



PAPERS DO NAEA

ISSN 15169111

PAPERS DO NAEA Nº 048

**O PLANO REAL E OS PROBLEMAS MACROECONÔMICOS DA
DESINDEXAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA**

David Carvalho

Belém, Agosto de 1995

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

Papers do NAEA: Papers_anae@ufpa.br

Telefone: (91) 3201-8521

Paper 048

Revisão de Língua Portuguesa de responsabilidade do autor.

O PLANO REAL E OS PROBLEMAS MACROECONÔMICOS DA DESINDEXAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA

David Carvalho

Resumo:

O objetivo deste ensaio é discutir os possíveis impactos macroeconômicos que, passada a fase aguda da crise cambial do primeiro semestre de 1995, uma desindexação geral poderá provocar numa economia dolarizada como a brasileira. As desilusões criadas pelos sucessivos fracassos dos planos de estabilização, desde dos governos Tancredo-Sarney até os do Itamar-FHC, voltaram a preocupar certos setores da sociedade civil brasileira face a forte ameaça que paira sobre o futuro do plano real. Este tipo de preocupação aumentou com as crises cambiais do México e da Argentina, países latino-americanos que adotaram a dolarização em seus programas de estabilização, com a crise do crédito rural do Banco do Brasil, face a possibilidade de calote por parte de alguns grandes ruralistas, com a recessão do comércio varejista, devido as altas taxas de juros, e agora com a proposta de desindexação do governo.

Palavras-chave: Plano Real. Economia Brasileira.

Introdução

O objetivo deste ensaio é discutir os possíveis impactos macroeconômicos que, passada a fase aguda da crise cambial do primeiro semestre de 1995, uma desindexação geral poderá provocar numa economia dolarizada como a brasileira.

As desilusões criadas pelos sucessivos fracassos dos planos de estabilização, desde dos governos Tancredo-Sarney até os do Itamar-FHC, voltaram a preocupar certos setores da sociedade civil brasileira face a forte ameaça que paira sobre o futuro do plano real. Este tipo de preocupação aumentou com as crises cambiais do México e da Argentina, países latino-americanos que adotaram a dolarização em seus programas de estabilização, com a crise do crédito rural do Banco do Brasil, face a possibilidade de calote por parte de alguns grandes ruralistas, com a recessão do comércio varejista, devido as altas taxas de juros, e agora com a proposta de desindexação do governo.

O trabalho foi organizado em quatro partes. Na primeira, busca-se analisar as várias formas de dolarização. Na segunda, procura-se compreender a racionalidade do plano real e o modelo de dolarização adotado. Na terceira parte, discute-se os problemas da desindexação da economia brasileira. Por fim, examina-se os problemas externos gerados pela dolarização.

1. 0. A Macroeconomia da Dolarização

Pode-se dizer 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, **microeconômico**, 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 forte moeda universal, o dólar. O segundo, **macroeconômico**, serve para designar a utilização explícita ou implícita da moeda estrangeira – o dólar – como **âncora** de um programa de estabilização macroeconômico sob os auspícios do Estado¹. Para fins deste trabalho, se fará uso do termo **dolarização** no sentido macroeconômico.

¹ 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 sociais. Embora este processo tenha seu curso inevitável em países com regimes monetários onde persistem 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 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

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 doméstica². No Brasil, a possibilidade de se beirar a perigosa **rolêta 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. Não havia ainda uma preocupação, a exemplo da Argentina, com a questão da **dolarização crônica**³.

Na verdade, 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:

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

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

Cavallo;e, 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).

² 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 acabava garantindo o poder de compra interno do dólar e facilitando a sua utilização como unidade de conta e reserva de valor dos contratos.Quando o **Bacen**, por outro lado, recorria 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 acabava 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.

³Os processos de dolarização ativa – tal como na Argentina (1995), Áustria (1922), Hungria (1922 e 1946), Polônia (1922) e Alemanha (1923) – devem ser distinguidos dos de dolarização passiva em que permanece a ameaça de dolorização – como o caso que ronda a economia brasileira. Assim, se estabilizar uma economia com inflação crônica já é uma

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.

Quando uma economia nacional 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 .⁴

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 dólar⁵. Essa indexação é típica das **dolarizações agudas**, a exemplo da ocorrida nos anos 20 na Alemanha⁶.

Já na **dolarização crônica**, embora se encontre presente os 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. Como 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 às suas transações comerciais, supera a quantidade da moeda nacional em circulação, completa-se a 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 nível de inflação alta para uma hiperinflação. Depois disso, os preços são parcialmente

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 câmbio, é tarefa para o mito grego Sísifo.

⁴ Os meios de pagamentos podem, em função do grau de liquidez, ser classificados em quatro categorias, a saber: 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). Sobre os agregados monetários, ver comentários de Simonsen, Mario Henrique. & Cysne, Rubens Penha. **Macroeconomia**. Rio de Janeiro, Ao Livro Técnico, 1989. p.14-17.

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

⁶ As dolarizações agudas ocorrem em período relativamente curto e duram enquanto perdurar a hiperinflação que, normalmente, tem vida curta. Ver a esse respeito os pertinentes comentários de Bresser Pereira, Luis Carlos & Ferrer, Aldo. Dolarização Crônica: Argentina e Brasil. **REP**, V.11, nº 1(41), jan-mar/1991. p.7.

