

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A importância da URV para o sucesso do Plano Real

André Marchetti Pinheiro
Nº de matrícula: 0312907

Orientador: Luiz Roberto Azevedo Cunha

Novembro de 2008

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A importância da URV para o sucesso do Plano Real

André Marchetti Pinheiro

Nº de matrícula: 0312907

Orientador: Luiz Roberto Azevedo Cunha

Novembro de 2008

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer primeiramente aos meus pais, Sílvia e Sérgio, e a minha família pelo apoio e segurança, para que eu chegasse até aqui.

Ao Professor Luiz Roberto Cunha que foi de fundamental importância para a escolha do tema deste trabalho e ao Professor Gustavo Franco que me inspirou a escrever sobre um tema tão contemporâneo quanto presente no nosso dia-a-dia.

Dedico esta monografia a memória de Maria Rosa Ribeiro Pinheiro, vovó Didi, e à Germano Pinheiro, vovô Germano, que sempre torceram por mim.

SUMÁRIO**Página**

1. INTRODUÇÃO	6
2. PLANO REAL	8
2.1. Cenário econômico no período Pré-Real	8
2.2. Criação e implementação	10
2.3. Importância da URV	14
3. UNIDADE REAL DE VALOR (URV)	15
3.1. Criação e implementação	15
3.2. Balanço da URV	20
4. BASE DE DADOS PARA COMPARAÇÃO	23
4.1. Comparação de índices (URV x Variação de preço)	23
4.2. Análise comparativa	27
4.3. Resultados	30
5. CONCLUSÃO	31
6. BIBLIOGRAFIA	32

ÍNDICE DE TABELAS**Página**

Tabela 2.2: Composição dos haveres financeiros (M4) – (R\$ milhões)	11
Tabela 3.1: Mudança do padrão monetário e paridade	18
Tabela 3.2.1: Índices de inflação que compõem a URV (variação mensal)	21
Tabela 3.2.2: Índice de inflação – IPCA (variação mensal em 1994)	22
Tabela 4.1: Comparação de dados (URV x Variação de preços)	24,25 e 26
Tabela 4.2: Índice de inflação – IGP-DI (variação mensal em 1993-1994)	27

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1: Comportamento da inflação mensal IGP-DI – 1985-1996(%)	8
Gráfico 2.2: Taxa de câmbio - R\$ / US\$ - comercial – compra – média mensal	12

1. Introdução

A falta de estabilidade econômica e a inflação eram um problema que o país vinha enfrentando há tempos. Planos e mais planos foram tentados sem sucesso. Uma nova tentativa foi implementada, tendo em vista todos os planos anteriores – sem sucesso – até que se chegasse a um conjunto de elementos que seriam à base de sustentação para a criação do plano de estabilização que acabaria com quase três décadas de indexação econômica e convívio com uma hiperinflação, o Plano Real.

O Plano Real enfrentou problemas que levavam ao processo inflacionário, buscando soluções para a coordenação decisória, a desindexação, o equilíbrio contratual, a remonetização e o controle da liquidez que acabavam por levar ao descrédito em relação à moeda nacional vigente.

Neste contexto, surge então, a Unidade Real de Valor (URV), um indexador único e que possuía características de moeda, mas sem a função de meio de pagamento. A URV teve um importante papel no que diz respeito ao controle inflacionário neste período de transição do cruzeiro Real para a nova moeda.

Apesar de não haver dúvidas que o Plano Real foi um sucesso, e que a utilização da URV se mostrou acertada, permitindo também ajustar os preços relativos, pouco se olhou para a comparação do reajuste deste indexador frente aos índices econômicos de preços por atacado – oferta global, setor a setor. Mesmo levando em conta outros fatores de impacto na inflação, como entressafas e declarações inoportunas de agentes não econômicos, é possível fazer uma comparação entre a variação da URV e a variação de preços em diversos setores durante o período no qual a URV vigorou e verificar sua evolução relativa.

Discutir o porque alguns preços setoriais não caminhavam junto com o novo indicador de reajuste geral de preços é importante para entender porque neste período ainda havia o risco de novas pressões inflacionárias.

Este trabalho visa mostrar como a URV foi à base do sucesso da estabilização econômica que teve como consequência a implementação da moeda Real. Após uma revisão histórica da criação do Plano Real e desse instrumento, e da sua relevância para que diminuísse com a inflação, o trabalho pretende usar ferramentas para análises

comparativas e mostrar que nem todos os setores da economia brasileira estavam em compasso com essa nova realidade.

2. Plano Real

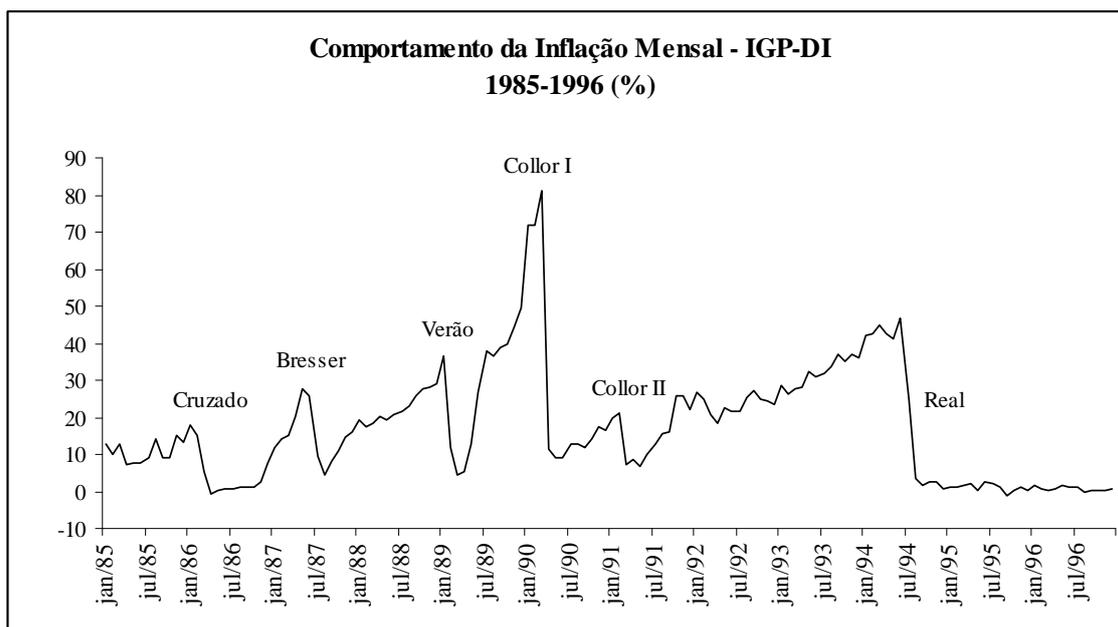
2.1. Cenário econômico no período pré – Plano Real

O crescimento brasileiro até a década de 70 conseguia conviver com a inflação. A alta participação do Estado na economia e a inflação contínua foram questionadas no final dos anos 70 e início dos anos 80 após o segundo choque do petróleo, além de uma crise de liquidez externa (moratória do México em 1982) e de uma crise fiscal com conseqüências no processo inflacionário.

