot M/P+hi_f) \quad (12)$$

ou ainda, 
$$Y=1/s+m[A-bi+X+vR+ck(i-i_f)] \quad (13)$$

Igualando a equação (12) a (13) e resolvendo em função de  $R$ , tem-se:

$$R=\{[(s+m)M/Pkv] + [(s+m)h+kb-ck]i_f/kv+cki-(A+X)/v\} \quad (14)$$

Entretanto, deduzindo da equação (6), tem-se:

$$e=R \cdot P_f/P \quad (15)$$

Substituindo (14) em (15), fica:

$$e=P_f/P \{[(s+m)M/Pkv]+[(s+m)h+kb-ck]i_f/kv+cki-(A+X)/v\} \quad (16)$$

Tomando-se as duas equações iniciais (1), (2) e mais a (16), e também fazendo  $P'=P=e'$ , (17), tem-se, finalmente:

$$P' = P_f/P \{ [(s+m) \cdot M/Pkv] + [(s+m)h + kb - ck]i_f/kv + cki - (A+X)/v \}$$

Como se observa, os preços domésticos esperados dependem das taxas de juros internas e externas, se  $i > i_f$  ou  $i < i_f$ , da taxa de câmbio nominal, das políticas fiscal e monetária e da capacidade das exportações líquidas proporcionarem os saldos positivos no balanço de pagamentos.<sup>30</sup>

### 3.2. Um Esquema do Regime Monetário Brasileiro

A complexidade do regime monetário-financeiro nacional e de sua articulação com o sistema financeiro internacional - sob o domínio do dólar - e a inflação brasileira, pode ser sinteticamente representada pela figura nº 1. Na leitura desse esquema, a parte inferior a esquerda expressa o conflito distributivo como resultado da inflação inercial. A parte inferior a direita, mostra o comportamento das transações correntes que interferem na dívida externa que, por sua vez, impacta a inflação doméstica através da desvalorização ou valorização da taxa de câmbio.

No nível intermediário à esquerda, posiciona-se o orçamento do governo de receitas fiscais e gastos públicos. No mesmo nível e do lado direito, tem-se o financiamento do déficit e o pagamento da dívida interna através da recorrência a empréstimos internos e/ou externos. Para isso, às vezes, o governo é obrigado a recorrer a senhoriagem. Mas, o crescente aprofundamento do déficit operacional acaba induzindo a redução da emissão direta e ampliando o lançamento diários de títulos do tesouro nacional, através do Banco Central, no mercado financeiro doméstico, como pode ser visto na parte superior direita. No entanto, para vender e comprar títulos públicos, o Banco Central acaba forçando a subida da taxa de juros interna - para captar poupanças domésticas - e esta passa a servir como taxa de referência para os mercados financeiros privados. Além disso, quando os juros internos sobem acima dos juros externos, capitais líquidos externos são atraídos.

Na parte superior esquerda, a moeda nacional acaba perdendo parte das suas funções sociais - unidade de conta e reserva de valor - devido a inflação. Com isso, além da subida dos preços em face do conflito distributivo, o nível geral de preços sobe porque todos os ativos financeiros líquidos indexados rendem altos juros nominais. Assim, a moeda nacional se torna causa ativa da inflação. Neste caso, a saída para eliminar a aceleração inflacionária - proposta pelo FMI e Banco Mundial - se dá quase sempre através de um programa de estabilização com a dolarização da economia.

<sup>30</sup> Uma discussão sobre a política cambial no Brasil pode ser encontrada em Zini Jr, Alvaro Antonio. **A Política cambial em discussão**. São Paulo, FEA/USP, 1989. (mimeo)

Vejam, sinteticamente, o que ocorreu as três experiências latino-americanas de dolarização da economia.

### 3.3. Abertura Externa e Crescimento Desequilibrado

Observando-se as estratégias adotadas pelo Chile, Argentina e México, verifica-se que, nos três casos, houve queda imediata dos preços com a utilização da taxa de câmbio como arma antiinflacionária. Nos três casos, a queda da inflação foi acompanhada de recuperação econômica.<sup>31</sup> O crescimento econômico, nos três casos, se fez dentro do ideário neoliberal. Assim, num contexto de abertura externa, houve uma progressiva liberalização dos mercados e arrefecimento da inflação.