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.⁷

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 dólar⁸.

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 e/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 apenas como mera ameaça, isto é, não se transformou logo em dolarização crônica⁹. A experiência revela que, para estabilizar uma economia com inflação elevada, é necessário ancorá-la a certas variáveis críticas.

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

⁸ 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 também Bresser Pereira, Luis Carlos & Ferrer, Aldo. **REP**, V.11, nº 1(41).p.8.

⁹ 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 da dolarização crônicas, o futuro incerto do País leva os agentes a abandonarem a moeda nacional e a buscarem o dólar para

Com inflação baixa, o controle, via política monetária, da quantidade de moeda em circulação pode ser utilizado 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 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.¹⁰

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, dos 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.

1. 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.¹¹

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.

¹⁰ 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.

¹¹ 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

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.¹²

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, requereria¹³:

- 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

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 – resdeconto, 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 rejeitam 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.

¹² Para uma discussão mais aprofundada desta questão, ver Batista Jr, Paulo Noqueira. Hiperinflação, ajuste fiscal e regressão financeira. **Novos Estudos CEBRAP**. nº 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.

¹³ 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 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.

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 teoricamente 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, às vezes, as formas primitivas de organização e regulação da moeda nacional ao estilo do superado padrão-ouro.¹⁴

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, 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.¹⁵

1. 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.

¹⁴ 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 alii (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).

¹⁵ Esta estranha idéia de submeter o Brasil ao padrão monetário do **currency board** remonta aos trabalhos encomendados pelo Banco Mundial a peritos 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. Em busca da estabilidade de preços. **Informações Fipe**, nº 145, set-out/1992.

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 objetivas, 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 do comércio exterior, juros elevados e aumento do fluxo de entrada de capitais externos¹⁶.

Os países que adotaram tais programas de estabilização dolarizados, segundo o receituário do FMI, na maioria 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 das moedas estrangeiras de liquidez universal.¹⁷

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

¹⁶ 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 doméstica em condições de liberalização comercial e financeira, num momento de abundante liquidez e taxas de juros baixas nos mercado 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.

¹⁷ Por **ancoragem cambial** deve ser entendida uma regra de variação para a taxa de câmbio nominal com o dólar, ou outro moeda forte escolhida, o que pode significar congelamento, prefixação ou definição de faixas de variação (**bandas**) 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

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, apresentada 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.¹⁸

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 1989/90, possuía um trunfo dado pelos crescentes superávits na balança de transações correntes.¹⁹ Neste contexto, não é à-toa que a idéia da âncora cambial apresentasse fortes atrativos à sua aceitação nos países com inflação crônica, já que a dolarização da economia provoca a queda da inflação e uma reativação do nível da atividade econômica. 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

depósitos em dólar e a utilização do dólar como indexador de contratos. Enfim, a perda da soberania monetária de um país.

¹⁸ Neste particular as **âncoras cambiais** dos países latino-americanos, baseadas no dólar, são muito mais assimétricas, no sentido de serem unilaterais, do que as ancoragens 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.

¹⁹ 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.

agentes econômicos um estado de (des)confiança que, ainda que transitório, acabe afetando o comportamento futuro da taxa nominal de câmbio fixa ou prefixada.²⁰

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.²¹

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 fiscal e monetária²². Por outro lado, a apreciação da taxa nominal de câmbio acaba deprimindo a demanda agregada via a perda da competitividade das exportações 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.²³

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 tem 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 médio e longo prazos. Assim não fosse, não seriam tantas as frustradas tentativas de política estabilização cambial.

²⁰ A recuperação do crédito tende a ser mais rápida quando há 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 também 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.

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

²² 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.

Veremos, a partir do item 3, as possibilidades de sucesso que esse programa de estabilização, com plena dolarização cambial, têm num país continental com as características estruturais da economia brasileira.

2. 0. PLANO REAL E O MODELO MACROECONÔMICO DE DOLARIZAÇÃO

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 dólar²⁴. 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, em poucas palavras, realinhamento prévio dos preços em geral²⁵. Ademais, era necessário que, após sucessivos superávits na balança comercial, o Banco Central dispusesse de reservas cambiais suficientes para evitar os gargalhos nas importações básicas necessárias à 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 premissa, 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 inflação²⁶. 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,

²³ 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.

²⁴ 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), abr-mai/1985; Lopes, Francisco Lafaiete. Inflação Inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. **REP**, 5(2).abr-mai/1985

²⁵ 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.

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 reestabelecidas.

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 moeda²⁷. 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 contratos em geral convertidos em real, inclusive os do mercado de trabalho, passaram a ser vantajosos para os agentes econômicos²⁸.

Como se observa, a grande vantagem do plano real foi que, ao contrário dos planos exclusivamente ortodoxo ou heterodoxo, não foi preciso se congelar preços e salários, nem se recorrer a choques ortodoxos ou ao gradualismo monetário, e nem tampouco a seqüestro 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 para a compreensão formal desse modelo cambial.

2. 1. Um Modelo Macroeconômico 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

²⁶ 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.

²⁷ A conversão se dava a partir de 30/06/1994 na relação 1URV=Cr\$2.780.

²⁸ 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.

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 mundo²⁹.