Os seguidos fracassos no combate à inflação agravaram a crise financeira do país. De 1986 a 1991, a economia brasileira passou por cinco diferentes planos de estabilização: Cruzado; Bresser; Verão; Collor I; e Collor II.

No início dos anos 90, Fernando Collor de Mello foi eleito presidente em um cenário onde a inflação passava dos 80% ao mês - conforme mostra o Gráfico 2.1 sobre a taxa de inflação no período de 1985-1996 - e a economia já não apresentava as taxas de crescimento relevantes da década de 70.

Gráfico 2.1:



Fonte: GIAMBIAGI, FÁBIO; *Economia Brasileira Contemporânea (1945 – 2004)*. (Rio de Janeiro: Elsevier, 2005).

As reformas propostas por Collor visavam à diminuição da participação do Estado na economia, com um processo de abertura comercial e financeira, além de algumas privatizações.

O primeiro plano de estabilização, o Collor I, re-introduziu o cruzeiro, implementou o regime de câmbio flutuante, além da tentativa de congelamento de preços – artifício utilizado em outros planos fracassados - que não funcionou. O ato mais radical do plano foi o bloqueio de todos os ativos monetários que excedessem NCr\$ 50.000 e que seriam devolvidos, já transformados em cruzeiro, após 18 meses com correção monetária mais juros. A medida era altamente impopular, pois desestimulava investimentos e prejudicava os pequenos poupadores, além de errar o alvo, pois reteria apenas o estoque da moeda indexada, e não seu fluxo. Segundo a Teoria Quantitativa da Moeda, é o fluxo de moeda que gera inflação e não seu estoque, fazendo com que a medida fosse inócua. A forte retração econômica reduz a inflação no curto prazo, mas logo volta a se acelerar.

Em fevereiro de 1991, foi lançado o Plano Collor II, com o objetivo de controlar a inflação que o plano anterior não conseguiu. Neste novo Plano, o controle da inflação seria alcançado pela contenção de gastos na administração pública e pelo corte das despesas. O Plano tenta dar fim à indexação, que era vista como a causa principal da inflação. Algumas ações para tentar diminuir a indexação econômica foram introduzidas, porém a baixa credibilidade do governo possibilitou a queda da inflação durante alguns meses, mas escândalos políticos levaram ao *impeachment* do Presidente Collor, e inviabilizaram qualquer política econômica que dependesse da credibilidade do governo.

Os planos Collor I e II falharam na tentativa de eliminar a inflação e resultaram em recessão. Fernando Collor de Mello foi destituído do cargo no final de 1992, após escândalos e revelações de esquemas de corrupção e de dois planos de estabilização mal-sucedidos. Neste contexto, Itamar Franco assume a Presidência da República e continua o processo de reformas. Sua medida mais importante no período foi o

lançamento do programa de estabilização que acabaria com trinta anos de indexação da economia brasileira, o Plano Real, através da URV.¹

2.2. Criação e implementação

Sob a Lei nº 8.880 de 27 de Maio de 1994, que dispunha sobre o Programa de Estabilização Econômica e o Sistema Monetário Nacional, e instituía a URV, nascia o Plano de estabilização que acabaria com quase trinta anos de indexação e convivência com altas inflações no Brasil. Nascida primeiramente sob a Medida Provisória nº 434 de 27 de Fevereiro de 1994, formando a base para a implementação do Plano que visava por fim a hiperinflação através de mecanismos políticos, sociais, e claro, econômicos.

O Plano Real teria que atuar em várias frentes – entre as principais delas, a desindexação; política monetária; o ajuste fiscal; e o câmbio -, enfrentando problemas como a superindexação, que levava a moeda vigente, o cruzeiro real, a perder sua capacidade de servir como reserva de valor, deteriorando também suas funções de meio de pagamento e unidade de conta. A URV – assunto a ser tratado no capítulo 3 deste trabalho -, neste ponto, foi a melhor saída encontrada e, de fato, conseguiu estabilizar os preços para a entrada do novo meio circulante, o Real.

Quando a mudança do padrão monetário fosse instituída, o país precisaria também, de alterações no regime monetário, que estavam moldados para a convivência com altas taxas de inflação. Não havia dúvidas que era necessário uma âncora monetária, a fim de ajudar a romper com essa inflação. Um choque fiscal, visando a restrição de liquidez, através de compulsórios e aumento de juros; a alteração da composição do Conselho Monetário Nacional (CMN) - essa recomposição do CMN tinha a clara intenção de aumentar a independência da autoridade monetária, separando suas atribuições da do Banco Central, aumentando também a independência do BCB, algo importante para dar mais credibilidade aos organismos monetários nacionais -; o limite para a emissão da nova moeda; e o lastreamento da base monetária nas reservas internacionais do país tinham a intenção de mostrar a disposição de se criar condições para termos um sistema com âncora monetária e taxa de câmbio flexível².

¹ Retrospectiva histórica adaptada das notas de aula do Professor Luiz Roberto Azevedo Cunha, na matéria Economia Brasileira Contemporânea II.

² Ver a discussão das novidades da MP nº 542, de 30.06.1994 em “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – páginas 67-68 e Capítulo 6.

Mesmo com mecanismos que visavam restringir a liquidez, parecia que as ações não estavam dando resultado, dado a alta taxa de substituição dos passivos das instituições financeiras. O aumento do compulsório dos depósitos da poupança e do recolhimento compulsório pareciam não ser suficientes para restringir a liquidez da economia. Novas ações³ foram tomadas no mês de Outubro de 1994, como a que estabelecia um prazo máximo de três meses para operações de crédito de qualquer natureza; e a de um recolhimento compulsório de 15% sobre operações de crédito, e tiveram impacto sobre a composição do M4⁴ como pode ser visto na Tabela 4.1.. Essas ações se refletiram em aumento do compulsório em espécie e em títulos, ajudando na restrição da liquidez, tendo impacto nos preços, diminuindo mais a inflação.

