

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**PUC-RIO**

**TEXTO PARA DISCUSSÃO  
N.º 351**

**A POLÍTICA MONETÁRIA E A REMONETIZAÇÃO PÓS-REAL**

**DIONÍSIO DIAS CARNEIRO  
(e-mail [dionisio@econ.puc-rio.br](mailto:dionisio@econ.puc-rio.br))**

**DEZEMBRO 1995**

## **Conteúdo**

### **Introdução**

- 1. A Situação Inicial**
- 2. Dilemas Iniciais e as Soluções**
- 3. Periodização**
- 4. Consequências sobre a Demanda por Moeda**
- 5. Conclusões**

# A Política Monetária e a Remonetização pós-Real<sup>1</sup>

Dionísio Dias Carneiro

Dezembro de 1995

## Introdução

O objetivo deste artigo é analisar as mudanças no mercado monetário a partir dos dados disponíveis para o primeiro ano do Real buscando identificar as principais consequências das modificações ocorridas no mercado monetário e na inflação esperada para a demanda por moeda no futuro próximo.

Uma distinção importante a fazer entre a política de estabilização em um contexto de inflação moderada e uma reforma monetária em um contexto de inflação elevada (superinflação ou megainflação, como tem sido denominado na literatura)<sup>2</sup> é que enquanto no primeiro caso a única mudança relevante é a que se passa no contexto da oferta de moeda, no segundo caso, como se pode verificar facilmente quando se analisa uma política de estabilização do tipo que se opera no Brasil, as mudanças relevantes se dão tanto na oferta quanto na demanda por moeda. No caso do plano Real, como se argumentará a seguir, a flexibilidade do regime monetário, que é o calcanhar de Aquiles das políticas de estabilização usuais, pois significa tibieza e pode sinalizar falta de compromisso com a estratégia, pode ter sido no caso brasileiro essencial para que se permitisse haver uma acomodação da demanda por ativos financeiros domésticos, passo essencial para haver um mínimo de estabilidade na demanda por moeda.

Há ainda enormes desafios no horizonte para a consolidação de um regime monetário na medida em que se consolide a demanda por moeda diferenciada dos demais ativos financeiros. A estratégia de política anti-inflacionária iniciada em 1993 ainda não pode, ao final de 1995, ser considerada encerrada, enquanto não for minimamente previsível a demanda pelos diversos ativos financeiros. Isso requer não só que a moeda estrangeira deixe de ser vista como uma alternativa atraente para a transferência intertemporal de poder de compra, o que foi em larga medida conseguido no primeiro ano do programa. Mas também que seja completado o processo de migração da demanda por ativos financeiros dos fundos que substituíram em 1991 os depósitos à vista com correção monetária diária para os ativos de remuneração pré-fixada (essencialmente CDB's) de diversas maturidades.

É difícil considerar-se completada esta tarefa quando observamos que os agregados amplos de ativos financeiros como o M4, por exemplo continuaram a crescer cerca de 40% a cada doze meses durante todo o ano de 1995. No contexto das inovações

---

<sup>1</sup> O autor agradece aos colegas Pedro Bodin de Moraes e a Edward Amadeo por comentários a várias das idéias aqui apresentadas no XII Seminário Nacional de Open Market, promovido pela ANDIMA/ABERJ ( 29 de setembro de 1995) bem como as críticas e contribuições de Luciana Costa Marques de Sá e Eduardo Fernandes em várias discussões e seminários, e a Marcos Rangel pela assistência a pesquisa. Várias das idéias aqui discutidas são produto da interação continuada com Márcio Garcia, em todas as etapas de produção, tendo sido feito uso livre de trabalhos conjuntos anteriores sobre o mesmo tema, mas erros são de responsabilidade exclusiva do autor.

<sup>2</sup> Em Carneiro e Garcia (1995) é feita uma caracterização do regime anterior.

financeiras que caracterizam os mercados de ativos em praticamente todos os países, esta migração para CDB's e formas mais ou menos disfarçadas de passivos de emissão do sistema financeiro far-se-á com participação relevante dos fundos mútuos de vários tipos, a maior parte dos quais administrados por bancos e muitas vezes confundidos pelo público como obrigações bancárias cujo grau de substituição com relação à moeda costuma depender de regras de atuação estabelecidas pelas Autoridades Monetárias cujas implicações exatas ainda não foram testadas.<sup>3</sup> Pode-se esperar que uma parte importante das inovações financeiras que foram introduzidas ao longo dos últimos anos, como forma de permitir a utilização da moeda doméstica em contexto de alta inflação, sobreviva na economia brasileira, mesmo em contexto de baixa inflação e com menor regulamentação da indústria de fundos. Em termos práticos, este cenário projetado significa que a habilidade dos agentes captadores de poupança em garantir, através dos fundos, a liquidez das aplicações sem que haja percepção de perda expressiva de rentabilidade, será parte do desafio para a operação da política monetária no futuro próximo, tanto no que diz respeito à definição dos regimes de controle monetário, quanto para o desenho dos procedimentos operacionais para a atuação do Banco Central. Vê-se o Banco Central assim na prática entre a obrigação de mostrar disposição inequívoca para fazer uma política monetária austera, que pressupõe a construção de obstáculos que oponham resistência à expansão da renda nominal e a realidade da precariedade da escolha de agregados para "target", dada a volatilidade da demanda pelos diferentes agregados. Este problema é enfrentado por virtualmente todos os bancos centrais no mundo e tem sido longamente analisado por estudiosos das questões funcionais da política monetária, mas tanto a inusitada experiência brasileira com inflação elevada e prolongada quanto a opção por uma notável suavidade nas regras que acompanhou a transição do regime pré-hiperinflacionário anterior ao Plano Real tendem a tornar o problema ainda mais dramático nas atuais circunstâncias.<sup>4</sup>

Este trabalho está dividido em cinco partes, em seguida a esta introdução: a situação inicial e os objetivos visíveis para a política monetária pós-Real estão resumidos na seção 1. Na seção 2, são examinados os dilemas de política no contexto dos primeiros meses da reforma monetária, nos quais o processo de remonetização foi perturbado, tanto pelas incertezas associadas ao clima de eleições, quanto pela instabilidade dos fluxos de capitais. Na seção 3, é proposta uma periodização e as características das variáveis fundamentais são examinadas nas diversas etapas em que é dividido o primeiro ano do Real. Na seção 4 são examinadas as consequências sobre a evolução da demanda por moeda das regras e dos diferentes regimes que resultaram efetivos nos primeiros meses. Finalmente, na seção 5 são arriscadas algumas conclusões.

---

<sup>3</sup> A instabilidade de regras para o resgate desses ativos e o grau de garantia que lhes é conferida pelo Banco Central ficou clara quando a desconfiança causado pela intervenção no banco Econômico, por exemplo, exigiu uma rápida definição de seguros de depósitos e limites para o resgate de fundos durante o processo de intervenção.

<sup>4</sup> Veja-se por exemplo, Goodhard (1995, cap. 3). Pinheiro Chagas (1991) faz uma análise do caso brasileiro antes da reforma monetária. Garcia (1994) analisa as implicações dessas inovações para o uso de compulsórios como instrumentos de controle monetário.

## Seção 1 - A SITUAÇÃO INICIAL

Todo programa de estabilização enfrenta um problema preliminar: conquistar a confiança dos agentes econômicos. No caso brasileiro, em que a crise externa dos anos setenta e oitenta já se havia transformado em uma crise desorganizadora da economia interna nos anos noventa, com uma fantástica adaptação da economia à ausência de financiamento externo e à inflação que degenerou em megainflação, o fim da confiança externa no país terminou por gerar o fim da confiança interna. A mudança de regras contratuais, depois do plano Cruzado, e da sucessão de planos fracassados levou à generalização da desconfiança nos contratos e selou os destinos da megainflação: inflação elevada com indexação financeira diária e com incerteza comandada pelos pontos de ruptura das regras.<sup>5</sup>

A confiança a ser conquistada pressupõe, assim, dois campos: a confiança **externa** e a confiança **interna** no futuro do programa.