No entanto, em todos os casos, o uso da taxa de câmbio como instrumento de ajuste, conjugado com um “boom” importador, levou a consequente deterioração do balanço comercial. Assim, em lugar de superávits, passou-se a ter déficits que voltaram a ameaçar o equilíbrio no balanço de pagamento, como demonstra a tabela nº1. Note-se que, com a abertura comercial, as importações que mais cresceram foram os bens de consumo. Além disso, a liberação sem controle das importações, acabou debilitando a indústria nacional - devido a concorrência externa - gerando desemprego e piorando a distribuição de renda.

De fato, a liberação do mercado financeiro externo e a desregulamentação dos movimentos do capital internacional - num ambiente de forte restrição da oferta doméstica de crédito e de altas taxas internas de juros - implicaram em grandes ganhos especulativos para os capitais externos voláteis. No entanto, qualquer crise interna ou externa, pode interromper esses fluxos de capital. Em síntese, as experiências desses países mostram que o modelo ortodoxo-liberal para alcançar a estabilidade de preços, através de taxas de câmbio fixa, tem de sacrificar o seu parque industrial e piorar as condições de renda e de vida da população.

No caso do Brasil, o plano real conseguiu, após oito meses de vigência, baixar a taxa de inflação mensal em torno de 1%. Esta foi a principal conquista do plano de FHC, já que os analistas viticiavam que a inflação ficaria num patamar entre 10 a 20% a. m. devido a forte possibilidade da explosão dos gastos públicos num ano de eleição. Mesmo assim, o superaquecimento do consumo, sobretudo das camadas sociais de renda mais baixa, passou a preocupar o governo face o efeito riqueza resultante da queda da inflação. Nesse caso, novas medidas corretivas foram tomadas, às proximidades das festas natalinas, a exemplo da redução dos prazos de vendas, aperto no crédito e manutenção de taxas de juros reais altas.

---

<sup>31</sup> Ver os comentários de Gontijo, Cláudio. Política de Estabilização e abertura externa: uma análise comparativa do Chile, da Argentina e do México. **REP**. v. 15, nº1(57), jan-mar/1995.

Mas, enquanto o governo ganha tempo e se prepara para enfrentar as reformas estruturais no Congresso - a reforma tributária, previdenciária, patrimonial e administrativa - levou adiante, de forma acanhada, a privatização de algumas de suas empresas estatais, cortou gastos públicos e contou com o IPMF. Os resultados agregados, recém divulgados pelo IBGE, demonstram que o PIB cresceu 5, 7% em 1994, com destaque para a lavoura(10%), indústria(7, 9%), a construção civil(5, 9%) e o comércio(5, 9%). O êxito do plano real, sobretudo a partir do 4º trimestre de 1994, e a previsão para o ano de 1995, pode ser visto na tabela nº 2.

Como registra a tabela nº 2, a taxa da inflação brasileira apresentou uma nítida e acentuada desaceleração até setembro de 1994. A partir desse mês, houve uma tendência de alta em função aquecimento do consumo em geral - em particular de veículos e não-duráveis. Isso obrigou o governo a tomar medidas enérgicas de contenção do crédito e de subida da taxas de juros interna. Não obstante, o governo promoveu, no mesmo período, uma forte concorrência doméstica como os importados, sobretudo de bens duráveis e, com isso, abriu perigosamente o franco externo com o surgimento de déficits no balanço comercial, apesar dos desmentidos oficiais. <sup>32</sup>Vejamos, na sequência, os efeitos dessas medidas.