Tabela 2.2: Composição dos haveres financeiros (M4) – (R\$ milhões)

mês	papel- moeda	compulsórios		haveres livres	M4 ajustado
		em espécie	em títulos		
Junho	2.109	7.926	5.610	133.292	148.847
Julho	3.717	12.882	8.240	124.911	149.750
Agosto	4.352	14.879	8.235	125.505	152.971
Setembro	5.468	18.547	12.733	118.321	155.069
Outubro	5.427	19.134	20.539	116.152	161.252
Novembro	6.054	21.052	22.247	119.002	168.355
Dezembro	8.622	24.479	23.402	116.551	173.054

Fonte: DEPEC – Banco Central do Brasil (Tabela retirada do livro “O Plano Real e outros ensaios” Gustavo Franco – página 72)

Essa política monetária contracionista tentava conter a pressão sobre a demanda agregada, provocada por essa mudança nos índices inflacionários. A queda da inflação criou um efeito-riqueza, produzido pela estabilização e deveria ser controlado por uma contração fiscal de mesma magnitude, a fim de controlar o déficit público. Ainda sob efeito da restrição de liquidez, alguns bancos foram liquidados, outros sofreram intervenção do Banco Central⁵, e por conseqüência, entraram em processo de

³ Sobre as Resoluções e Circulares destas ações, ver “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 72.

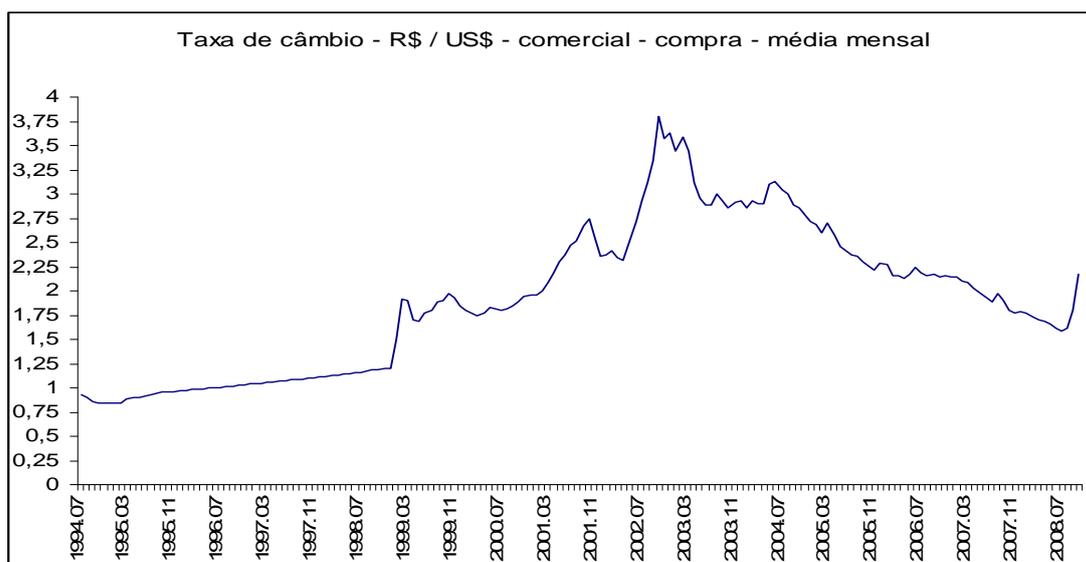
⁴ Agregado mais amplo que M3, inclui ainda títulos privados compostos pelos depósitos a prazo, letras de câmbio e letras imobiliárias e hipotecárias.

⁵ Bancos pequenos tinham carteiras de crédito construídas através de captação diária no mercado interbancário. Sobre os bancos que sofreram intervenção, ver “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 74.

privatização. O processo de remonetização se encerra, mostrando a solidez do sistema financeiro, capaz de estabilizar a inflação em níveis baixos, formando a base da âncora monetária.

O Plano Real também surpreendeu em mudar sua relação com o regime cambial, quando no lançamento do Real o Banco Central comprou dólares a 95 centavos de Real por dólar.⁶ “A indicação era muito clara: a taxa de câmbio seria flexibilizada para baixo. Na verdade, começava aí uma nova fase na política cambial brasileira”.⁷ Essa percepção derivava do fato de que esse movimento do Banco Central não era apenas passageiro, ou para corrigir distorções propiciadas pela mudança do padrão monetário, mas sim de uma real mudança nas relações cambiais brasileiras. Operava-se com câmbio flexível, novidade no mercado de câmbio nacional e com duas inovações frisadas pelas autoridades monetárias: taxa de câmbio desindexada; e que a sustentação da taxa de câmbio a níveis artificiais, resultado de compra/venda não poderia ser mantida devido à limitação da emissão da nova moeda. O BC operou durante o primeiro semestre de 1994, mas sua intervenção adquirindo dólares deixava claro que a taxa de câmbio não era consistente com o equilíbrio no setor externo. Ao parar de intervir no mercado de câmbio, o BC permitiu uma apreciação da taxa de câmbio - que pode ser vista no Gráfico 2.1 – nos meses subseqüentes a introdução da nova moeda.

Gráfico 2.2:



⁶ Sobre a circular que autorizou a negociação e disposições sobre o novo regime cambial, ver “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – seção 2.8 (O Real e o novo regime cambial).

⁷ Frase retirada do livro “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 57.

Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim, Seção de Pagamentos (BCB Boletim/BP). Retirado do site IPEADATA.

A apreciação cambial ajudava a criar uma pressão deflacionária nos preços associados ao dólar, gerando uma “âncora cambial”, produzindo (...) “um choque de expectativas que se revelou fundamental, nas primeiras semanas do Plano Real”.⁸ O novo regime cambial ajudaria a reduzir a dívida pública, teria impacto sobre as expectativas e ajudaria na criação da âncora monetária. A questão cambial, no entanto, não era simples, já que com a retomada da entrada de capital, a conta corrente passa a ser positiva – afastando riscos no plano cambial –, mas gerou também crescimento da dívida interna, devido aos juros internos.⁹ Ao identificar os problemas da “bonança cambial”, o Banco Central se retira do mercado de câmbio, gerando a já citada apreciação cambial e tributa a entrada de capitais.¹⁰

O novo regime cambial cumpre papel duplo ao ajudar a rigidez de preços, e servir como instrumento para assegurar o equilíbrio externo visando o longo prazo. “É crucial, portanto, a importância do regime cambial para a estabilização, principalmente tendo em vista que o peso relativo dessas suas funções é mutável”.¹¹ E é devido a essa política mutável com relação ao regime cambial que não foram fixados parâmetros limitadores a política cambial, aumentando a credibilidade do Plano Real. Há de se lembrar que a adoção do sistema de bandas cambiais e a desindexação trouxeram ganhos conceituais que levariam a ajustes futuros no tocante das políticas cambial e monetária.