A confiança externa representa a crença de que o governo não precisará promover uma desvalorização cambial como forma de evitar que um desequilíbrio insustentável no Balanço de Pagamentos encurte prematuramente os horizontes do programa. Uma posição confortável de reservas e perspectivas favoráveis de crescimento das exportações permitem que possam ser sustentadas pressões consideráveis sobre as contas externas em caso de fracasso relativo do esforço de desindexação. Neste quadro, poder perder-se 10 ou 20 bilhões de reservas em caso de emergência representa uma folga de caixa correspondente a cerca de três a quatro anos de necessidades de financiamento, o que só reforça a solidez da posição de longo prazo, dentro de um programa de estabilização que siga um curso coerente.

A confiança interna é algo mais complexo, conforme ilustra a reação dos agentes diante de uma aceleração temporária da inflação mensal. É também o que faz a diferença entre comemorar-se um surto de crescimento ou ver nele fator de preocupação como sintoma de descontrole de demanda. Diz respeito, no caso brasileiro, à difícil tarefa de remover da memória dos agentes os escombros dos programas fracassados, tirar do horizonte os repasses de choques temporários de oferta às elevações (contratuais ou não) de preços, salários, juros, aluguéis e tarifas públicas. Só com esse resultado é possível desindexar o mecanismo de preços e rendas e ter uma economia mais flexível permitindo que a inflação responda de forma mais rápida às medidas tradicionais da política monetária.

As primeiras dificuldades com o desenho da política monetária pós-reforma dizem respeito à dificuldade de se projetar a taxa de inflação que vigoraria nos primeiros meses após a reforma monetária. Os próprios objetivos da reforma envolviam, assim, um salto no escuro: uma desindexação radical da economia requer uma meta de inflação convergente rapidamente para zero, ou pelo menos para uma inflação interna próxima da inflação externa, a fim de que as desvalorizações prematuras da taxa de câmbio não se transformassem em um elemento para reindexar a economia. Mas tal objetivo ambicioso em termos de inflação requer no mínimo que sejam convencidos os agentes econômicos de que a inflação não é necessária para financiar o déficit público,

---

<sup>5</sup> Ver Carneiro (1994) e Carneiro e Garcia (1994) para elaboração deste ponto.

nem para eliminar o excesso de endividamento público sobre o que é estimado como "sustentável", como acontece em outros países. Em termos algo simplificadores, podemos definir o problema inicial como o de determinar uma taxa de câmbio e uma taxa de juros tal que equilibrem o Balanço de Pagamentos e a demanda por moeda.

Temos assim, duas condições de fluxos, o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos tem de ser visto como financiável durante a transição para preços estáveis à taxa de câmbio em vigor. Torna-se mais fácil, assim, adaptar-se à valorização cambial que costuma aparecer com os resultados iniciais do programa.. A segunda condição é que seja produzido um déficit fiscal controlável ou financiável pela senhoriagem (monetária e de dívida) propiciada pela remonetização. Se no caso brasileiro, a posição fiscal não era das mais confortáveis no início do programa, a remonetização e o aumento esperado da demanda por dívida pública que poderia resultar da confiança nos novos rumos daria um fôlego potencial à transição. A existência de ativos públicos privatizáveis é outra fonte de fôlego adicional, podendo substituir o endividamento na transição.<sup>6</sup> Temos também duas condições de estoque: a primeira diz respeito à composição (não explosiva) do ativo do Banco Central (reservas internacionais e crédito doméstico líquido) compatível com o crescimento do passivo que poderia ser projetado pela nova inflação esperada. A segunda é o requisito de uma composição do passivo do Banco Central (entre base e passivo não monetário) que seja compatível com uma taxa de juros não explosiva.

Partindo-se de uma economia com alta inflação e baixo nível de monetização, era importante considerar a precariedade do controle do déficit público baseado apenas na repressão das despesas. Praticamente sem apoio de nova legislação, as necessidades de financiamento do setor público, que nos anos 80 haviam atingido a média de 5% do PIB, foram contidas em cerca de 0,5% do PIB entre 1990 e 1994. Em cenário favorável, o ajuste fiscal ajudaria a sustentar a reforma. Em cenário muito desfavorável, pode comprometer a estabilização. Em um cenário intermediário mais realista, a melhoria progressiva das perspectivas de ajuste requer projeções das necessidades de financiamento do setor público para os próximos anos que mostrem um ajuste mais equilibrado em termos das diferentes esferas de governo do que foi conseguido nos primeiros dezoito meses de programa, quando na realidade aumentaram de forma notável as pressões expansionistas da política fiscal. A reversão deste quadro parece ser essencial para que possa ocorrer o alongamento de dívidas a taxas de juros que reflitam o aumento da confiança interna na estabilização e não o caminho do endividamento explosivo do setor público.

### **1.1 A Falta de Progresso nas Reformas e na Política Fiscal**

Já houve, na realidade, três tentativas de fazer passar pelo Congresso um programa de reformas que dê respaldo à idéia de reforma do estado de modo a consolidar o

---

<sup>6</sup> A estas duas condições de fluxos, podemos adicionar duas condições de estoque: a primeira diz respeito à composição do ativo do Banco Central (reservas internacionais e crédito doméstico líquido) que seja vista como compatível com o crescimento do passivo que poderia ser projetado pela nova inflação esperada. A segunda, que pode ser importante no caso brasileiro, é o requisito de uma composição do passivo do Banco Central (entre base e passivo não monetário) que seja compatível com uma taxa de juros não explosiva. Um diagnóstico de perda de reservas para sustentar o câmbio, por exemplo, levaria a uma instabilização da desvalorização esperada, enquanto um diagnóstico de "elevação excessiva" da base monetária pode estimular expectativas de elevação da inflação futura.

crescimento econômico sem retorno da inflação. Desde o início do atual esforço de estabilização, com os anúncios das medidas iniciais de Fernando Henrique Cardoso como ministro da Fazenda, prevaleceu a idéia de que, junto com a redefinição das formas de financiamento das atividades do estado, seria necessária uma redefinição das funções da União Federal, vis-à-vis os estados e os municípios, o que implicaria uma transferência de responsabilidades, em particular na área de saúde e educação para as esferas locais, uma repactuação do federalismo fiscal e uma redefinição das formas de ação direta do estado no setor produtivo, discutindo-se o conceito de empresa de capital nacional e os monopólios que foram inaugurados como preceitos constitucionais na Constituição de 1988.

A partir daí, poderiam ser acionados mecanismos de privatização dos investimentos na produção de serviços públicos sob regime de concessão, capazes de abrir novos horizontes para os investimentos privados, inclusive de capital estrangeiro, suprimindo os notórios hiatos entre as necessidades de investimento e as possibilidades de mobilização de poupança pelo setor público em áreas como as de telecomunicações, de distribuição de gás, de produção de energia elétrica e a produção, a importação, o refino e a distribuição de petróleo e seus derivados. Progrediram pouco os debates sobre a regulação e não foram significativos os passos no sentido da privatização de serviços públicos, como base para a reabertura da privatização, como forma de alavancar poupança externa para substituir a escassa poupança do setor público.

Somente depois da viagem do Presidente aos EUA em abril, dez meses portanto, depois da reforma monetária, pode-se dizer que o trem das reformas constitucionais começou a andar. E o progresso do primeiro semestre de 1995 foi grande, mas, na realidade, com maior efeito sobre as expectativas gerais de viabilidade política do programa do que sobre as perspectivas concretas de maior controle do déficit fiscal em 1996 ou 1997.