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

$$\mathbf{R} = e \cdot \mathbf{P}_f / \mathbf{P}$$

Admite-se que as despesas dos residentes doméstico, $\mathbf{DA} = \mathbf{C} + \mathbf{I} + \mathbf{G}$, isto é, a demanda agregada interna, \mathbf{DA}_i – consumo, investimento e gastos do governo – tenham duas componentes: a parte autônoma, \mathbf{A} , e a induzida pela renda, \mathbf{Y} . E que os gastos dos bens domésticos, em geral, sejam $\mathbf{A} + \mathbf{NX}$, sendo \mathbf{NX} o valor das exportações líquidas, isto é, as exportações, \mathbf{X} , menos as importações, \mathbf{M} . Tendo em conta que $\mathbf{DA} = \mathbf{DA}(\mathbf{Y}, \mathbf{i})$ ou seja, que os gastos domésticos dependem da renda nacional, \mathbf{Y} , e dos juros internos, \mathbf{i} . E que o mercado externo é dado por, $\mathbf{NX} = \mathbf{X}(\mathbf{Y}_f, \mathbf{R}) - \mathbf{M}(\mathbf{Y}, \mathbf{R})$, sendo, \mathbf{Y}_f , a renda dos agentes não-residentes e, \mathbf{CK} , a conta movimento de capital, tal que $\mathbf{CK} = \mathbf{CK}(\mathbf{i} - \mathbf{i}_f)$ e, \mathbf{i}_f , a taxa de juros externa, enquanto, \mathbf{v} , mede a sensibilidade de \mathbf{NX} em relação a \mathbf{R} .

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

$$\mathbf{P} = e \quad (1)$$

$$\mathbf{P}' = e' \quad (2)$$

$$\mathbf{Y} = \mathbf{DA}_i + \mathbf{NX} + \mathbf{CK} + \mathbf{vR} \quad (3)$$

$$\mathbf{DA}_i = \mathbf{A} + \mathbf{cY} - \mathbf{bi} \quad (4)$$

$$\mathbf{A} = \mathbf{C}_a + \mathbf{I}_a + \mathbf{G}_a \quad (5)$$

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

$$\mathbf{CK} = \mathbf{ck}(\mathbf{i} - \mathbf{i}_f) \quad (7)$$

$$\mathbf{R} = e \cdot \mathbf{P}_f / \mathbf{P} \quad (8)$$

$$\mathbf{M}/\mathbf{P} = \mathbf{kY} - \mathbf{hi}_f \quad (9)$$

²⁹ O superávit do Balanço de Pagamento(SBP)=superavit da conta de transação corrente(STC) + superávit da conta movimento de capital(STK).Assim, quando $\text{STC} > 0$ e $\text{STK} > 0$, ou $\text{STC} > \text{STK}$ ou $\text{STK} > \text{STC}$, há superávit desde que $\text{SBP} > 0$. Se $\text{STC} < 0$, $\text{STK} < 0$, então há déficit desde que $\text{SBP} < 0$. Tem-se $\text{BP} = \text{NX}(\mathbf{Y}, \mathbf{Y}_f, \mathbf{R}) + \text{CK}(\mathbf{i} - \mathbf{i}_f)$, onde NX =balanço

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

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

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:

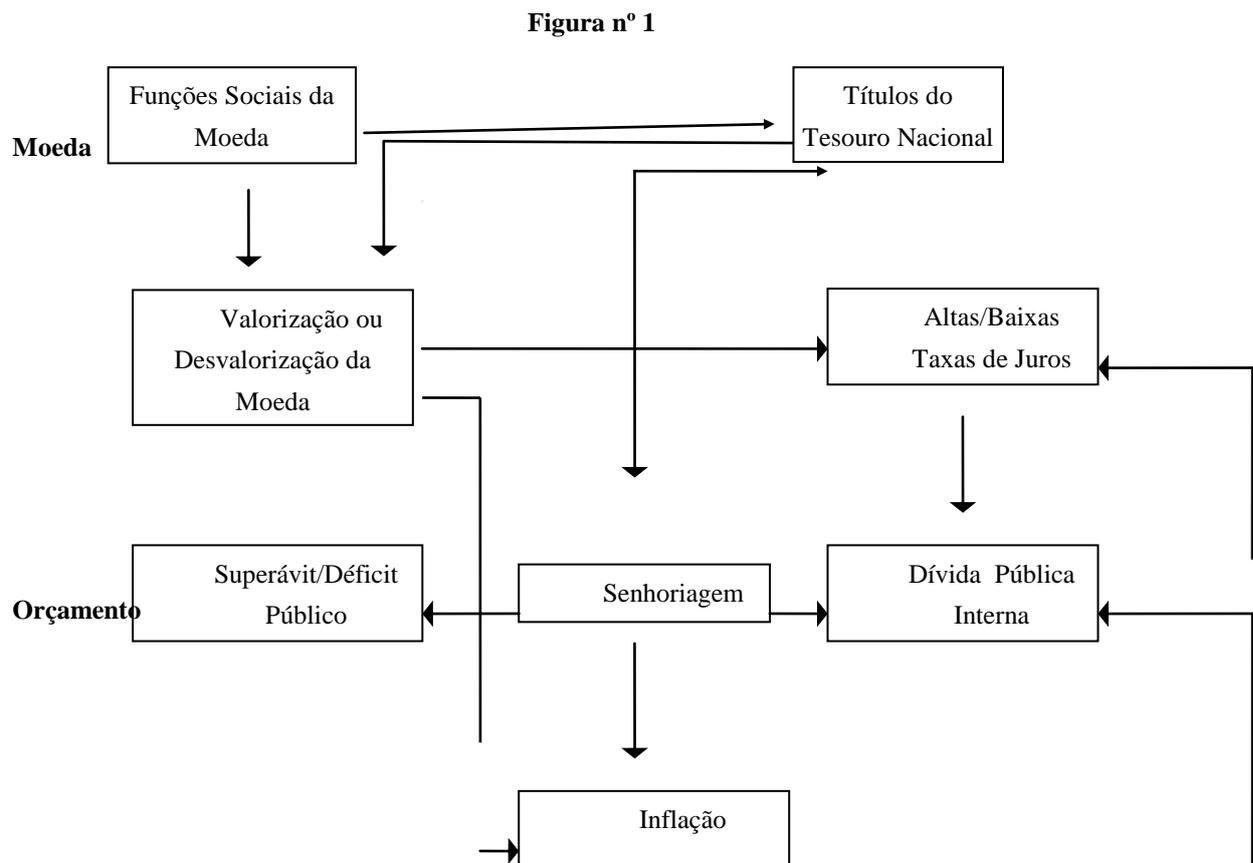
$$P'=P_f/P \{[(s+m) \cdot M/Pkv]+[(s+m)h+kb-ck]i_f/kv+cki-(A+X)/v\}$$