Ficou claro na época que o Plano Real precisaria de ajustes ao passar do tempo, que só poderiam ser resolvidos à medida que os problemas fossem surgindo, mas o que se percebe é que os fundamentos para a implementação deste plano de estabilização foram bem elaborados, não só do ponto de vista econômico, mas também do ponto de vista jurídico, a fim de se minimizar os percalços que viriam em frente. Em uma passagem bastante esperançosa, Gustavo Franco diz - “(...) o Plano Real precisa tornar-se mais que simplesmente um plano de combate à inflação fundado na boa técnica econômica, mas uma senha para um projeto muito mais ambicioso de renovação das regras e instituições que regulam uma economia em contínua e acelerada transformação. Reformas são necessárias – como todos sabem – para avançar nessa direção, e o desafio

⁸ Trecho e frase retirados do livro “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 59.

⁹ Para uma análise do processo, ver “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 61.

¹⁰ Medida que, segundo G. Franco em “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 62 se mostra acertada devido ao quadro macroeconômico brasileiro.

¹¹ Trecho e frase retirados do livro “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 64.

de aprofundá-las será enfrentando com coragem, determinação e sobretudo paciência.”.¹² Essa era a mensagem que deveria ficar marcada, ou seja, o Plano real visava mudanças muito maiores para o país, mudanças não apenas econômicas, mas também sociais, que não poderiam se limitar a um governo, já que as reformas necessárias para a desburocratização do Estado estão em curso até hoje.

2.3. Importância da URV

A Unidade Real de Valor (URV) foi idéia chave para o plano de estabilização¹³ que começou a ser empreendido no Governo Itamar Franco para controlar o processo de hiperinflação que mais uma vez assolava o país. A URV foi desenvolvida, do ponto de vista econômico e jurídico para restaurar as funções da moeda comprometidas por essa hiperinflação. Esse indexador único, “contemporâneo”, - segundo Gustavo Franco¹⁴ – coordenou os preços, servindo como unidade de conta até que se transformasse e, já sob o nome de Real, tivesse também as funções de meio de pagamento e reserva de valor.

A URV foi um mecanismo inovador, que encontra precedente na pouco conhecida experiência do *rentenmark* alemão nos anos 20,¹⁵ tendo participação fundamental no combate a inflação, e, ajudando na transição do cruzeiro real para a nova moeda, o Real. “Ela tornou desnecessário o congelamento, a pré-fixação, ou qualquer outro mecanismo coercitivo de intervenção nas decisões soberanas dos agentes econômicos. Ela ofereceu uma fecunda terceira via entre a heterodoxia e a ortodoxia”.¹⁶

¹² Trecho retirado do livro “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 78.

¹³ Descrição de Carlos Alberto Sardenberg em artigo na Folha de São Paulo -20.08.1995.

¹⁴ Em “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco), o autor menciona a URV como “indexador contemporâneo” na página 38.

¹⁵ Para consulta ao *rentenmark* alemão, ver “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – Cap. 4.

¹⁶ Trecho retirado do livro “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 49.

3. Unidade Real de Valor (URV)

3.1. Criação e implementação

A URV (Unidade Real de Valor) é implementada tendo como pano de fundo não apenas questões econômicas, mas também jurídicas de como implementar uma moeda, que rompesse com o padrão monetário vigente, e fosse aceita pela sociedade com a função de unidade de conta, mas sem que tivesse a função de meio de pagamento.

O problema inicial se dá a partir das funções básicas da moeda que são: Meio de pagamento; Reserva de valor; e Unidade de conta, - características aceitas entre economistas, mas de grande complexidade para advogados que enxergam apenas as funções de meio de pagamento e unidade de conta – funções formais da moeda e que segundo estes, legitimam ao Estado a capacidade de se expressar sobre o que é sua moeda nacional. A dificuldade de caracterizar o que é moeda leva a interpretações como a de John Hicks¹⁷ na qual moeda é “uma criação do estado” e A. Mendes e E. B. Nascimento na qual a moeda é “um título de poder liberatório emitido pelo Estado, com curso forçado decorrente de lei e com aceitação obrigatória para cancelar débitos”.¹⁸

O cenário brasileiro se caracterizava singular devido suas leis, que refletiam a realidade social do país em um período longínquo das necessidades atuais. O Decreto Lei nº 857 de 11 de Setembro de 1969, que vinha a aperfeiçoar o Decreto nº 23.501 de 27 de Novembro de 1933, ainda permanecia em vigor e não tratava das mudanças do cenário monetário como a inflação e a indexação, já que estas não compunham o quadro de preocupação do país na época em que esses decretos foram criados.

O avanço da inflação muda esse cenário, levando a uma nova realidade, que por não constar na lei, precisa criar novos mecanismos de combate a essa perda do poder de compra. A inflação expõe a dissociação entre a moeda de conta e a moeda de pagamento, e o reconhecimento da diferença entre dívida de dinheiro e dívida de valor – princípio da correção monetária. Essa dissociação é conhecida como “bigamia

¹⁷ Para mais, ver “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – páginas 28-29.

¹⁸ Citação em “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 29.

monetária”.¹⁹ A Jurisprudência tratou de reconhecer essa diferença e foi de fundamental importância para o avanço na qual tratava a moeda de curso legal e forçado como meio de pagamento, mas reconhecia que outros indexadores podiam servir de unidade de conta.

O reconhecimento de que existem vários indexadores privados fazendo o papel que por lei é do estado, leva a necessidade de reconstruir a moeda através de um indexador único, a URV, antes mesmo de virar moeda de conta, o Real. E devido à inflação, que ao decompor a moeda, destruindo sua função de reversa de valor, e por consequência sua função de unidade de conta, faz com que os agentes econômicos procurem outras formas de indexação – no caso brasileiro, uma “superindexação”, como em moeda estrangeira, UFIR, ORTN, entre outras – o que reduz também sua capacidade de servir como meio de pagamento.

Essa reunificação monetária necessária para que a moeda voltasse a ter suas funções novamente combinadas e não desassociadas, foi o primeiro passo para a criação deste indexador único, que serviria a princípio como unidade de conta sem, no entanto, ser por “inteiro” uma moeda.

A URV foi inovadora e diferente das outras tentativas dos planos de estabilização, pois ao invés de se criar duas moedas, (...) “separou duas funções de uma *mesma moeda* (grifo do autor)”.²⁰ Em reformas anteriores, existia o problema da nova moeda (indexada) que ao substituir a moeda velha, continuaria desacreditada e o plano já começaria comprometido. Essa mudança no padrão monetário tinha reflexos imediatos quanto às obrigações que, independentemente da indexação, devem ser pagas com a moeda definida por lei no dia do vencimento destas obrigações.