#### **4. Problemas Macroeconômicos no Front Externo**

Como vimos, num ambiente de inflação crônica, não há estabilidade de preços sem credibilidade monetária. Antes do plano real, a moeda nacional tinha perdida as funções de reserva de valor e de unidade de conta e só conservava, ainda que por força de lei, o seu poder liberatório de meio de pagamento. As próprias reformas estruturais, inclusive a fiscal, passam por uma recuperação da credibilidade da moeda que, em economias com inflação crônica, exige a criação de uma nova unidade de conta referenciada a algum tipo de âncora nominal. Na impossibilidade de se dispor de fortes âncoras fiscais ou monetárias, recorre-se a âncora cambial sustentada pelo dólar.

No Brasil, a orgia de consumo dos importados, em todo o 2º semestre de 1994, justificada pelos neoliberais, como uma ampla abertura externa para a inserção do Brasil no contexto internacional, começou a dar os primeiros sinais da crise cambial de uma economia dolarizada. De fato, com o câmbio valorizado, as exportações começaram a cair - rebaixando a competitividade dos produtos brasileiros no mercado mundial - enquanto as importações passaram a subir perigosamente.

Apesar de alertada, a equipe técnica do governo FHC, além de tentar esconder os fatos, não deu ouvidos as críticas e nem considerou as experiências negativas dos países vizinhos. Em janeiro de 1995, a taxa de câmbio efetiva real voltou a apresentar ligeira valorização de 0, 3%. A apreciação do

câmbio, neste mês, foi explicada pela desvalorização do dólar frente a cesta de moedas fortes. Mas, a essa altura, a supervalorização do real provocava, pelo terceiro mês consecutivo, um déficit acumulado no balanço comercial de US\$1.666 milhões dólares. As previsões de se manter um déficit comercial de US\$500 milhões/mês, traria um resultado negativo no balanço de pagamento de 1995 de US\$ 6.000 milhões.

Não é à toa que o governo, temeroso com o efeito México e Argentina, resolveu deixar de queimar suas reservas com a importação de bens de consumo. Assim é que, após ter elevado os impostos sobre as importações de carros estrangeiros em 32% e reduzido os prazos de crédito para veículos para quatro meses, a um mês atras, volta agora, no final de março de 1995, a elevar a alíquota para 70% sobre as importações de veículos e outros 100 bens duráveis. O objetivo destas medidas, além buscar conter o aumento das importações queimadoras de divisas, é tentar recuperar a credibilidade dos capitais voláteis e especulativos que circulam no mercado financeiro doméstico. Na sequência, o comportamento da política monetária e fiscal

#### 4. 1. Remonetização e desmonetização da economia

No início do plano real, o governo trabalhou com programa monetário rígido, pelo lado do  $M_1$ , com a finalidade de dispor de uma ancoragem monetária para controlar a oferta da liquidez monetária, inclusive com alta taxa de juros, para segurar a demanda agregada. A previsão, até então, era ir liberando gradualmente volume de meios de pagamento. O limite original da base monetária, fixado pela Medida Provisória nº 731, de 25. 11. 94, era de 13, 33%, correspondendo a R\$14, 5 bilhões. Depois, com o aumento do nível de atividade, o voto CMN nº 215, de 21. 12. 94, autorizou a elevação desse limite de 4%, fixando um novo patamar de US\$15, 1bilhões, ou seja, 17, 8% acima do saldo final do mês de setembro, como mostra a tabela nº 3.

Em compensação os meios de pagamento, o  $M_1$ , saltaram de R\$16 bilhões, em outubro, para cerca R\$ 23 bilhões, em dezembro de 1994. Houve, neste período, um nítido processo de remonetização da economia como resultado da pressão da demanda agregada conforme pode ser visto na tabela nº 4. Mesmo assim, a participação dos ativos monetários,  $M_1$ , no total dos ativos financeiros, só chegou a representar 13%. O restante dos ativos não-monetários ainda era expressivo o suficiente para caracterizar um represamento financeiro devido as altas taxas de juros, como mostra a tabela nº5.

Com isso, apenas os setores da indústria de bens de consumo duráveis e não-duráveis e o comércio cresceram. Porém, a indústria de bens de capital, por falta de encomendas, teve um baixo desempenho. Em 1994, o setor de bens de capital faturou cerca de US\$5, 1bilhões - valor 1, 8% menor

---

<sup>32</sup> ver VEJA, nº 7, de dezembro de 1994 e nº 8 e 9, de jan/fev/1995

que 1993 - segundo a ABDIB (Associação Brasileira para o Desenvolvimento das Indústrias de Base). As vendas externas fecharam, em 1994, com US\$692 milhões. Houve uma redução das exportações de 29,35% com relação a 1993<sup>33</sup>.