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 $NX=CK$.

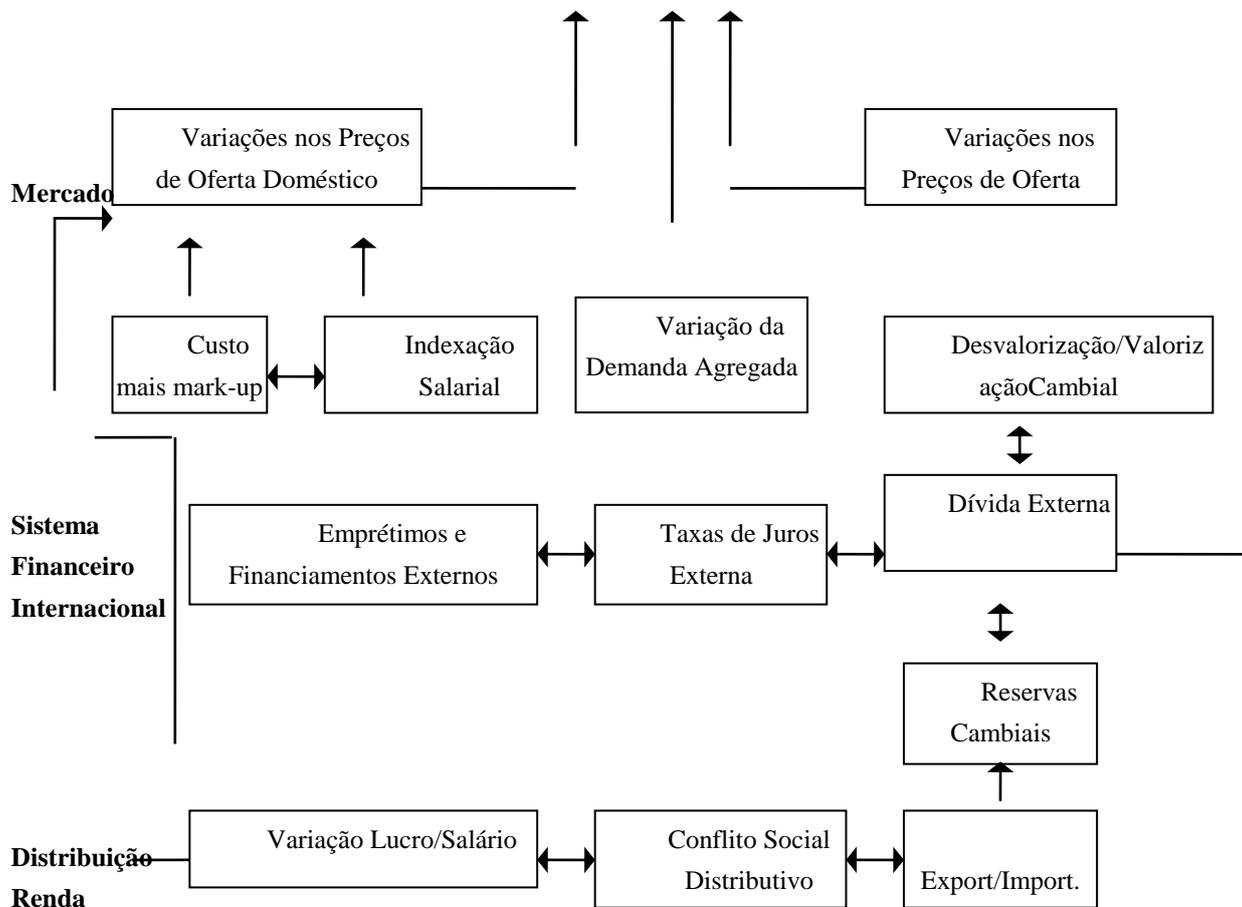
Como se observa, os preços domésticos esperados dependem das taxas de juros internas e externas, se $i > i_f$ ou $i < i_f$, da taxa de câmbio nominal, das políticas fiscal e monetária e da capacidade das exportações líquidas proporcionarem os saldos positivos no balanço de pagamentos.³⁰

2. 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 – com 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.