Uma questão importante é que dada troca do padrão monetário, a manutenção do equilíbrio econômico das obrigações, independente do novo indexador ou moeda, deve ser mantido. Com isso, a correção monetária passa a ter papel importante uma vez que, deve apenas restaurar a perda de poder aquisitivo, enquanto a indexação ou os indexadores tem propriedades mais complexas.²¹ Devido a essa complexidade, havia a necessidade de se iniciar a reforma monetária a partir de um só parâmetro, um só indexador, que fugisse do problema de ser julgado inconstitucional ao tratar da questão da correção monetária. Esse “indexador contemporâneo” deveria refletir apenas a

¹⁹ A esse respeito, ver citação em “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 34.

²⁰ Observação do Gustavo Franco em “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 36.

²¹ Discussão elucidativa em “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 38.

variação do poder aquisitivo da moeda nacional, assim sendo, a correção monetária se daria através da inflação efetivamente ocorrida, caracterizando-se assim como “*backward looking*” – acarretando em um indexador “sujo”. Assim, a construção da URV buscava a criação de um indexador que permitisse uma leitura “limpa” da expectativa da inflação – conceito “*forward looking*”.²²

A solução estava na implementação de alguns elementos como o uso de se fazer indexação com referência a unidades de conta oficiais não monetárias, ou seja, referenciar uma dívida a uma unidade de conta indexada. Outro elemento, mais jurídico, tem a ver com o problema da mudança do padrão monetário em relação aos contratos, que, ao se extinguir a moeda antiga, deve-se manter o equilíbrio contratual, mas cria um problema para a correção monetária, já que esta deve repor perdas no poder de compra de uma moeda que não existe mais. Neste caso, as cláusulas de correção monetária foram estabelecidas para a conversão para a nova moeda ou indexador, mesmo para os contratos em vigor, a fim de preservar o equilíbrio contratual.

A reconstrução da moeda começaria ao se indexar a economia a uma mesma unidade de conta, tornando a transição para o novo padrão monetário em uma mudança de denominação monetária, sem impacto sobre o equilíbrio das obrigações, pois estas estariam referenciadas a um indexador, a URV, sujeito à correção monetária e que seria a única unidade de conta e serviria como (...) “embrião da nova moeda, o Real”.²³

A Medida Provisória nº 434 de 27 de Fevereiro de 1994 criou a Unidade Real de Valor (URV), como um novo padrão de valor monetário, dotado de curso legal e que integraria o Sistema Monetário Nacional, sendo uma “moeda de conta” que serviria como meio de pagamento depois de emitida, quando passaria a se chamar Real. Essa separação das funções da moeda até a criação do Real levantou dúvidas quanto a sua formulação – já que não seria uma moeda por “inteiro” -, mas por conter características de Reserva de valor e Meio de pagamento, a URV não era menos moeda, já que moeda nada mais é que criatura da Lei.²⁴ A Tabela 3.1 mostra a mudança do padrão monetário, apresentando algumas características de suas respectivas moedas.

²² Trecho adaptado de “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – páginas 38-39.

²³ Frase retirada de “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 41.

²⁴ Discussão completa em “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 42.

Tabela 3.1: Mudança do padrão monetário e paridade

DENOMINAÇÃO	SÍMBOLO	VIGÊNCIA	PARIDADE
<p>CRUZEIRO REAL: Em agosto/93, a moeda fica sem 3 zeros novamente e vira Cruzeiro Real. Nos 11 meses de sua existência, o cruzeiro real acumulou uma inflação de 3700%</p> <p>Em 1993 com base na Medida Provisória nº 336, de 28/07/93, convertida na Lei nº 8.697 de 27/08/93, e Resolução do Banco Central nº 2.010 de 28/07/93 foi criado o Cruzeiro real (CR\$) com a paridade de 1.000,00 cruzeiros = 1,00 cruzeiro real.</p>	CR\$	01/08/93 a 30/06/94	1000 cruzeiros = 1 cruzeiro real
<p>REAL: Em julho/94, o Presidente Itamar Franco cria o Real, cujo plural é Reais. Antes que entrasse em circulação, passou a vigorar uma unidade de conta, não de troca, chamada URV - Unidade Real de Valor, com variação diária. A economia era estimulada a usá-la como referência. Quando a URV chegou a 2750 cruzeiros reais, a nova moeda, REAL, entrou em vigor.</p> <p>Em 1994 com base nas Leis nºs 8.880, de 25/05/94, e 9.069, de 29/06/95 foi criado o Real (R\$) com a paridade de 2.750,00 cruzeiros reais = 1,00 real.</p>	R\$	01/07/94 a ...	2.750 cruz. reais = 1 real

Fonte: Site dos Índices

Após a introdução da URV, haveria uma “taxa de câmbio” entre o cruzeiro real e a URV, que seria fixada diariamente pelo Banco Central do Brasil refletindo a perda do poder aquisitivo do cruzeiro real. Essa paridade faria com que as obrigações fossem expressas em URV, sujeitas à correção monetária. Este tipo de conversão confirmava o vínculo entre correção monetária e “moeda de conta”, fazendo possível que a função “unidade de conta” fosse refeita antes do início da circulação da nova moeda, o Real. O cálculo da paridade diária entre o cruzeiro real e a URV estabelecia a metodologia em que a variação da expressão em cruzeiros reais da URV teria como base a média de três índices de preços: o IGP-M; IPCA-E; e o IPC-FIPE.²⁵

A introdução do novo padrão monetário faz com que as dúvidas com relação ao equilíbrio contratual e das obrigações sejam postos à prova. A adaptação nos contratos, dado a realidade do novo indexador faz o plano de estabilização encarar o desafio onde outros planos falharam, a política salarial. Ao determinar que os salários em geral,

²⁵ Discussão completa, com apresentação dos decretos em “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 42.

salário mínimo e benefícios da Previdência seriam convertidos pela média dos valores em cruzeiro real dos últimos quatro meses convertidos em URV estava-se modificando a expressão monetária dos salários para URV; fazendo a transição do sistema de pagamento de salários do regime de competência para o regime de caixa; além da própria determinação de uma conversão pela média. A mudança para o regime de caixa fez com que a idéia de que o salário contratual tinha significado econômico em si fosse desfeita, pois após um julgamento de dissídio de greve pelo Tribunal Regional do Trabalho de São Paulo, veio à sentença de o relator esclarecer que o direito a inflação relativa ao mês de competência, relativo ao índice de inflação supostamente perdido, não existe. De fato, as perdas salariais após a conversão para o regime de caixa, convertido pela média, não ocorreram e não geraram desequilíbrio contratual. Os salários expressos em URV e pagos em cruzeiro real tinham reajuste mensal pleno, conquista inédita para o movimento sindical.²⁶

A introdução da URV enfrentaria, ainda, problemas como a coordenação decisória, já que no processo de estabilização de preços, a provisão deste “bem público”, existe o problema do *free rider*, que se caracteriza pela não colaboração do agente individual frente à não exclusão do seu consumo do bem público.²⁷ A URV se apresentava como solução a este problema a partir do momento em que era um produto que gerava uma externalidade positiva ao coordenar o reajuste de preços. Outro problema na introdução da URV são os incentivos para sua adoção, já que facultou os contratos existentes a conversão. A Medida Provisória de criação da URV, no entanto, obrigou que os novos contratos fossem feitos em URV, lembrando ainda que na emissão do Real, as obrigações seriam expressas na nova moeda. A adoção se deu de forma surpreendente, pois como os salários estavam convertidos em URV, e a URV como único indexador, parecia natural sua aceitação.