#### 4. 2. Mercado de Câmbio e as Reservas Internacionais

O mercado de câmbio do segmento de taxas livres acusava, em dezembro de 1994, um déficit de cerca de US\$ 1,2 bilhões, bem superior aos US\$223 milhões registrados em novembro. Esse resultado compreendeu um déficit nas operações comerciais de US\$ 502 milhões e um fluxo negativo das transações financeiras de US\$ 682 milhões. Em novembro, o volume de captação de recursos externos atingiu US\$ 3,6 bilhões, com queda de 21,5% em relação ao fluxo de outubro, devido a retração dos capitais na forma de investimento. Os investimentos em moeda no exterior, em novembro, proporcionaram ingressos da ordem de US\$ 1,9 bilhões, bastante inferior aos US\$ 3,5 bilhões observado em outubro.

Em novembro de 1994, a posição das reservas internacionais era de US\$ 39,5 bilhões - no conceito de caixa - e de US\$ 41,9 bilhões em termos de liquidez internacional. Não obstante, a política de bandas de câmbio, ao gerar movimentos especulativos em torno do dólar, vem exigindo a intervenção do Banco Central no mercado para evitar o rompimento do equilíbrio cambial e para atender a demanda do mercado adicional de divisas pelas instituições financeiras.<sup>34</sup> Mais recentemente, a anúncio da subida da banda à cotação no piso de 0,86 para 0,93, provocou uma alta especulativa forçando a intervenção do banco Central que teve de queimar US\$ 7,0 bilhões para forçar o equilíbrio do mercado de dólar. Esses sintomas, apenas sinalizam as dificuldades de, na ausência de uma âncora fiscal e monetária, a Autoridade Monetária recorra a âncora cambial para manter a estabilidade econômica do plano real.

### 5. Conclusões

Como se sabe, desde a criação do Estado Nacional Moderno, a soberania monetária de uma nação tem sido reconhecida como uma premissa básica dos governos de países independentes. Entretanto, uma inflação crônica persistente pode minar a confiança da sociedade na capacidade do Estado em assegurar o poder liberatório da moeda nacional. Quando isso acontece, e se chega no

---

<sup>33</sup> Para um setor que já chegou a faturar US\$ 15 bilhões/ano, no final da década de 70, tem patinado nos últimos anos nos US\$ 5 bilhões por causa da incapacidade de investimento em capital social básico por parte do governo. Ver Cintra, Luis Antonio. Bens de Capital faturam US\$ 5bi. Reportagem na **Folha de São Paulo**. 30-03-1995.

<sup>34</sup> Ver Banco Central. **Notas Para a Imprensa**. Brasília, Depe, março/1995.

limite com uma hiperinflação ou se esgotam todas as possibilidades de revertê-la, então se apela para a dolarização da economia. Essa decisão, a rigor, significa uma confissão formal da incompetência, do Estado e da Sociedade, de gerenciar sua própria moeda delegando essa prerrogativa a uma nação estrangeira. Constitui, por assim dizer, uma confissão de restabelecer a ordem monetária por meios **ad hoc**. Vale dizer, isto significa abdicar da autonomia de manipular políticas próprias nas áreas monetárias e cambiais.

De certo modo, a nação brasileira caminha neste sentido na medida em que a retomada do crescimento fica sujeita as decisões do Tesouro e do Banco Central norte-americano. Isto porque, ficando a base monetária condicionada ao controle do fluxo de divisas do dólar, desaparece também a possibilidade do BACEN de atuar como prestador de última instância junto as instituições financeiras domésticas, aumentando assim a vulnerabilidade do sistema financeiro interno.