³⁰ 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)



Fonte: Elaboração própria.

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 à 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. Equacionado o problema da pressão da dolarização, com o controle das contas externas, a manutenção do nível de inflação baixo voltou a depender da desindexação.

3. O. PLANO REAL E OS PROBLEMAS MACROECONÔMICOS DA DESINDEXAÇÃO

É certo que, sob certas condições, a prática de indexação pode reativar o mercado financeiro virtualmente exaurido pelas incertezas inflacionárias. Contudo, essa própria indexação pode a longo prazo perpetuar a componente inercial da inflação³¹. Por isso, numa economia onde se consegue níveis baixos de inflação, o governo tem interesse em eliminar o processo de indexação. No caso brasileiro, a medida provisória(MP)1053, enviada ao congresso pelo governo FHC, se constitui na segunda tentativa de desindexação da economia³². Os aspectos básicos das medidas corretivas do chamado **Real 2**, são confusos e, por isso mesmo, levantam dúvidas sobre as suas reais intenções.

3. 1. A Proposta da Desindexação em Debate

Na área financeira, o governo pretende acabar com o **IPC**, elevar o redutor da **TR** de 1% para 2% e criar a **TBF**(Taxa Básica Financeira) e o **DRA** (Depósitos de Reaplicação Automática), com aplicação de 90 dias e rentabilidade dada pela **TBF**, sujeitos a taxas adicionais de juros aos clientes como forma de acirrar a concorrência bancária³³. Além da caderneta de poupança tradicional, que continua com correção baseada na **TR** e juros de 0, 5%a. m. , também foi criada a caderneta de poupança vinculada ao financiamento habitacional cujas regras ainda não foram definidas pelo **BC**.

A proposta de desindexação começa pelos salários que passariam a ser fixados, nas mesmas datas-bases anuais, por meio da livre negociação coletiva e não mais com base na inflação passada³⁴.

³¹ Ver a esse respeito o excelente trabalho de Barros, Luis Carlos Mendonça. Indexação e Desindexação: debate a ser retomado. **Rev. Fun. SEADE/S. Paulo em Perspectiva**. 1(3):38-45, set./dez. 1985.

³² A primeira tentativa de desindexação ocorreu durante o Plano Cruzado, através do decreto-lei 2.290, de 21/12/86, que fixou a **ORTN** em Cr\$106, 40. Mas, devido o fracasso dessa experiência, o governo voltou a restabelecer a indexação pela medida provisória nº68/89, já no Plano Verão, que criou a **BTN**-fiscal como a referência de correção monetária dos tributos e, posteriormente, generalizada para todas as formas de contratos em moeda nacional.

³³ A desconfiança dos agentes do mercado financeiro pela **TR**, enquanto indexador oficial, aumentou quando o **BND** trocou pela taxa de juros de longo prazo (**TJLP**) no início do mês de dezembro de 1994. Ver comentários da Gazeta Mercantil. **Finanças**, 29/12/94, p.18. Quanto a **DRA**, estes só vieram para reeditar a velha conhecida caderneta de poupança trimestral, criada em julho de 1993, que, além da **TR** e da taxa de juros de 6%a.a., dava um extra de 0, 25% aos poupadores para compensar a cobrança de igual alíquota do **IPMF**. Este adicional de poupança foi extinto em 28/12/94, pela circular nº2.529 do Banco Central, como consequência do fim do **IPMF** que deixou de vigorar a partir de 31/12/94. A partir de 01/01/95, as cadernetas trimestrais voltaram a se transformar em cadernetas mensais com direito aos rendimentos tradicionais.

³⁴ O decreto-provisório contém também outras medidas a exemplo do rebaixamento do limite de garantia do governo, de R\$ 19.208, 23 para R\$5.000, 00, no caso falência de uma instituição financeira; a criação de novas formas de financiamento

No caso de impasse dessa “livre negociação”, as partes podem solicitar do Ministério do Trabalho a presença de um mediador, antes da perlanga ir bater na Justiça do Trabalho. Como se vê, a burocratização da “livre negociação” dos contratos de trabalho transforma os trabalhadores numa presa fácil das empresas e do governo ³⁵.

O confuso art. 13 da MP, deixa em dúvida ainda se tanto antecipações quanto aumentos coletivos, concedidos no período anterior à revisão a qualquer título, ou mesmos individuais, possam ser descontados na data-base. Além disso, fica-se sem saber também se a melhor metodologia para aferir a produtividade seria por empresa ou por setor. O salário mínimo, de acordo com o governo federal, estaria protegido, por um indexador especial, por tratar-se de salário institucional. Também estariam protegidos os salários dos funcionários públicos, dos pensionistas e dos aposentados. Mas, o governo mantém sob controle a **UFIR**, que corrige trimestralmente os impostos, até janeiro de 1996, e também a taxa de câmbio. ³⁶É claro que essa MP serviu como uma espécie de “balão de ensaio” para testar as reações do congresso e dos trabalhadores.