Na prática, apesar do Tesouro não ter sido fator expansionista explícito para a moeda durante a maior parte do primeiro ano, não é encorajador o desempenho da política fiscal em 1995, nem suas perspectivas para 1996. Há três observações essenciais acerca do desempenho fiscal: o aumento da arrecadação, o crescimento das despesas com pessoal e a forma de financiamento do déficit. O primeiro aspecto é notável. Mesmo sem nenhum resultado em termos de reforma tributária, a arrecadação de tributos federais aumentou cerca de 7,7% em termos reais, tendo atingido a carga tributária global cerca de 31% do PIB em 1995, número que era considerado um objetivo difícil de ser atingido pela mais ambiciosa das reformas tributárias. Este, entretanto, pode ser um péssimo sinal para o futuro, pois o sistema tributário torna-se mais eficaz em termos de arrecadação, embora seja reconhecidamente ineficiente em termos de seus efeitos sobre a economia, por ser baseado em impostos em cascata e de péssimos efeitos econômicos como os que incidem sobre transações financeiras. As resistências à uma reforma tributária voltada para a eficiência econômica e para o incentivo à poupança e ao investimento só tendem, portanto, a aumentar.

Apesar deste notável aumento na receita, a posição fiscal deteriorou-se de forma notável, como se pode ver no quadro 1.2. Entre dezembro de 1994 e novembro de 1995, houve uma piora da posição fiscal de um superavit operacional e 1,34% do PIB para um déficit de 4,47%, o que significa uma deterioração da ordem de 5,8% do PIB,

sendo que cerca de 48% dessa deterioração de responsabilidade do governo federal, 33,8% dos estados e municípios e cerca de 18% de responsabilidade das empresas estatais.

O principal fator desta deterioração foram as despesas com salários e encargos que corresponderam em 1995 a 39,1% das despesas do Tesouro, foram em 1995 cerca de 2 vezes e meia o valor real de 1992 em termos de reais a preços de dezembro de 1995 (deflator utilizado IGP-DI).

O quadro fiscal só não pressionou as operações monetárias em decorrência de dois fatores que estiveram presentes. O primeiro foi o aumento da senhoriagem monetária permitida pela expansão da base monetária. O segundo foi o aumento da disponibilidade de financiamento permitida pelo controle monetário baseado nos depósitos compulsórios, como veremos a seguir.

Os efeitos do descontrole passados e presentes das finanças estaduais, entretanto, se estiveram sob relativo controle em 1995, têm impacto progressivamente mais expansionista sobre a expansão monetária na medida em que se transformam em problemas de liquidez ou insolvência dos bancos estaduais. Com o fim das perspectivas de privatização do Banespa, que foi no início do programa um símbolo da estratégia de saneamento das finanças estaduais, os elementos tradicionais da deterioração das finanças públicas ficam praticamente intactos, o que gera dificuldades para os prognósticos otimistas para prazos mais longos.

## **1.2 Dificuldades da Desindexação**

O segundo objetivo importante do programa é quebrar o nexos entre inflação passada, expectativas de inflação e expansão monetária que caracterizariam o regime mega-inflacionário.

A promoção de uma desindexação completa, e de preferência não gradual, foi a meta pós reforma, mas os rumos e a ambição do que poderia ser obtido com o processo de desindexação parecem ter mudado com a passagem do tempo. As possibilidades de redefinição da política monetária dependem em grande medida da desindexação que é possível. E isso depende, de forma crucial, tanto do progresso efetivo da desinflação passada, quanto das perspectivas de controle da demanda no futuro.

Ao completar um ano de vigência da reforma monetária do Real, a inflação acumulada foi entre 30-35% medida em termos de índices de preços ao consumidor (FIPE, 32,3%, IPC-R 35,3%, IPC-M 30,1%, INPC 33,4%) e de 21,4% para os preços no atacado (IPA-DI). Como costuma acontecer nos momentos em que a inflação cai de forma rápida, as médias observadas nesses índices escondem fortes mudanças de preços relativos. No atacado, por exemplo, observou-se uma elevação de 44% para o IPA agrícola e de apenas 11% para o IPA da indústria. Em particular, os preços dos bens industriais e os preços dos serviços sofreram variações relativas muito significativas. Em contraste com a elevação de apenas 11% para os preços industriais no atacado, os dos serviços subiram algo como 125%. Segundo análises inevitavelmente contaminadas pela indexação, isso sinalizaria uma grande "distorção", para utilizar uma palavra frequentemente empregada quando se refere ao "atraso" com relação a alguma média, de preços nominais administrados, como as tarifas públicas e a

taxa de câmbio.

Essa variação de preços relativos, que ocorreu em regime de liberdade de preços, decorre de três ordens de fatores, duas das quais refletem não uma "distorção", mas sim um movimento corretivo de um sistema de preços relativos que fora estabelecido em um regime inflacionário, esse sim representativo de uma grande e generalizada distorção: a inflação elevada. Os fatores são o excesso de demanda, a transição dos preços industriais e a transição dos preços de serviços.

O excesso de demanda atingiu particularmente o setor industrial, e foi provocado por uma combinação de otimismo quanto à variação esperada da renda dos consumidores, alimentado por uma expansão extraordinariamente rápida do crédito, com um certo pessimismo na oferta interna quanto à durabilidade do programa. Foi este pessimismo, por exemplo, que fez com que parte da indústria produtora de bens duráveis concedesse férias coletivas durante o mês de julho, por conta das projeções de recessão que povoavam os diagnósticos apressados. A consequência que aqui nos interessa foi que a demanda folgada permitiu que a mudança de preços relativos ocorresse com maior rigidez de preços nominais na indústria do que seria esperado depois da reforma monetária, e assim permitiu que algumas mudanças relativas se operassem sem diminuição de alguns preços.

Em grande medida, o "**atraso**" dos preços industriais, que poderia ser diagnosticado um ano depois, refletiu o fato de que muitos desses preços já incorporavam, antes da queda da inflação, margens de reserva para enfrentar congelamentos e controles, ou taxas nominais de desconto que ficam implícitas nas formas de financiamento entre empresas. Essas margens excessivas para o regime de baixa inflação, entretanto, só são corrigidas com a ajuda de uma combinação de concorrência externa com controle sob o crescimento da demanda.

Já os preços de alguns serviços, como os aluguéis residenciais, refletem as **formas contratuais de indexação** que prevaleciam no regime de inflação elevada, que, na prática, perpetuavam preços reais médios muito abaixo da realidade dos mercados, em decorrência dos elevados custos de transação e repactuação.

Essa repactuação de contratos foi reconhecida como necessária nas discussões acerca das possibilidades de sucesso da estabilização antes da reforma monetária e esperava-se que pudesse ocorrer durante o regime de hiperindexação da URV, que vigiu entre março e junho de 1994. A URV foi uma idéia engenhosa que teve sucesso em remover grande parte da inércia percebida notadamente em salários e principalmente no câmbio. Mas não parece ter havido tempo útil para que ocorressem as mudanças de preços relativos, **especialmente em contratos de aluguel e de serviços em geral antes da reforma monetária**, explica, assim, parte das variações extraordinárias de preços de serviços que ocorreram pós-Real. Este fato tem implicações importantes para a durabilidade que deveria ter a contenção da demanda agregada, uma vez que algumas correções importantes de preços relativos, mesmo um ano depois, ainda estão por se fazer, e que pressionarão menos os índices de inflação no segundo ano, na medida em que possam ser feitos através da baixa nominal de alguns deles. Isto é especialmente verdadeiro no caso de alguns serviços, como os preços de alimentação fora do domicílio, reparos domésticos e alguns serviços pessoais, cujas características

contratuais e de mercado induzem uma ação mais lenta da demanda sobre o comportamento do consumidor. Note-se que a maioria destes preços não correspondem a transações feitas a crédito, o que as torna menos sensíveis à escassez de crédito.