Além do mais, um processo de dolarização persistente também leva a perda da competitividade internacional dos produtos brasileiros, com o risco de se erodir as estratégicas reservas cambiais ou ampliar a dependência por empréstimos e financiamentos externos obtidos, muitas vezes, sob condições de prazo e custos elevados. Com isso, aumenta-se o risco de crises de balanço de pagamentos que podem colocar o País, a exemplo do México e Argentina, à mercê dos interesses e pressões das nações estrangeiras.

Tal situação, por seu turno, pode aumentar a vulnerabilidade das instituições financeiras nacionais - que passam a realizar suas operações sem prestador de última instância - e assim abrir caminho para uma desnacionalização do sistema financeiro brasileiro.

Para se reverter essa possibilidade, volta-se repetir, há que se restabelecer, urgentemente, as âncoras fiscais e monetárias como suporte a estabilização da economia brasileira, o que remete, mais uma vez, para as necessárias reformas estruturais - tributária, previdenciária, patrimonial e administrativa - com vistas a retomada do desenvolvimento econômico com distribuição de renda.

## Referências

- ARIDA, Persio & RESENDE, André Lara. O Brasil nos primórdios da década de 80. **REP.** 5(1), jan-mar/1985.
- BACEN. **Notas para a Imprensa.** Brasília, DEPE/BACEN, mar/1995.
- BATISTA Jr, Paulo Nogueira. Hiperinflação, ajuste fiscal e regressão financeira. **Novos Estudos CEBRAP.** nº 36, julho/1993
- \_\_\_\_\_. Reforma monetária como âncora interna: uma alternativa à dolarização. **Indicadores Econômicos FEE.** 21(2), ago/1993.
- BRESCIANI-TURRONI, Constantino. **Economia da Inflação.** Rio de Janeiro, Expressão e Cultura, 1989.
- COSTA, Fernando Nogueira. Estado de Confiança e Hiperinflação. **Texto Para Discussão.** nº10, Campinas, IE/Unicamp, 1989.
- CARVALHO, David Ferreira. **Impactos Financeiros do Ajustamento Macroeconômico na Economia Brasileira à Crise Cambial dos anos 80.** Belém, UFPa/DMME, 1995.
- DORNBUSCH, Rudiger & Fisher, Stanley. **Stopping Hyperinflations: past and present.** 1986. (mimeo).
- Folha de São Paulo. 30-03-1995.
- GONTIJO, Claudio. Política de Estabilização e Abertura Externa. Uma análise comparativa do Chile, da Argentina e do México. **REP.** v. 15, nº 1(57). jan-mar/ 1995.
- KIGUEL, Miguel & Liviatan Nissan. The Business cycle associated with exchange rate-based stabilizations. **The World Bank Economics Review.** 6(2), may/1992
- MARX, Karl. **O Capital. crítica a economia política.** São Paulo, abril cultural, 1988.
- RESENDE, Andre Lara. **O Conselho da Moeda: um órgão emissor independente.** Rio de Janeiro, PUC-RJ, 1992. (mimeo)
- \_\_\_\_\_. Da Inflação Crônica à Hiperinflação. **REP.** v. 9, 1(33), jan-mar/1989.
- \_\_\_\_\_. Sem moeda forte, não se tem nada. **Exame.** julho/1992.
- \_\_\_\_\_. A moeda indexada: nem mágica, nem panacéia. **REP.** 5 (2). abr-mai/1985.
- \_\_\_\_\_. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. **REP.** 5(2), abr-jun/1985.
- SIMONSEN, Mario Henrique & Cysne, Rubens Penha. **Macroeconomia.** Rio de Janeiro, Ao livro técnico, 1989.
- LOPES, Francisco. **O Desafio da Hiperinflação.** Rio de Janeiro, Campus, 1989.
- \_\_\_\_\_. Inflação Inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. **REP.** 5(2), abr-mai/1985.
- SALAMA, Pierre. **Dolarização.** São Paulo, Nobel, 1990.
- BRESSER Pereira, Luis Carlos & Ferrer, Aldo. **REP.** v. 1, nº1(41).
- WALTERS, Alan. Currency Boards. In: Milgate, John et ali. *The New Palgrave Money.* The Macmillan Press, 1989.