De qualquer modo, o movimento reativo à MP já permite antever, além do aperfeiçoamento da medida, como conseqüência dos pedidos de revisão dos sindicatos e dos congressistas, uma redação nova do texto original. Por exemplo, o relator da MP, senador Coutinho Jorge, sugere o repasse na data-base de 100% do **INPC** acumulado, para as categorias de até três salários mínimos, e 80% para os salários acima desta. Propõe ainda, contrariando o governo que quer a correção pelo Índice de Preços ao Consumidor no Real (**IPC_r**) em cada data-base, o pagamento do resíduo pelo **INPC_r** até dezembro de 1995. O relator também sugere que a figura do mediador seja opcional e quer rever o fim dos descontos dos aumento reais na data-base. ³⁷

A estratégia política do governo, no congresso, é de não se pronunciar sobre a proposta populista do relator e de reeditar a MP, sem forçar a votação, com vistas a buscar pequenas alterações para conseguir a maioria no congresso. Mas, o que pode acontecer com a desindexação da economia ?

da casa própria por intermédio de fontes externas e da poupança vinculada; e, no caso dos contratos de aluguel, a correção pela média dos índices nacionais. Os demais contratos, como os planos de saúde e mensalidades escolares, ficaram de fora da MP.

³⁵ É certo que a medida provisória garante, na data-base de cada categoria, o resíduo inflacionário acumulado até junho de 1995. Porém, além de não permitir reajustes reais negociados entre as partes, entre o período de cada dissídio, sugere que os ganhos de produtividade sejam calculados por empresa e não por setor.

³⁶ Após janeiro de 1996, a UFIR passaria a ser semestral e depois seriam extintas as unidades monetárias de contas fiscais da União, dos Estados e Municípios. A justificativa da manutenção do reajuste trimestral da UFIR é de que, se assim não fosse, as pessoas físicas e jurídicas poderiam pagar mais impostos em 1995. A livre negociação total de todos os contratos, quando então estariam extintos todos os indexadores, tem previsão para iniciar a partir de junho de 1996.

³⁷ O relator da MP, senador Coutinho Jorge do PMDB, sugere a regulamentação da política de salário mínimo e dos servidores públicos. Ele sugere o repasse integral do INPC e a concessão de um aumento real de produtividade dada pela

Em primeiro lugar, a desindexação visa eliminar dos contratos os indexadores responsáveis pela inércia inflacionária. Em segundo, a desindexação deve ser gradual e iniciar pelos contratos salariais para, só depois, alcançar os demais contratos.

Keynes, no capítulo 19 da Teoria Geral, já criticava a indexação salarial praticada na Austrália. Na sua concepção, a tentativa de fixar, por legislação, os salários reais em determinado nível implicava em sustentar certo volume de emprego no ponto em que a produtividade marginal do trabalho igualasse esse mesmo nível de salário real predeterminado. Se o investimento não dependesse da taxa de juros, então, só por acaso, o nível de emprego, compatível com o salário real prefixado, coincidiria com o determinado pelo nível de investimento. Nesse caso, pressuposto uma economia fechada, o sistema de preços e salários nominais seriam instáveis quando o investimento alcançasse o nível crítico ³⁸.

A possibilidade de uma estabilidade de preços e salários, caso isso pudesse ocorrer, teria de supor o investimento uma função decrescente da taxa de juros. Neste caso, as forças que governam a quantidade de moeda, em particular o Banco Central, deveriam estar determinadas em sancionar a quantidade de moeda necessária sempre que houvesse qualquer variação no nível dos salários nominais de forma a criar uma relação compatível entre a taxa de juros e a eficiência marginal do capital requerida para manter o volume de investimento ao nível crítico. Nestas condições, para manter o nível de emprego constante no ponto crítico – isto é, ao nível adequado para o salário real legal – os salários nominais e os preços deveriam oscilar rapidamente na medida justa para manter a taxa de investimento compatível com o nível de emprego dado pelo salário real legal. No entanto, qualquer mudança nas expectativas, que desloque a curva da eficiência marginal do capital, provocaria fortes oscilações nos salários nominais e preços.

No caso da Austrália, Keynes admite que a solução foi encontrada, em parte, pela ineficácia da legislação para atingir os seus fins, mas, em parte também, por tratar-se de uma economia aberta na qual o nível dos salários nominais era, por si mesmo, um determinante do investimento externo, e por conseguinte do investimento total. Ademais, supondo-se uma política de taxas de câmbio fixas, a

expansão do PIB per capita multiplicado por cinco ou seis. Assim, se o crescimento do PIB_{pc} for de 2, 5% a.a., este seria multiplicado por 5 ou 6. Logo o aumento real variaria entre 12, 5% a 15%. Ver Folha de S. Paulo. 27/07/95. p.1-10.

³⁸ O nível crítico seria aquele nível de emprego fixado pela legislação. Os preços estariam em equilíbrio instável quando o investimento alcançasse esse nível crítico, tendendo para zero, quando este se encontrasse abaixo do dito nível crítico, e subindo para infinito quando estivesse acima. Ver Keynes, J. M. A Teoria Geral do emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo, Atlas, 1982. p.209-210.

baixa de salário nominais aumenta a demanda agregada via aumento das exportações e redução das importações.³⁹

Mesmo assim, Keynes rejeita qualquer forma institucionalizada de indexação da economia. Numa economia fechada, prefere a política de estabilidade geral dos salários nominais e, numa economia aberta, a mesma política com as transações comerciais com o resto do mundo sendo asseguradas por taxas de câmbio flutuantes. Esta política traria, segundo Keynes, maior estabilidade no nível de preços, pelo menos em períodos curtos, do que uma política de salários flexíveis⁴⁰.