Uma desindexação mais radical no início do programa foi ainda dificultada por outros fatores que podem ser identificados:

a) A julgar pelas divergências com respeito a questões como a UFIR e a TR pós-reforma, por exemplo, a taxa de inflação residual que poderia resultar do programa certamente não era consensual dentro da equipe de governo Itamar e menos ainda da equipe do governo FHC. Para alguns, que acreditavam em inflação mais elevada (algo como 30-40% e não como 20-25% para o primeiro ano), seria natural o posicionamento contra uma desindexação radical. Na realidade, a sobrevivência da TR e da UFIR mostram que o resultado do consenso foi uma desindexação parcial. As concessões dos mais *radicais* aumentam a dubiedade de sinais depois da posse do novo presidente, e do novo posicionamento de cada membro da equipe. Posições mais doutrinárias podem ter sido abandonadas em presença de uma inflação maior no primeiro ano e o próprio desencanto de alguns membros originais da equipe pode ser interpretada como evidência de que, diante da impossibilidade de consenso em torno da convergência da inflação para a externa, o futuro da estabilização sem um programa radical de desindexação com âncora cambial e tudo recomendava a retirada dos mais céticos.

b) Houve notórias dificuldades com a transição. Primeiro, nada do que era esperado da revisão constitucional foi obtido em 1993, além do Fundo de Emergência, que permitiria apenas mais uma repressão temporária do déficit em 1994 e 1995, sendo que no último ano a repressão parece ter sido aliviada, como veremos a seguir. A lei de política salarial negociada com o Congresso em 1994 também foi pouco encorajadora pela intensidade de indexação salarial residual legada para o futuro. Dado que a negociação política das regras para aluguéis e mensalidades escolares foi quase todo o tempo atrapalhada pelas intervenções verbais do então presidente Itamar, o resultado foi que uma grande parte do resíduo do IPC-r contaminou ainda mais a inflação futura. Além disso, o nível da URV foi inadequado para junho, talvez por medo de uma discussão política acalorada em torno das perdas de poder de compra dos salários por conta da aceleração em junho, em plena campanha eleitoral. O resultado líquido foi maior resíduo inflacionário em julho do que era esperado.

c) A inflação medida entre julho e setembro foi maior do que seria confortável para a percepção da moeda estável, e ecoou no ambiente acirrado da disputa eleitoral, gerando expectativas negativas: mesmo os otimistas achavam que a aceleração depois de outubro era inevitável. O efeito da liberalização cambial e da valorização nominal em outubro/novembro foi, assim, importante para desencorajar a continuidade indexação do mecanismo de remarcação de preços, que ameaçava o sucesso do programa na medida em que as vendas aumentavam. Mas teve também o custo de vincular, para muitos analistas e agentes econômicos, o esforço de desindexação à **fixação nominal** do câmbio, ou seja, a taxa de câmbio como âncora nominal foi o que conseguiu gerar consenso nas expectativas de inflação baixa. Em consequência, quando deteriorou-se a perspectiva de financiamentos externos para o Brasil, na esteira

do encolhimento generalizado da oferta de fundos pós-crise do México, a desvalorização cambial passou a ser considerada como sinal, quando não de uma reindexação formal da taxa de câmbio (que poderia detonar as demais formas de correção automática), pelo menos de que as importações não mais poderiam ser utilizadas para impedir a reindexação dos preços industriais.

d) A decisão de desvalorizar em março também trouxe de volta expectativas de aceleração inflacionária, com as possibilidades de reindexação cambial. Em presença da demanda superaquecida por bens industriais, seria facilitada ainda mais a reindexação da economia com a volta da proteção à indústria contida em duas elevações sucessivas de tarifas de importações: as de janeiro, que foram explicadas como uma correção dos exageros do final do ano, tais como as isenções das importações pelo correio, e as de março, que foram explicadas como medidas emergenciais de elevação das tarifas de importação para 106 produtos, em resposta à deterioração assustadora do saldo comercial esperada mesmo depois da mudança cambial.

e) Finalmente, havia um certo otimismo do governo quanto à rapidez dos efeitos das medidas tomadas desde setembro para conter a expansão do crédito bancário sobre a demanda. Em consequência, o cuidado demonstrado pelo governo antes de tomar qualquer medida adicional que tivesse o efeito inequívoco de desaquecer a demanda poderia ser lido como uma certa preferência pela inflação, e o medo de provocar uma recessão.

### **1.3 Dificuldades com os Objetivos da Política Monetária**

As dificuldades iniciais com a definição da política monetária mais adequada para a consolidação da estabilização advêm de duas ordens de fatores. A primeira diz respeito à própria escolha de um regime pós-reforma. A contradição entre a adoção de um regime de taxa de câmbio fixa e o anúncio de metas para os agregados, foi um grande temor dos analistas nos momentos iniciais: primeiramente, temeu-se que dado o influxo de capitais, a taxa de juros pudesse ficar baixa demais, comprometendo a confiança na disposição do governo em fazer uma política austera; posteriormente, quando foram mantidas elevadas as taxas de juros e foram tomadas medidas de contenção da expansão de crédito em outubro de 1994, temeu-se que a taxa de juros elevada fosse incompatível com a fixação de metas pós reforma devido ao aumento projetado das reservas internacionais que precisava ser esterilizada. Dada a dificuldade de dimensionar-se o acréscimo da demanda por moeda que ocorreria logo após a queda da inflação esperada, a opção por metas de base era notoriamente precária dada a impossibilidade estatística de se prever a demanda por base.

A vantagem da adoção da base ampliada é que a acumulação de reservas, mesmo esterilizadas no nascedouro, afeta o agregado e, assim, os custos da taxa de câmbio fixa poderiam ser mais facilmente acompanhados. Outra vantagem é que, sendo este um agregado menos notável, sua definição para fins de acompanhamento político da expansão monetária pós-real poderia ser mudado mais facilmente do que os meios de pagamentos. Esta opção não foi suficiente para acalmar as expectativas. Na realidade, o fato de que houve escasso valor informacional para as metas para a base ampliada terminou sendo até favorável, pois a relativa desmoralização das metas já no primeiro

trimestre por sua vez não teve efeito desastroso sobre as expectativas dos agentes.

A segunda dificuldade diz respeito aos instrumentos para evitar que explosão de crédito criasse uma situação permanente de excesso de demanda. A preocupação com a expansão de crédito que alimentaria o furor do consumo motivou o regime de controle via aumento dos encaixes compulsórios, que foram extremamente eficazes para conter a oferta de crédito com base em fontes domésticas. Mas, a instituição de níveis notoriamente paralizantes (e vistos como temporários) para os compulsórios foi, ao mesmo tempo, causa de um aumento maior do que o esperado nas reservas bancárias e de um atraso considerável na consolidação de um regime monetário para uma economia de inflação baixa. A partir de outubro de 1994, a situação piorou com o compulsório sobre operações ativas e o debate público em torno da taxa de juros tem forçado a definições doutrinárias entre objetivos de política monetária (e mecanismos relevantes de transição), o que o governo conseguiu, até mais de um ano depois da reforma, esquivar-se de fazer.

A oferta de crédito subiu mais do que seria desejável até outubro/novembro, e agravou-se a informalidade daí em diante por confronto entre as restrições impostas à concessão formal de crédito e a vigorosa demanda por crédito para aquisição de bens duráveis que se materializava às vésperas do final do ano. As fontes de expansão se foram dirigindo na direção da captação no exterior, especialmente nos trimestres 1994.4 e em 1995.2, mas o aumento dos cdb's foi ainda fonte importante para a expansão em 1994.2, sendo registrado uma elevação de 10 bilhões de reais como pode ser visto nos componentes Quadro 1.2.