\_\_\_\_\_. History of Currency Boards. In: **Conference on Currency Substitution and Currency Boards**. World Bank, Washington D. C. , 27-28 jan/ 1992(mimeo).

SILVA, Adroaldo Moura da. Em busca da estabilidade de preços. **Informações FIPE**. nº 145, set-out/1992.

MELTZER, Allan. **Inflation and Money in Brazil**. World Bank, april-august/1991. (mimeo).

TAVARES, Maria da Conceição & Fiori, José Luis. (Org). **Desajuste Global e Modernização Conservadora**. São Paulo, Paz e Terra, 1993.

ZINI JR, Alvaro Antonio. **A política cambial em discussão**. São Paulo, FEA/ USP, 1989. (mimeo).

VEJA. nº 7, dez/1994, e nº 8 e 9, jan, fev/1995.

WORLD BANK. **Money, debt, inflation and foward-looking markets in Brazil**. Report n 10286-BR, LAC, december/1992.

Tabela A: Indicadores Econômicos dos Países da América Latina

Anos	Taxa de Crescimento do PIB (%)			Taxas de Inflação (%)			Balanço de Transações Correntes (US\$milhões)			
	Países	Chile	Argent	México	Chile	Argent.	México	Chile	Argent.	México
1980		-3,6	-0,2	-0,6	508,1	347,5	98,8	-289	659	-6,416
1981		5,7	6,4	-4,1	375,9	160,4	80,8	-186	1,290	5,356
1982		-11,3	-3,4	3,6	340,7	169,8	59,2	-576	1,836	4,109
1983		4,1	7,1	2,6	174,3	139,7	63,7	145	-535	457
1984		8,6	1,1	-3,8	63,5	87,6	105,7	-576	-4,774	-1,792
1985		8,2	-5,9	1,7	30,3	131,3	159,2	-1,111	-4,057	3,704
1986		8,3	-	1,2	38,9	-	51,7	-1,205	-	-2,613
1987		7,8	-	3,3	31,2	-	19,7	-2,024	-	-4,111
1988		5,7	-	4,4	9,5	-	29,9	-4,817	-	-6,517
1989		-14,3	-	3,6	20,7	-	18,8	-2,378	-	-15,068
1990		0,5	-	2,7	23,1	-	11,2	-1,222	-	-23,000

Anos	Taxa de Desemprego (%)			Salários/PIB (%)			Dívida Externa (US\$bilhões)			
	Países	Chile	Argent	México	Chile	Argent.	México	Chile	Argent.	México
1980		4,8	4,5	4,0	36,4	36,9	35,2	3,7	9,7	87,6
1981		9,2	2,8	6,6	34,6	38,9	29,3	4,4	11,8	93,8
1982		16,9	2,8	5,7	34,7	42,5	28,7	4,9	12,5	96,7
1983		19,4	2,0	4,4	34,7	43,1	28,7	4,8	19,0	97,8
1984		18,6	2,2	4,3	35,5	28,9	28,4	5,2	27,2	100,5
1985		17,9	4,4	3,9	37,1	27,4	26,4	6,6	35,7	102,4
1986		17,8	-	3,5	38,7	-	25,9	8,5	-	100,9
1987		17,4	-	2,9	40,1	-	-	11,1	-	95,1
1988		15,6	-	2,8	42,7	-	-	15,6	-	98,2
1989		30,1	-	2,6	38,2	-	-	17,1	-	104,8
1990		29,9	-	2,9	31,7	-	-	17,4	-	98,9