Em suma, a desindexação de contratos é uma proposta viável para suprimir memórias inerciais de inflação passada, porém, se a estratégia é gradual e começa só para a categoria dos trabalhadores, estes correm o risco de perdas absolutas e relativas em relação aos rentistas e empresários. Ademais, a prática de “livre negociação” talvez opere melhor para as categorias mais organizadas e com alguma experiência de negociação setorial.

Vejamos agora, sinteticamente, os efeitos das políticas monetária e fiscal numa economia dolarizada como a brasileira.

3. 2. 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 U\$15, 1bilhões, ou seja, 17, 8% acima do saldo final do mês de setembro.

³⁹ Por outro lado, dado o peso dos produtos importados no índice do custo de vida, a vinculação entre salários nominais e preços dos bens produzidos na Austrália era apenas parcial. A esse respeito, ver os comentários pertinentes de Simonsen, Mario H. A Dinâmica Macroeconômica. São Paulo, McGraw-Hill, 1983.p.474-475.

⁴⁰ Keynes ainda admite alguma vantagem na flexibilidade dos salários nominais, apenas quando esta serve para facilitar a transferência da mão-de-obra das indústrias em decadência tecnológica para as que estão progredindo. Mas, insiste na necessidade de se manter o nível geral dos salários nominais tão estável quanto possível, pelo menos em períodos curtos. Keynes, J.M. A Teoria Geral...op.cit.p.210. Ao contrário de Keynes, Friedman tem uma posição favorável a uma indexação generalizada como forma de combater a inflação. Ver Friedman, Milton. “Monetary Correction”. In: Essays on Inflation and Indexation. American Enterprise Institute. 1974. Sobre este ensaio, ver os comentários críticos de Simonsen, M.H. A Dinâmica Macroeconômica. op.cit.p.475-503.

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. Mesmo assim, a participação do 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 nº 1.

Tabela nº 1 Principais Haveres Financeiros (%)

Meses	M_1	M_2	M_3	M_4
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.

A execução financeira do Tesouro Nacional(TN) apresentou, em junho de 1995, um superávit de R\$ 253 milhões, resultante de um fluxo de receitas de R\$ 8, 6 bilhões contra despesas da ordem de R\$ 8, 4 bilhões, ou seja, em junho de 1995, a receita aumentou 32% e a despesa caiu 8%, em relação a junho de 1994. Ainda assim, o déficit acumulado do primeiro semestre de 1995 está em torno de R\$ 1, 2 bilhões, conforme mostra a tabela nº 2.

Tabela nº 2 Execução Financeira do Tesouro Nacional (R\$ milhões)

Discriminação	1994	1995	Variação (%)	1994	1995	Variação (%)
	Junho	Junho		Jan-Jun	Jan-Jun	
A. Receita	6.555	8.669	32	36.486	42.718	17
A. 1. Recolhimento Bruto	6.223	8.502	37	34.720	41.428	19
A. 2. Incentivos Fiscais	-28	-131	-361	-210	-409	95
A. 3. Op. Oficiais de Crédito	308	283	-8	1.656	1.641	-1
A. 4. Remun. de Disponibilidade	52	15	-72	318	57	-82
B. Despesas	7.818	8.416	8	39.038	43.918	13
B. 1. Liberações Vinculadas	1.700	2.529	48	10.207	12.751	25
B. 1. 1. Trans. Constitucional	1.197	1.935	62	7.298	9.602	32
B. 1. 2. Outras Vinculações	509	594	17	2.908	3.150	8
B. 2. Liberações Ordinárias	6.112	5.887	-4	28.831	31.167	8
B. 2. 1. Pessoal e Enc. Sociais	3.368	2.838	-16	16.331	16.470	1
B. 2. 2. Encargos da Dívida	1.453	1.356	-7	5.042	6.410	27
B. 2. 2. 1. S/Dívida Interna	979	730	-25	3.719	3.720	0
B. 2. 2. 2. S/Dívida Externa	473	625	32	1.323	2.690	103
B. 2. 3. Outros Custeio e Invest.	945	1.395	48	5.126	6.542	28
B. 2. 4. Restos a Pagar	9	32	244	569	473	-17
B. 2. 5. Op. Oficiais de Crédito	337	267	-21	1.763	1.272	-28
C. Resultado Fiscal(A-B)	-1.263	253	-120	-2.553	-1.201	-53

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

4. 0. PLANO REAL E OS PROBLEMAS MACROECONÔMICOS NO FRONT EXTERNO

4. 1. Abertura Externa e Crescimento Desequilibrado

Observando-se as estratégias de estabilização adotadas pelo Chile, Argentina e México, verifica-se que houve uma 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 econômica⁴¹. O crescimento econômico, nesses países, se fez dentro do ideário neo-liberal. Assim, num contexto de ampla 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 conseqüente deterioração da balança comercial. Assim, em lugar

⁴¹ 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.

de superávits, passou-se a ter déficits que voltaram a ameaçar o desequilíbrio no balanço de pagamento. 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 – face 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 mostra 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 viticinavam 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. O resultado dessa política foi a desaceleração do ritmo de expansão da economia, a queda no nível do consumo, a redução da rotação dos estoques de bens circulantes e declínio nas vendas do comércio.

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 do primeiro semestre de 1995, pode ser visto no comportamento da taxa de inflação na tabela nº 3.