## **Seção 2 - DILEMAS INICIAIS E AS CONSEQUÊNCIAS DAS SOLUÇÕES ENCONTRADAS**

### **2.1 Regime Cambial e Metas Monetárias**

A opção do governo foi pelo uso imediato do câmbio para a desindexação, assim que instabilizou-se a inflação esperada em decorrência do forte choque agrícola dos primeiros três meses do programa, provocado por uma combinação infeliz de seca, geada e enchentes, que tornaram a entressafra agrícola de 1994 uma das mais turbulentas dos últimos anos. A instabilização da inflação esperada às vésperas das eleições presidenciais foi ajudada por um crescimento extraordinário das vendas do comércio varejista a partir de agosto, alimentada por uma expansão extraordinária das compras a crédito.

### **2.2 Instrumentos**

Como o recurso aos compulsórios passa a ser prejudicial na medida em que fomenta o aprofundamento do crédito desintermediado, sem que seja completada a re-formalização da intermediação financeira, torna-se mais problemática a formulação dos objetivos de política monetária, tornando ainda mais difícil a discussão dos instrumentos adequados para a política monetária.

A taxa de câmbio esteve praticamente a serviço das expectativas inflacionárias até o final do ano, sob fogo permanente dos críticos, que se tornou insuportável depois da

crise do México. A perda de reservas afastou a hipótese de descontrole dos agregados, em troca de uma desconfiança crescente de uma desvalorização drástica. Depois da mudança do câmbio em março, aumentou a necessidade de mostrar controle sobre a oferta de moeda. O instrumento da taxa de juros, na realidade, foi utilizado em duas ocasiões: primeiro, na sustentação da austeridade monetária durante o final de 1994, depois na emergência para contornar o ataque especulativo, mas não aumentou a controlabilidade da moeda, embora possa ter estabelecido um patamar elevado o suficiente para enfrentar o movimento de reindexação da economia que poderia decretar o fim prematuro do programa.

A análise da evolução das taxas de juros ao longo do primeiro ano leva a observações interessantes. Em média a taxa Selic foi de 62,8% (mais ou menos o dobro da taxa de inflação do período), enquanto as taxas para os tomadores de crédito variaram entre a média de 127% para o hot-money e mais de 200% ao ano para as diversas taxas para o consumidor, atingindo 274% para o cheque especial. Para uma taxa de inflação acumulada de menos de 35%, não é de admirar que o nível das taxas de juros ao final do primeiro ano do Real se tenha transformado no principal fator de críticas à política de estabilização.

Este nível de taxas de juros, entretanto, que resultou da combinação de instrumentos utilizados para manter a atratividade dos ativos financeiros domésticos, em situação de elevada incerteza, com os esforços para impedir que a expansão do crédito inviabilizasse o programa, não significou a maior controlabilidade da expansão monetária.

### **2.3 Fatores de Expansão Monetária Pós-Real**

Como costuma acontecer, os fatores de expansão dominantes ao longo do período foram pouco afetados pelos níveis da taxas de juros.

O gráfico 2.1 mostra a evolução dos fatores condicionantes da base monetária acumulados (em milhões de R\$) desde o início do Plano Real. Do gráfico 2.1, ressaltam-se três características:

- 1) o grande fator de expansão da base monetária pós-Real tem sido o resgate de títulos públicos;
- 2) até julho de 1995, o setor externo não pressionou a base monetária especialmente depois da perda de reservas do início do ano;
- 3) o Tesouro tem sido liquidamente um fator de contração da base monetária.

Com o plano de estabilização e a queda da inflação, iniciou-se o esperado processo de remonetização da economia. Como revelam as estatísticas, este processo deu-se essencialmente pelo resgate líquido de títulos públicos.

A pequena variação das reservas internacionais nos primeiros quatro meses do Real, seguida do período de perda de reservas que vai até abril deste ano, são os fatos que explicam a ausência de pressão do setor externo sobre a base monetária no primeiro ano do programa. A recuperação da credibilidade externa levou a um aumento

substancial das reservas a partir de maio/junho, que só representou uma pequena pressão expansionista a partir de julho.

A falta de um ajuste fiscal que garantisse o equilíbrio estrutural das contas públicas tem levado a uma administração mensal na boca do caixa dos gastos do Tesouro Nacional. A execução financeira do Tesouro tem, portanto, contribuído de forma contracionista para a variação da base monetária, o que parcialmente compensa a pressão do resgate de títulos. Assim, desde que o Tesouro continue sem pressionar a base monetária (o que é, *grosso modo*, equivalente a não ter déficit, e difícil de projetar nas condições atuais) e o câmbio continue a flutuar, não parece haver razões para se temer uma expansão da base monetária capaz de gerar um recrudescimento da inflação.

O diagnóstico de que era a expansão da base monetária o elemento gerador da inflação no regime anterior é, além de incompleto, potencialmente perigoso para a definição da política monetária pós-real por vários motivos. Primeiro, porque o diagnóstico da inflação inercial tem pouco a ver com fatores autônomos de expansão da base monetária. Poucos analistas adotariam o paradigma clássico de hiperinflação, no qual o governo que financia seus sucessivos e crescentes déficits fiscais com emissão monetária, como capaz de explicar as causas da megainflação do Brasil na década de 90. Não se trata de negar que um aumento explosivo da base monetária, frente ao crescimento incomparavelmente menor da quantidade de bens e serviços da economia, seja capaz de fazer os preços explodirem.

Trata-se de lembrar que no caso brasileiro da década de 90 é a existência de mecanismos endógenos de expansão da oferta de moeda que teria de ser interrompido. O processo de indexação formal e informal gera um processo autônomo de expansão da demanda (não da oferta) por moeda. Como preços e salários costumam durante o regime de indexação crescente *grosso modo* de acordo com a inflação passada, a demanda nominal por moeda aumenta *pari passu* com o nível de preços, descontada daí uma pequena parcela por conta do aumento da velocidade de circulação da moeda ocasionada pelos aumentos eventuais da inflação ou por aumento na incerteza quanto às regras de indexação que reduzem a demanda por moeda doméstica indexada e aumentam as retenções de moeda estrangeira.

Mas, para que esse processo de aumento dos preços pudesse ser validado, era indispensável que a oferta de moeda se expandisse passivamente. E essa era exatamente uma das características da política monetária seguida pelo Banco Central até a reforma monetária. Sobretudo a partir de finais de 1991, a política monetária consistiu na fixação dos juros reais a níveis suficientes para se rolar a dívida pública. A redução da inflação a níveis “civilizados” já não era um objetivo da política monetária. Objetivava-se sim conviver com a megainflação e evitar a hiperinflação até que novas condições políticas e econômicas abrissem espaço para a adoção de um plano ambicioso como o Plano Real.

Com a mudança da inflação esperada como a que ocorreu depois do Plano Real, há dificuldades não triviais para o problema do controle monetário. Inicialmente, visando fazer frente ao ajuste de estoques de ativos financeiros que se espera que ocorram como resultado da própria estabilização, foram elevaram-se os compulsórios como meio de aumentar o controle das Autoridades Monetárias sobre a expansão do crédito,

além, é claro de permitir um financiamento mais barato para o déficit público do que ocorreria se todo o controle monetário estivesse baseado nas taxas de juros. Torna-se necessário conter a expansão da oferta de crédito, porque esta tende a ocorrer de forma acentuada e descontínua após a estabilização, como fruto de fatores tanto de demanda por crédito (motivada pelas melhores perspectivas de preços que encorajam o endividamento de famílias e empresas) quanto da oferta (por parte das instituições financeiras que se sentem induzidas a substituir a produção de serviços de tesouraria, ou seja, *cash management*, por outros tipos de prestação de serviços financeiros). para evitar um aumento da demanda por bens e serviços que fizesse acender a inflação de demanda. A suposição, correta, era de que os juros não seriam um instrumento suficiente para realizar esse trabalho. Idealmente, após o aperto inicial, proceder-se-ia um afrouxamento gradual. Na realidade, houve marchas e contra-marchas até próximo do final do primeiro ano da reforma monetária, quando se acreditou, finalmente que a demanda agregada dava sinais de responder aos controles monetários.