Essa boa aceitação da URV e a conversão obrigatória dos salários levaram a crença de que a economia podia reviver um processo de “superindexação”, ou que a variação diária da URV pudesse levar a um reajuste diário de preços. A fim de se evitar isto, foi praticamente proibido expressar os preços em URV no varejo, já que era obrigatória a expressão dos preços em cruzeiro real. A intenção desta medida era de se

²⁶ Discussão completa e trechos retirados do livro “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – seção 2.4. Segundo o autor, o teste da política salarial foi vencido com amplo sucesso.

²⁷ Discussão completa em “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – Capítulos 14 e 15.

e elevar o “custo de cardápio”²⁸, e evitar remarcações diárias nos preços. Esta medida se mostrou acertada, evitando o reajuste diário de preços, não implicando em aceleração da inflação devido à introdução da URV.

Em um último teste, a URV enfrentaria o problema das obrigações pós-fixadas no momento da mudança da moeda.²⁹ Havia o medo de a indexação defasada provocasse resíduos inflacionários, levando ao desequilíbrio dos contratos. A fim de preservar o equilíbrio contratual, foi estabelecida uma regra – Artigo 38º, da Lei nº 8.880 de 27 de Maio de 1994 - para o cálculo dos índices de correção monetária válidos para os meses de Julho e Agosto, os dois primeiros sob a nova moeda. O que se pretendia era mensurar a perda do poder aquisitivo da moeda, em um cenário onde medir a inflação não seria simples, pois com a mudança do padrão monetário, os preços de Julho estariam referenciados em cruzeiro real ou URV, enquanto os preços de Julho e Agosto, por exemplo, já estariam em Real. A solução encontrada para calcular inflação com moedas diferentes foi converter os preços em cruzeiros reais para URV, e comparar os preços expressos em Real de Julho com os preços em URV de Junho, já que a URV e o Real eram a mesma moeda. O Artigo 38º foi de fundamental importância para que não houvesse desequilíbrios contratuais, ajudando o Plano Real a ser bem sucedido nos testes dos tribunais.³⁰

3.2. Balanço da URV

A introdução da URV suscitou a dúvida de economistas se a própria URV poderia acelerar o processo inflacionário que esta tentava conter. Joaquim Toledo, no artigo “A Inflação em URV”³¹ aponta este fato, afirmando que haverá inflação em URV, citando três fatores principais que causariam aceleração da inflação devido ao indexador. O primeiro fator seria o déficit público relativamente grande; a espiral de preços e salários dado o aumento da demanda propiciado pela queda da inflação (efeito-riqueza); e a própria consequência do sucesso do Plano que geraria um “boom” econômico, levando a um aumento geral de preços através das Expectativas auto-realizáveis – já que as

²⁸ Os custos de cardápio são os custos de alteração dos preços nominais.

²⁹ Adaptação da discussão contida em “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – páginas 50-52.

³⁰ Afirmação do autor em “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 53. Para mais discussões, ver o parecer “Correção monetária pelo IGP-M de CDB emitido em 03.01.1994” (Dionísio Carneiro e Luiz Roberto Cunha).

³¹ Joaquim Elói Cirne de Toledo na Carta de Conjuntura/ Garantia, 2º versão/ 27.04.1994.

empresas ao esperar um aumento de preços, efetivamente repassam essa expectativa de inflação para seus produtos. Toledo ainda destaca que a entrada da nova moeda deveria aumentar a inflação, pois, devido à impossibilidade do governo de praticar altas taxas de juros em termos reais (pelo custo da dívida pública), o governo não teria como evitar a expansão da demanda através de política monetária. Em última análise, Toledo cita que essa impossibilidade de se praticar política monetária contracionista, condicionada a uma ausência de ajuste fiscal, seriam componentes para um sucesso apenas transitório do Plano Real.

Esse medo quanto ao aumento da inflação em URV, afetou na prática o índice apenas no início,³² já que sucessivas declarações de autoridades, especialmente não econômicas, contribuíram para uma onda de remarcações de preços, que aumentaram a inflação captada pelos três índices que compunham o cálculo da URV no mês de Março, em comparação aos meses de Janeiro e Fevereiro – como pode ser visto na Tabela 2.3. Apesar deste reajuste inicial, pode-se constatar que nos meses subsequentes a introdução da URV, os índices de inflação permaneceram relativamente estáveis, não se confirmando as previsões de que essa indexação total à URV provocaria um aumento inflacionário.

Tabela 3.2.1: Índices de inflação que compõem a URV (variação mensal)

Período	IGP-M	IPCA-E	FIPE-3	URV
Janeiro	39,04	39,17	40,94	39,73*
Fevereiro	40,78	39,70	37,04	39,17*
Março	45,71	43,63	41,31	46,01
Abril	40,91	41,25	45,43	42,20
Maior	42,58	44,21	44,66	41,69
Junho	45,21	44,65	48,97	46,60

*Média dos três índices conforme tabela anexa à MP 434

Fonte: DEPEC – Banco Central do Brasil (Tabela retirada do livro “O Plano Real e outros ensaios” Gustavo Franco – página 54)

Nos meses seguintes, já sob novo padrão monetário, restava comprovar o sucesso da URV, frente aos índices de inflação em nova moeda, o Real. Foi observado uma deflação nos meses de Julho, Agosto e Setembro medidos pelo IPCA – conforme a Tabela 2.3.2 -, fruto da frustração de que haveria um *boom* no consumo, ou ainda,

³² Trecho adaptado de “O Plano Real e outros ensaios” (Gustavo Franco) – página 54.

alguma tentativa de controle de preço. Sob o ponto de vista estrito do controle da inflação, a URV cumpre seu papel ao entregar a nova moeda a índices de preço bem mais favoráveis do que no momento da sua implementação.

Tabela 3.2.2: Índice de inflação – IPCA (variação mensal em 1994)

Período	IPCA (%)
Maio	44,03
Junho	47,43
Julho	6,84
Agosto	1,86
Setembro	1,53

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor (IBGE/SNIPC). Retirado do site IPEADATA.