Tabela nº 3 Evolução da Taxa de Inflação (%)

Ano/ Mês	jul	ago	set	out	nov	dez	jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul

1994	6,95	1,95	0,82	3,17	3,02	1,25	-	-	-	-	-	-	-
1995	-	-	-	-	-	-	0,80	1,32	1,92	2,64	1,94	2,66	3,72

Fonte:IPC-FIPE.

Como registra a tabela nº 3, 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 para interromper essa tendência. Essas medidas surtiram efeito fazendo a taxa de inflação variar entre 0,8% (janeiro) a 3,72% (julho), neste primeiro semestre de 1995.

Para tal, 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.⁴²

4. 2. 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, passa 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 um 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.⁴³ O objetivo destas medidas, além buscar conter o aumento das importações supérfluas queimadoras de divisas, é tentar recuperar a credibilidade dos capitais internacionais especulativos que circulam no curto prazo no mercado financeiro doméstico⁴⁴.

4. 3. 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

⁴² ver **VEJA**, nº 7, de dezembro de 1994 e nº 8 e 9, de jan/fev/1995

⁴³ 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, tiveram um baixo desempenho. Em 1994, o setor de bens de capital faturou cerca de US\$5, 1 bilhões – valor 1, 8% menor 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. 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\$ 5 bilhões. Reportagem na **Folha de São Paulo**. 30-03-1995.

⁴⁴ Mais recentemente, para conter a corrida do capital financeiro especulativo de curto prazo, o governo resolveu quebrar o efeito catraca dos dólares circulantes elevando a alíquota do Imposto de Operações Financeiras (IOF) de 5% para 7% sobre as aplicações de renda fixa e operações no câmbio flutuante. No caso dos empréstimos em moeda, o IOF subiu de zero para 5%. Há também a ameaça do BACEN dilatar os prazos de permanência no mercado doméstico dos capitais internacionais especulativos.

atender a demanda do mercado adicional de divisas pelas instituições financeiras⁴⁵. Mais recentemente, a anúncio da subida da banda à cotação no piso de 0,93 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 dólar⁴⁶. 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.

CONCLUSÕES

Como se sabe, desde da 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 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 reestabelecer 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 às decisões do Tesouro Nacional 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 emprestador de última instância junto às 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.

⁴⁵ Ver Banco Central. **Notas Para a Imprensa**. Brasília, Depe, março/1995.

⁴⁶ Mais recentemente, em julho/95, as reservas cambiais voltaram a subir para o patamar de cerca de US\$40 bilhões.

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. Mas, em vez de realizar uma reforma do sistema financeiro, o governo se volta para a desindexação parcial da economia como forma de evitar a automaticidade dos contratos que estão embutindo a inflação inercial.

Para se reverter essa possibilidade, volta-se a repetir, há que se reestabelecer, urgentemente, as âncoras fiscais, monetárias e salariais 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.
- Bresser Pereira, Luis Carlos & Ferrer, Aldo. *REP*. v. 1, nº1(41).
- _____. History of Currency Boards. In: *Conference on Currency Substitution and Currency Boards*. World Bank, Washington D. C. , 27-28 jan/ 1992(mimeo).
- 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.
- Friedman, Milton. "Monetary Correction". In: *Essays on Inflation and Indexation*. American Enterprise Institute. 1974.
- 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.
- Gazeta Mercantil. *Finanças*, 29/12/94
- Kiguel, Miguel & Liviatan Nissan. The Business cycle associated with exchange rate-based stabilizations. *The World Bank Economics Review*. 6(2), may/1992
- 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.
- Marx, Karl. *O Capital. critica a economia política*. São Paulo, abril cultural, 1988.
- Mendonça de Barros, Luis Carlos. Indexação e Desindexação: debate a ser retomado. *Rev. Fun. SEADE/S. Paulo em Perspectiva*. 1(3):38-45, set. /dez. 1985.
- Meltzer, Allan. *Inflation and Money in Brazil*. World Bank, april-august/1991. (mimeo).
- 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.
- _____. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. *REP*. 5(2), abr-jun/1985.

- _____. A moeda Indexada: nem mágica, nem panacéia. *REP*, 5(2), abr-mai/1985;
- Simonsen, Mário H. & Cysne, Rubens P. *Macroeconomia*. Rio de Janeiro, Ao Livro Técnico, 1989.
- _____. *Dinâmica Macroeconômica*. São Paulo, McGraw-Hill, 1983.
- Salama, Pierre. *Dolarização*. São Paulo, Nobel, 1990.
- Silva, Adroaldo Moura da. Em busca da estabilidade de preços. *Informações FIFE*. nº 145, set-out/1992.
- Tavares, Maria da C. & Fiori, José L. (Org). *Desajuste Global e Modernização Conservadora*. São Paulo, Paz e Terra, 1993.
- VEJA**, nº 7, de dezembro de 1994 e nº 8 e 9, de jan/fev/1995
- World Bank. *Money, debt, inflation and forward-looking markets in Brazil*. Report n 10286-BR, LAC, december/1992.
- Walters, Alan. Currency Boards. In:Milgate, John et ali. *The New Palgrave Money*. The Macmillan Press, 1989.
- Zini Jr, Alvaro Antonio. *A política cambial em discussão*. São Paulo: FEA/ USP, 1989. (mimeo).