Uma dificuldade adicional que representou uma herança dos mecanismos de passividade monetária em presença de forte componente inercial da inflação inercial é que a opção pelo mecanismo não traumático de desindexação que envolveu a introdução da URV, a manutenção das regras que prevaleciam sobre os fundos que agiam como substituto para os depósitos à vista, teve como resultado uma demanda por moeda inalterada, exceto pela confiança progressivamente maior nos efeitos da remonetização. No que tange à oferta de moeda, contudo, pouco ou nenhum dos procedimentos anteriores mudou até praticamente um ano de reforma monetária, daí ser prematuro qualquer diagnóstico acerca da melhoria do controle monetário no primeiro ano do real. Foi a interação entre emergências e decisões estratégicas que determinou em grande medida o curso da política monetária no período conforme será ilustrado a partir da periodização descrita na seção seguinte.

### **Seção 3 - PERIODIZAÇÃO**

Para facilitar a análise dos instrumentos, objetivos e comportamento dos agregados ao longo do primeiro ano do Real, o quadro a seguir resume uma periodização que pode ser comentada sumariamente no que se segue. Podemos distinguir quatro etapas da política monetária no primeiro ano do real.

#### **Primeira etapa: Lançamento**

O lançamento do plano Real em julho de 1994 constitui a primeira etapa da política monetária e serve como base de comparação para as etapas seguintes do programa. A consequência mais notável do plano, a partir do sucesso logístico representado pela substituição do meio circulante que ocorreu de forma praticamente simultânea e sem incidentes importantes em todo o território nacional, foi a divulgação da idéia de que nascia uma moeda forte. A absorção da idéia de moeda forte foi explorada tanto quanto foi possível a partir da paridade com o dólar, grandemente facilitada pelo convívio com a URV, que permitiu que o Real fosse visto como a URV em circulação.

A percepção pelos eleitores dos resultados benéficos da queda da inflação para a população de baixa renda, teve como resultado a eleição de Fernando Henrique

Cardoso no primeiro turno. A estratégia adotada pela oposição de combater o programa como recessivo exatamente quando ele começava a gerar os efeitos positivos sobre a renda de grande parte da população, foi um elemento decisivo para a vitória de FHC e para a desmoralização das críticas imediatas ao programa.

### **Segunda Etapa: Eleição e Posse**

Pode-se identificar como uma segunda fase, período que vai de agosto de 1994 a janeiro de 1995, na qual aparecem os primeiros resultados da estabilização. Esta fase é caracterizada pela eleição e pela posse do novo Presidente.

O aumento de renda pela queda do imposto inflacionário, principalmente sobre a camada da população sem acesso a contas remuneradas, teve impacto considerável sobre a demanda. A possibilidade de planejamento do orçamento individual também colaborou para o aumento do consumo e do endividamento das famílias, beneficiadas pela rápida expansão da disponibilidade de crédito. Este período é marcado pelo *boom* de consumo e acabou resultando em uma onda de sobre-endividamento, fruto da incompatibilidade entre as projeções de renda nominal disponível e compromissos que desencadeou o aumento da inadimplência das famílias e empresas.

Associada ao cumprimento da última etapa da política de redução das tarifas de importação, a expansão do crédito a taxas muito elevadas e o subsequente aumento de consumo acabaram por aumentar as importações e iniciar uma fase de déficits mensais na balança comercial.

Partindo do diagnóstico de que a demanda estava muito alta vis-à-vis a capacidade projetada de crescimento da oferta doméstica, e o crédito havia-se expandido de forma muito rápida, foram adotadas medidas restritivas, essencialmente baseadas nos depósitos compulsórios e na limitação dos prazos para a concessão de crédito. A grande novidade foi a criação de um depósito compulsório de 15% em espécie sobre as operações de crédito, que só foi alterado em maio do ano seguinte.<sup>7</sup>

Simultaneamente ao aumento da demanda, os efeitos de uma entressafra sem precedentes, marcada por seca, geada e enchentes no sudeste, constituíram uma ameaça ao sucesso do plano, ensejando a suspeita por parte de muitos de que o plano era eleitoreiro e portanto de curta duração. O grande sinal de sucesso foi a economia ter passado por uma aceleração da inflação, que cedeu a partir de dezembro, passados os efeitos dos aumentos nos preços dos alimentos.

O final do ano e o início de 1995, entretanto, foram marcados por dois eventos importantes. O primeiro foi um choque externo desfavorável representado pela crise

---

<sup>7</sup> Já em julho de 1994 os depósitos compulsórios eram de 100% sobre os depósitos à vista, em espécie, 20% sobre os depósitos a prazo (em títulos públicos) e 20% em espécie, remunerado a TR + 6,5% ao ano, sobre cadernetas de poupança. E, 31/8 subiram para 30% os compulsórios sobre depósitos a prazo e para 30% (sendo os 10% adicionais em títulos públicos) sobre as cadernetas de poupança. Limites de isenção para os compulsórios sobre depósitos a prazo foram instituídos apenas depois de agosto - 9 de setembro de R\$10 milhões posteriormente ampliado para R\$ 15 milhões. Em 9 de dezembro, os compulsórios sobre depósitos à vista foram reduzidos para 90%

cambial mexicana detonada a partir da da desvalorização do peso mexicano em 19 de dezembro e sua posterior flutuação em meio à uma percepção generalizada de fracasso do programa de estabilização mexicana e de altos riscos para os investidores internacionais que vinham sustentando a valorização do peso em condições cada vez mais precárias em termos de prazo e condições. A segunda foi a decepção inequívoca gerada pela ausência dos anúncios que eram esperados de propostas de reforma por parte do novo governo que tomou posse em janeiro, em meio à crescente deterioração do ambiente externo quando foram ficando claras as dificuldades políticas enfrentadas pelo governo norte-americano em obter do Congresso apoio inequívoco para as medidas de auxílio à precária posição cambial mexicana. Diante de necessidades de rolagem e novos créditos superiores a US\$55 bilhões em 1995, por parte do governo mexicano, o mercado internacional de capitais viveu dias de alta tensão e pessimismo que inevitavelmente alterariam os cenários possíveis para o programa de estabilização do novo governo brasileiro.

### **Terceira Etapa: Ameaça externa e Excesso de Demanda Prolongado**

A terceira etapa do período pós-Real vai de fevereiro a abril de 1995 e marca a deterioração e a recuperação da credibilidade externa.

A crise do México que se seguiu à desvalorização do peso ao final de 1994 levou a uma deterioração da confiança externa quanto à sustentabilidade da estabilização nas economias dos países emergentes da América Latina. Generalizou-se o temor de que o financiamento de balanço de pagamentos poderia se tornar um problema depois da crise mexicana.

A demora em reverter os déficits mensais da balança comercial pela demora da redução do nível de atividade e a apreensão quanto ao balanço de pagamentos, desencadearam a mudança da banda cambial no início de março.

A mudança do câmbio anunciada em 6 de março foi seguida de um ataque especulativo e um período de grande nervosismo nos mercados financeiros, elevando a perda de reservas para cerca de US\$ 6,4 bilhões entre janeiro e abril.