4. Base de dados para comparação

4.1. Comparação de índices

A URV teve um importante papel no que diz respeito ao controle inflacionário neste período de transição do cruzeiro real para a nova moeda. Muito foi estudado sobre a URV, mas pouco se olhou para a comparação do reajuste deste indexador frente aos índices econômicos de preços por atacado – oferta global, setor a setor.

Mesmo levando em conta outros fatores de impacto na inflação, é possível fazer uma comparação entre a variação da URV e a variação de preços em diversos setores durante o período no qual a URV vigorou. É para o período específico de Março à Junho de 1994 que este trabalho visa mostrar os efeitos da URV comparado à mudança nos indicadores e entender o porque alguns setores tiveram mudanças fora do esperado.

A análise será feita através da comparação de uma tabela³³ extraída da Revista Conjuntura Econômica da Fundação Getúlio Vargas - Rio, com a variação da URV, visando identificar os principais setores da economia onde a variação de preços foi maior que a própria URV, e, a partir daí, realizar uma revisão dos motivos dessas variações díspares terem acontecido. Desta forma, espera-se entender melhor os motivos, não apenas macroeconômicos, porém setoriais das mudanças de preços neste período.

A Tabela 4.1 foi desenvolvida a fim de condensar vários indicadores de preços, e mostrar de forma resumida sua mudança nominal e percentual de valores. Os dados da Revista Conjuntura Econômica mostram os preços por atacado – oferta global, com base Agosto de 1994 igual a 100 (base ago.=100). Os setores analisados foram os produtos agrícolas e industriais e seus respectivos sub-setores. Essa variação percentual é comparada com a variação percentual da URV, que tem como fonte³⁴ a variação diária de valores expressos em URV, convertida para variação mensal.

³³ Anexo Conjuntura Econômica – índices econômicos, Dezembro de 1994.

³⁴ Variação da URV retirada do site FGVDADOS, variação diária convertida para variação mensal.

Espaço de três folhas será usado pela Tabela 4.1 em anexo (dados da monografia.doc). A versão impressa do trabalho não apresentará tal distorção, pois ela será incluída neste espaço. (Para melhor visualização da Tabela em questão, ver o anexo em formato de Excel).

4.2. Análise comparativa

As variações de preço dos setores agrícolas e industriais estão dispostas desde Setembro de 1993 até Outubro de 1994, mostrando uma tendência de variação na casa de 40% ao mês (no intervalo entre 30% e 50%) para a maioria dos setores durante o período no qual vigorava o cruzeiro real, valores esses, compatíveis aos índices oficiais de variação como o IGP-DI, conforme mostra a Tabela 4.2.

Tabela 4.2: Índice de inflação – IGP-DI (variação mensal em 1993-1994)

Período	IGP-DI(%)
1993- Setembro	36,99
Outubro	35,14
Novembro	36,96
Dezembro	36,22
1994- Janeiro	42,19
Fevereiro	42,41
Março	44,83
Abril	42,46
Maio	40,95
Junho	46,58

Fonte: Fundação Getúlio Vargas, Conjuntura Econômica (FGV/ Conj. Econômica). Retirado do site IPEADATA.

Para o mês de Julho de 1994, percebe-se uma clara desaceleração no reajuste de preço, principalmente dos setores industriais, já que os preços agrícolas ainda pareciam sofrer de alguma rigidez no curto-prazo. Essa queda foi da magnitude de 50%, já que na maioria dos sub-setores da indústria, o reajuste mensal caiu de cerca de 40%, para algo entorno de 20%. A destacar o setor de química da indústria de transformação que obteve, já no mês Julho um reajuste de apenas 11,74% contra um reajuste no mês anterior de 44,20%. Reajuste este, impactado pela variação de apenas 3,15% no preço dos combustíveis, controlados em parte pelo governo.

Para o mês de Agosto de 1994 (mês de referência), é interessante notar que ao analisarmos os setores, apenas produtos agrícolas; química; tecidos, vestuário e calçados; e produtos alimentares – origem vegetal, apresentaram variação positiva de preços, onde apenas os produtos agrícolas tiveram reajuste significativo(13,36%), porém com uma variância grande nos sub-setores. Além disso, o setor químico apresentou variação de 0,01%, praticamente estável.

Os meses de Setembro e Outubro de 1994 confirmavam essa nova realidade de variações de preços em níveis bem menores que o vistos nos meses anteriores a introdução do Plano Real. Os reajustes continuavam inexpressivos se comparados aos meses anteriores, com destaque para a diminuição das variações no setor agrícola – ainda que positivos, girando agora na casa de 5% ao mês; e ao setor da indústria de transformação – origem animal que apresentou no mês de Outubro uma variação de 9,45% no total, com um reajuste de 13,66% no sub-setor de carne e pescado.

Os setores não mencionados não tiveram alterações que merecessem ser destacadas. Essas percepções dizem respeito à comparação de setor a setor, vistas em comparação de mês contra mês, restando a comparação analítica destas variações contra a URV, no período em que a URV vigorou de Março a Junho de 1994.

É neste período compreendido entre Março e Junho de 1994, que as principais alterações referentes à variação de preços começam a mostrar resultado. É necessário lembrar que com a implementação da URV, havia a preocupação com relação a remarcações diárias de preço, idéia rechaçada por ações do governo e pelos custos de cardápio.³⁵ No mês de Março, no entanto, houve de fato uma remarcação de preços que afetou não só o índice da URV – composto pela média de três índices³⁶ - que saltou de 39,17% para 46,01%, mas também setores como produtos agrícolas; tecido, vestuário e calçados; e da indústria de origem animal como carnes e pescados.

A forte alta no índice de inflação em URV no mês de Março levou a variações que combinam altas maiores que a URV em setores da produção agrícola (alta agregada de 2,93%), como legumes (+19,30%) e oleaginosas (+21,85%); calçados (+13,21%); e indústria de origem animal (alta agregada de 5,63%) e sub-setor carnes e pescados (+8,24%), com baixas expressivas em diversos setores e sub-setores como visto na própria produção agrícola, em raízes e tubérculos (-20,13%); mecânica (-8,32%); eletros-domésticos (-11,80%); veículos (14,81%); setor mobiliário (-8,01%); no setor

³⁵ Citados neste trabalho na seção 3.1 no Capítulo referente à criação e implementação da URV.

³⁶ IGP-M, IPCA-E e IPC-FIPE.

químico (baixa agregada de 5,32%); bebidas (-14,27%); produtos alimentares (-10,22%) e outros que também tiveram baixas relevantes.

Se a alta nos preços do mês de Março podem estar relacionados com a remarcação de preços e uma falsa expectativa de inflação em URV, a baixa expressiva pode estar condicionada a boa receptividade da URV, que leva os agentes a novas expectativas de inflação, conceito de expectativas adaptativas³⁷, menores que as esperadas anteriormente. Como comparação, no mês de Fevereiro, apenas o setor de origem animal da indústria de transformação apresentou variação percentual de preço menor que a URV.