Fonte: Banco Mundial

Tabela B: Indicadores Econômicos\*

Discriminação	PIB global e setorial	Consumo Geral	Bens Duráveis**	Bens Não-Duráveis	IPC-FIPE (%)
PIB <sub>94</sub> Global	5,7	jul <sub>94</sub> =78,5	jul <sub>94</sub> =134,7	jul <sub>94</sub> =76,4	jul <sub>94</sub> =6,95
PIB <sub>94</sub> da Agropecuária	7,5	ago <sub>94</sub> =90,5	ago <sub>94</sub> =150,5	ago <sub>94</sub> =80,0	ago <sub>94</sub> =1,95
PIB <sub>94</sub> da Indústria	7,0	set <sub>94</sub> =90,9	set <sub>94</sub> =130,6	set <sub>94</sub> =85,0	set <sub>94</sub> =0,82
PIB <sub>94</sub> dos Serviços	4,0	out <sub>94</sub> =87,8	out <sub>94</sub> =125,8	out <sub>94</sub> =82,9	out <sub>94</sub> =3,17
<b>Previsão</b>		nov <sub>94</sub> =88,7	nov <sub>94</sub> =125 2	nov <sub>94</sub> =85,3	nov <sub>94</sub> =3,02
PIB <sub>95</sub> Global	6,0	dez <sub>94</sub> =88,4	dez <sub>94</sub> =116 7	dez <sub>94</sub> =86,4	dez <sub>94</sub> =1,25
PIB <sub>95</sub> da Agropecuária	4,7	-	-	-	jan <sub>95</sub> =0,80
PIB <sub>95</sub> da Indústria	3,9	-	-	-	fev <sub>95</sub> =1,32
PIB <sub>95</sub> dos Serviços	3,3	-	-	-	mar <sub>95</sub> =1,79

Fonte: IBGE/IPC-FIPE

\*Os subscritos dos anos de 1994 e 1995

\*\*veículos

Tabela C: Base Monetária (1994) em milhões de reais

Meses	Saldo Média	Papel-Moeda	Reservas Bancárias	Base Monetária
Junho	Saldo em 30	2284	893	3177
	Média Mensal	2509	1029	3538
Julho	Saldo em 30	4724	2810	7534
	Média Mensal	4083	2412	6495
Agosto	Saldo em 31	5153	4261	9414
	Média Mensal	5107	3963	9070
Setembro	Saldo em 30	6392	6397	12789
	Média Mensal	5939	5294	11233
Média junho-setembro		5045	3893	8938
Outubro	Saldo em 31	6418	6581	12999
	Média Mensal	6505	6332	12837
Novembro	Saldo em 30	7179	6077	13256
	Média Mensal	6916	7094	14010
Dezembro	Saldo em 31	10046	7639	17685
	Média Mensal	9170	8095	17265
Média outubro-dezembro		7601	7217	14818

Fonte: Banco Central/Notas para a Imprensa. fev/1995.

Tabela D: Meios de Pagamento e Componentes

Agregados Monetários	Meios de Pagamento		Papel-Moeda em Poder do Público		Depósitos à Vista	
	R\$ Milhões	$\Delta\%$ no mês	R\$ Milhões	$\Delta\%$ no mês	R\$ Milhões	$\Delta\%$ no mês
Junho em 30	7466	16	2019	4	5448	22
Média Mensal	5972	7	2147	6	3825	7
Julho em 30	10687	43	3717	84	6970	28
Média Mensal	10206	71	3571	64	6635	72
Agosto em 31	12902	21	4352	17	8550	23
Média Mensal	12199	20	4420	24	7779	17
Setembro em 30	15844	23	5468	26	10376	21
Média Mensal	14658	20	5169	17	9490	22
Média Junho-Setembro						
Outubro em 31	16958	7	5427	1	11531	11
Média Mensal	16277	11	5564	8	10712	13
Novembro em 30	18128	7	6054	12	12074	5
Média Mensal	16836	3	5817	5	11018	3
Dezembro em 31	23081	27	8622	12	14459	20
Média Mensal	20874	24	7793	34	13082	19
Média Outubro-Dezembro						

Fonte: Banco Central/IPEA/Carta de Conjuntura. nº 54/fev/1995.

*Tabela E: Principais Haveres Financeiros (%)*

Meses	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>	M <sub>4</sub>
Junho	6	48	70	100
Julho	7	46	72	100
Agosto	8	45	71	100
Setembro	10	44	70	100
Outubro	10	42	68	100
Novembro	11	42	67	100
Dezembro	13	42	67	100

Fonte: Banco Central: Boletim/dez/1994