Além disto, o excesso de demanda prolongado consistiu em mais um fator de preocupação para a equipe econômica e acabou por levar à medidas adicionais de controle.<sup>8</sup> A contração súbita do crédito, entretanto foi obtida por uma mistura de

---

<sup>8</sup> Além da ação retardada das medidas relativas a compulsórios já explicadas anteriormente, o decreto 1469 elevou o IOF sobre operações de crédito para pessoas físicas de 0,0164% para 0,0454% ao dia mantendo a alíquota de 0,0083% ao dia para pessoas jurídicas, para empréstimos de prazos inferiores a 365 dias e de 6% para 18% ao ano para pessoa física. Foram também elevadas as alíquotas para crédito ao consumidor, para cartão de crédito (de 1% para 1,389%). Os prazos de consórcios de automóveis já havia sido reduzido em 20 de outubro de 50 para 12 meses, tendo sido proibidos os novos grupos para bens duráveis e eletrônicos. Em fevereiro foram reduzidos os prazos de consórcio de 12 para 6 meses e foram proibidas as operações de leasing para veículos, em um esforço extremo para reverter a demanda por duráveis em geral e por importações em particular. Em final de março foram elevadas as tarifas de importação de veículos de 32 para 70%, em meio a grande controvérsia acerca da viabilidade da abertura comercial no novo cenário internacional. Neste período atingiram um auge as projeções pessimistas para o balanço de pagamentos.

efeitos das políticas que já vinham sendo adotadas desde a etapa anterior (inclusive pelo efeito do compulsório sobre as operações ativas) com o aumento rápido da inadimplência bancária, que levou à contração violenta da oferta de crédito. A contração endógena do crédito, pelo aumento da demanda por liquidez por parte do sistema bancário como um todo foi instrumental para potencializar os efeitos das políticas contracionistas via taxas de juros primárias e via aumento dos spreads bancários.

#### **Quarta etapa: Recuperação da Confiança Externa**

Passados os efeitos do ataque especulativo que se seguiu à desvalorização de março, a confiança externa foi se recuperando e a interna foi aumentando à medida em que eram conhecidos os resultados positivos da votação das reformas da Ordem Econômica no Congresso.

A volta da credibilidade externa e a queda do nível de atividade marcam o quarto período, que vai então de maio a agosto. As reservas internacionais recuperaram-se rapidamente a partir de junho, tendo subido de US\$ 33,7 bilhões para US\$ 47,7 bilhões em agosto.

Outro teste ao plano foi o repique inflacionário de junho e julho, como consequência do reajuste de tarifas de ônibus e de gás. O aumento conseguiu ser percebido como temporário e, passados os efeitos estatísticos sobre os índices de preços, a inflação voltou a cair, principalmente ajudada por uma entressafra bastante amena. Os preços dos serviços, que mantiveram-se altos no primeiro ano do Real começaram a ceder com a queda da demanda.

A partir de julho, acentuou-se a tendência de desaceleração da economia e a manutenção das taxas de juros elevadas ficaram sob fogo contínuo tanto da oposição quanto dos aliados políticos do governo dentro do Congresso.

Neste período, o aumento do nível de inadimplência atingiu o seu auge e teve como agravante a ameaça de crise financeira depois da intervenção do Banco Central no Banco Econômico e dos boatos frequentes de dificuldades em pelo menos um outro banco de grande porte. Como consequência do comportamento defensivo e mais seletivo dos bancos, a liquidez deixou de fluir no sistema e atingiu em cheio as instituições financeiras mais dependentes do crédito interbancário, o que por si só agravou a perspectiva de uma crise de sérias proporções

O primeiro ano do real terminou assim em meio a um clima conturbado em que se misturavam crise financeira, desconfiança acerca da fragilidade potencial do Balanço de Pagamentos, déficit público crescente e nível de atividade em declínio. Os sucessos mais inequívocos foram a demonstração de eficácia do controle monetário sobre o nível de atividade, a perspectiva de reversão do déficit comercial, uma expressiva reversão da indexação informal do sistema de preços e uma esperança renovada nas possibilidades de viabilidade política para as reformas estruturais. O retorno do financiamento externo e a recuperação das reservas dava relativa tranquilidade ao manejo da política econômica de curto prazo, mas o desafio de operar a economia a taxas mais baixas de juros ocuparia grande espaço no debate econômico dos meses seguintes.

#### **Seção 4 - CONSEQUÊNCIAS SOBRE A DEMANDA POR MOEDA**

A evolução dos agregados monetários mostra que, para uma inflação média mensal (FIPE) de 2,4%, o M1 cresceu 7,5%, o M2 1,2%, o M3 2,7% e o M4 3,4% respectivamente, no primeiro ano do real.

A diferença entre os diversos agregados durante o ano, entretanto, permite observar que o processo de monetização *strictu sensu* pode ser considerado como encerrado no início de 1995, dadas as regras existentes para a operação dos fundos e o grau de substituição permitido para os créditos em conta-corrente. Pois os meios de pagamentos (M1) cresceram de forma mais significativa apenas nas duas primeiras etapas, respectivamente 22,87% em julho de 1994 e 8,8% entre agosto de 1994 e janeiro de 1995, declinando de 1,22% entre janeiro e abril e crescendo menos de 1% nos dois meses seguintes em média. A sazonalidade do período impede um grau de convencimento maior acerca do período de remonetização.

O comportamento dos demais agregados ao longo das diferentes etapas, entretanto, no primeiro ano do Real indica um comportamento menos montônico da demanda pelos diversos ativos componentes, tendo M2, M3 e M4 voltado a crescer a partir de maio. Esta reaceleração dos ativos financeiros não monetários reflete em parte a reversão das taxas de juros ocorrida depois da crise especulativa de março, em parte, as emissões de títulos por conta da recuperação de reservas internacionais e o aumento da assistência financeira de liquidez devido à instabilidade gerada pela crise do Econômico. Com toda a probabilidade, só se estabilizarão quando acabarem as incertezas acerca das regras de indexação e de taxação, assim como as controvérsias acerca da regulamentação da indústria de fundos, cujos efeitos só se farão sentir plenamente no quarto trimestre de 1995. A instabilidade da demanda pelos diversos componentes dos agregados monetários mais amplos é, assim, uma consequência inevitável da longa transição em termos de objetivos e de instrumentos no primeiro ano da reforma monetária, além dos percalços provocados por duas ameaças graves, a externa na esteira da crise mexicana e a de crise financeira interna, evidenciada depois da intervenção no Banco Econômico e que gerou um clima de suspeita sobre outras instituições financeiras.

Ao final do período de análise, a taxa de crescimento mensal média do M4 (2,31%) ainda mostrava-se muito elevada, na medida em que a recomposição do papel dos ativos financeiros de emissão do setor bancário ainda parecia longe de completar-se. A inspeção dos agregados intermediários é suficiente para ilustrar a instabilidade das taxas mensais do final do período.

#### **Seção 5 - CONCLUSÕES**

Podemos agora avaliar os impactos das medidas restritivas tomadas ao longo do período estudado e examinar as implicações da posição "ecclética" do Bacen com respeito a objetivos (cambiais - taxa de câmbio e nível de reservas, metas monetárias para diversos agregados e objetivos para os agregados de crédito), instrumentos (bandas cambiais, fixação dos juros, compulsórios e regulamentação da indústria de

fundos) e tentar mapear alguns dos problemas futuros da política monetária.

### **5.1 Quais as perspectivas criadas de um novo regime de inflação baixa?**

Ao final do primeiro ano, tanto a controlabilidade sobre os agregados monetários como um todo quanto a estabilização de um regime cambial dependia evidentemente de se deixarem para trás os hábitos e as práticas contratuais de uma economia indexada, o que por sua vez só é possível caso ocorra a convergência da taxa de inflação, ao longo de um período não muito extenso, para algo próximo a inflação internacional.

A trajetória da inflação pós-real está descrita no gráfico 5.1 a seguir, em termos dos preços ao consumidor (IPC da FIPE), em termos de preços no atacado medidos pela FGV, (IPA-DI e IPA-OG-Indústria) e em termos de um subagregado do índice da FIPE que resume o conteúdo de serviços.

A perspectiva de inflação baixa deve depender de duas ordens de fatores. De um lado, do progresso do ajuste fiscal que consolide expectativas de redução efetiva da inflação baseada em uma redução das necessidades de financiamento inflacionário do governo. De outro lado, do rompimento da dependência entre a taxa esperada para o futuro e a inflação passada.