Nos meses seguintes, o reajuste de preços do setor agrícola de maneira geral melhoram, exceto oleaginosas e lavouras que foram persistentemente maiores que a variação em URV. No setor mobiliário, apenas em Abril houve um reajuste maior que a URV (+8,86%), motivados pelas altas relevantes em móveis de madeira (12,17%) e móveis de aço (+3,87%), enquanto o papel e a borracha tiveram sempre reajustes menores. O setor de material de transporte teve reajuste acima da URV em Maio (+6,51%), mas de maneira geral teve desempenho melhor depois da introdução da URV. No setor químico, tintas e vernizes respeitaram bem o novo índice de preços, enquanto os fertilizantes tiveram um aumento expressivo frente a URV no mês de Abril (+10,62%). O setor de bebidas apresentou reajustes maiores que a URV nos meses de Abril e Maio muito em função da alta considerável dos produtos não-alcoólicos que tiveram um reajuste de 96,27% ou 54,27% acima da URV. O setor de bebidas, que tinha apresentado melhora no mês de Março, se caracterizou por uma queda transitória nos preços. O setor da indústria de transformação – produtos alimentares se mostrou muito volátil, com o café, por exemplo, que também tinha apresentado melhoras em Março (-10,86%), e tiveram altas seguidas em Abril (21,35%), Maio (12,18%) e Junho (9,95%). Além das carnes e pescados e do leite que variou muito durante os meses seqüentes a Março. Os produtos farmacêuticos tiveram reajustes sempre maiores que o da URV, enquanto o setor de perfumaria apresentou resultados melhores.

³⁷ Método retrospectivo de formação de expectativas pelo ajuste com base nos erros passados. Ver “Macroeconomia” (Olivier Blanchard).

4.3 Resultados

A diferença na variação dos preços pós-introdução da URV parece confirmar que a medida – introdução da URV -de fato representou uma quebra na tendência de reajustes de preços. É importante ressaltar que a inflação se caracteriza por aumentos generalizados no nível de preços e não por aumentos pontuais. É a partir deste conceito, que parece mais razoável pensar que a introdução da URV representou uma mudança dos preços relativos, ou seja, a desinflação desencadeou uma reordenação dos preços relativos. A redução dos níveis de inflação provoca inflações residuais, que se caracterizam exatamente por níveis maiores de preços em apenas alguns setores, mas não em todos.

As variações de preço mais relevantes estão nos setores de produção agrícola e no setor industrial – produtos alimentares, mais suscetíveis a ações da natureza, sem que possam ser controladas pelo homem. Neste sentido, fica claro que setores que não sofrem com problemas externos a sua produção não tiveram dificuldades em acompanhar a nova realidade que se instalava que era o controle da inflação.

Percebe-se que, mesmo antes da introdução do Real, os reajustes dos setores descritos na Tabela da Revista Conjuntura Econômica realmente parecem, na sua maioria, caminhar junto com a variação da URV, fato que comprova mais uma vez que a introdução da URV foi determinante para o sucesso do plano de estabilização.

5. Conclusão

O Brasil do início da década de 90 vinha de seguidos planos de estabilização que se mostraram frustrados quanto ao combate da inflação. A cada tentativa de se conter o avanço da inflação, a economia e a moeda nacional se mostravam mais frágeis, a ponto de se verificar uma economia cada vez mais indexada e com mais artifícios para se conviver com altas expectativas inflacionárias.

Esse cenário muda com a elaboração de um plano de estabilização que se mostraria viável para acabar com esse problema crônico vivido há tempos. Um conjunto de medidas de caráter econômico e jurídico foram postos em prática a fim de garantir o sucesso do plano que se mostraria capaz de ter efeitos permanentes na realidade brasileira. O Plano Real começou a ser empreendido por um instrumento, a Unidade Real de Valor (URV), que se mostraria fundamental para ajudar nestas mudanças.

A URV foi o instrumento utilizado como referência para que a economia deixasse de ter vários indexadores e passasse a ter apenas um, a própria URV, que serviria de auxílio na transição do cruzeiro real para o novo padrão monetário, o Real. A URV servia como unidade de conta e reserva de valor, já que era possível converter os valores do cruzeiro real em URV. A URV ajudou ainda a manter os equilíbrios contratuais, uma vez, ao servir de unidade de conta, seria mais fácil corrigir os contratos dado o novo padrão monetário que estava para surgir. A URV referenciou preços e contratos e ajudou a romper com o processo inflacionário há tanto tempo enraizado no país.

Vimos neste trabalho que a URV realmente teve importância para conter o avanço inflacionário no que diz respeito ao avanço geral de preços, temor entre economistas, mas que não se confirmou na prática. O instrumento foi de vital importância para a implementação da nova moeda e para o que a partir daí decorresse, pois quanto a sua função, a URV cumpriu e ajudou assim, o sucesso como um todo do Plano Real.

6. Bibliografia

BACHA, EDMAR; “*Moeda, Inércia e Conflito: reflexões sobre políticas de estabilização no Brasil*”. (Pesquisa e Planejamento Econômico, 18. 1988).

BLANCHARD, OLIVIER.; *Macroeconomia*.

(Pearson Prentice Hall, 2004, 3ª Edição, Tradução: Mônica Rosemberg).

CARNEIRO, D. D.; CUNHA, L. R. A.; “*Correção monetária pelo IGP-M de CDB emitido em 03.01.1994 (Parecer)*”.

(Revista de direito bancário e do mercado de capitais – número 25).

CARNEIRO, D. D.; “*Adaptação inflacionária, política monetária e estabilização*”.

(Departamento de Economia, PUC – Rio, texto para discussão, nº 314, março 1994).

FRANCO, G. H. B.; *O Plano Real e outros ensaios*.

(Francisco Alves, 1995, 2ª Edição).

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS; *Conjuntura Econômica*.

(Vários números).

GIAMBIAGI, FÁBIO; *Economia Brasileira Contemporânea (1945 – 2004)*.

(Rio de Janeiro: Elsevier, 2005).

HICKS, J. R.; *Uma teoria de história econômica*.

(Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1969).

MENDES, A.; NASCIMENTO, E. B.; “*Estudo de direito monetário: a moeda e suas funções; obrigações monetárias; estipulação e indexação de obrigações monetárias*”.

(Revista de Direito Mercantil nº 84, Dezembro 1991).

SARDENBERG, C.A.; “*Chaves que guardam os segredos do Plano Real*”.

(Artigo da Folha de São Paulo – 20.08.1995).

TOLEDO, J. E. C.; “*A inflação em URV*”.

(Artigo da Carta de Conjuntura/ Garantia – 2º versão/ 27.04.1994).