Ao final do período, a inflação esperada estava estável em torno de 1,5% para o último trimestre do ano havendo controvérsia em torno do estado da demanda. Havia sinais de desaquecimento da demanda por produtos industriais, com queda nas vendas no varejo atingindo alguns setores da indústria mas com sinais de recuperação para o final do ano. Os preços industriais que vinham em aceleração discreta responderam, à queda de vendas entre maio e junho. Os fatores de instabilidade no meio do ano, tais como o efeito dos salários depois de abril, das tarifas municipais após maio e federais depois de junho, dos efeitos possíveis da entressafra da carne e dos demais produtos alimentícios, foram de curta duração pelo efeito da parada rápida da concessão de crédito.

O grande sucesso foi assim passar de uma taxa média esperada para junho e julho torno de 2 a 2,5%, para taxas ao final do ano abaixo de 1,5% com perspectivas de cair abaixo de 1% no primeiro trimestre de 1996.

Este sucesso é importante para a esperada desindexação de contratos, mas percebe-se que vontade de reindexar é grande dentro do governo, apesar da retórica: tranquiliza o câmbio, os juros, o plantio da safra agrícola e até a rolagem da dívida pública.

O gráfico 5.1 confirma um razoável progresso obtido pela reforma monetária do ponto de vista da desindexação do mecanismo de preços. Em primeiro lugar, os preços industriais medidos pelo IPA da indústria revelaram uma importante flexibilidade ao longo dos 14 meses retratados, tendo sido observada a reversão de tendências de elevação da inflação industrial em três ocasiões no período: em outubro/novembro de 1994, pelo efeito da valorização do câmbio e do aumento das importações competitivas; em abril de 1995 por efeito da desvalorização cambial, que gerou expectativas de reindexação e novamente em julho, quando as expectativas de aceleração da inflação foram detonadas pela correção das tarifas municipais em São

Paulo. O efeito positivo do controle da demanda juntamente com a reversão das expectativas quanto à reindexação cambial fez-se sentir também na desaceleração dos preços dos serviços ao longo do período, especialmente a partir de julho.

Finalmente, os efeitos positivos de uma entressafra agrícola melhor do que era esperado ajudaram a realização de números extremamente baixos para alguns índices em setembro -- com a deflação em termos de IGP-M e IGP-DI -- que só não serviram para diminuir ainda mais as expectativas de inflação para o final do ano porque o governo resolveu aumentar tarifas dos serviços públicos submetendo a desindexação informal do mecanismo de preços a um teste severo, com justificativas nem sempre coerentes com o discurso de um ano atrás.

As perspectivas assim, são de viabilidade de um cenário de inflação cadente para o ano de 1996, apesar do pouco progresso no ajuste fiscal e da desindexação formal, tendo em vista o abandono político a que ficou relegada a MP da desindexação enviada ao Congresso em julho.

## **5.2 Até que ponto ter-se-á completada a monetização do sistema?**

O gráfico 5.2 mostra a evolução da composição do M4 desde janeiro de 1994. Em parte, pode-se afirmar que a monetização do sistema está estabilizada na medida em que o M1 está razoavelmente estável como proporção do M4 desde setembro/outubro de 1994 (exceto pela sazonalidade notória de dezembro). O mesmo pode ser dito do ponto de vista da velocidade de M1, que não parece estar com grande variabilidade quando comparada mês a mês.

Mas há pelo menos dois fatores importantes que podem desafiar as projeções para o futuro em termos de estabilidade da demanda pelos diversos ativos que compõem o M4. O primeiro é o papel a ser desempenhado pelos fundos nas carteiras do público. O segundo é o nível ainda excessivamente elevado das taxas de juros e a relativamente escassa provisão de crédito. Os efeitos de acomodação da demanda por moeda dependem assim tanto de taxas de juros mais críveis quanto das regras efetivas de liquidez para os fundos, e essas duas questões não são independentes.

A acomodação dos Fundos Financeiros à nova legislação ainda não se completou, uma vez que somente em outubro de 1995 entraram em vigor as novas regras definidas em termos de taxação e compulsórios. Quando foram instituídos em 1991, os fundos de renda fixa foram forma de tentar desindexar a moeda (na época os depósitos overnight eram substitutos perfeito dos depósitos à vista) em seguida ao plano Collor II. A institucionalização dos fundos efetivamente abriu espaço para a recomposição do espaço para a recomposição da dívida pública voluntária quando fossem devolvidos os ativos financeiros sequestrados durante o Plano Collor I.

Depois da reforma monetária que criou o Real, a manutenção das regras para os fundos logrou minimizar a turbulência na transição para a queda violenta das taxas nominais, o que foi uma forma segura de precaver-se contra uma queda mais lenta da inflação esperada, que poderia detonar uma corrida para bens. O Bacen parece ter optado assim por minimizar as mudanças de regras. O que certamente significou uma opção por retardar a recomposição da demanda por moeda, pois permitiu a sobrevivência de substitutos próximos da moeda com regras praticamente intactas por

mais de um ano. De fato, caso houvesse perda nominal importante em algum fundo lastreado em dívida pública segundo uma nova regra e isso fosse visto como um sinal de maior dificuldade de rolagem para a dívida pública logo após o lançamento da nova moeda, poderia haver o deslocamento da demanda de ativos domésticos para divisas, inviabilizando a política cambial. Pode-se assim interpretar a manutenção das regras para os fundos como uma opção por manter o substituto (cada vez mais imperfeito e, espera-se desnecessário) para a moeda externa.

Há outros desafios para a regulamentação dos fundos, pois é difícil prever-se em que medida as novas regras serão compatíveis com o alongamento que se deseja obter para os passivos públicos e privados. Em princípio, pelo efeito de "pooling" de riscos os fundos deveriam ser instrumentos robustos para a acomodação de ativos mais longos. Em condições normais, também revelaram-se convenientes substitutos dos depósitos indexados. O Banco Central reteve, na realidade, com o compulsório sobre os fundos de curto prazo, um bom antídoto para a queda da receita de senhoriação monetária, que se revelou instrumental para impedir que as altas taxas de juros punissem exageradamente o financiamento do déficit.

Há entretanto dificuldades a enfrentar como o problema de *moral hazard* na administração dos fundos que competem por rentabilidade, que às vezes podem ser levados a aumentar excessivamente suas exposições a riscos. É sabido que a busca por novos investidores leva a uma concorrência entre os administradores que implica no dilema usual dos reguladores: como impedir que a indução ao risco em busca de maior rentabilidade leve à instabilização da demanda por fundos, com possíveis consequências desastrosas para a demanda por moeda. No caso presente, a recomposição da demanda por moeda na economia brasileira, poderia ser prejudicada por um evento instabilizador (por exemplo, choque de oferta que aumente temporariamente a inflação esperada) que venha a contaminar a credibilidade da política cambial e o programa como um todo.

Há sugestões de tratamento para os fundos que podem ser examinadas neste contexto, como por exemplo: recompras só para títulos públicos longos, com maior compulsório em dinheiro; incentivos para *closed end funds* -- que não tem de atrair novos clientes -- recompra seletiva para *closed end funds* de instituições independentes, isto é, não ligadas a bancos para aumentar a distinção entre os *money market funds*, que são substitutos mais próximos de meios de pagamentos e os demais, que são alternativas de poupança financeira mais próximas dos CDB's. Pode-se também aumentar gradualmente taxa de fundos com característica de *money markets* em relação aos mútuos em geral, seja via depósitos compulsórios seja via a cobrança de imposto sobre vendas de papéis mais longos para fundos curtos. O tema tem importância para as próximas etapas na medida em que se consolide a estabilização e que o sistema financeiro possa efetivamente sair do clima de insegurança em termos de regulamentação (mudança de compulsórios, risco cambial, incerteza sobre regras operacionais, regime tributário), além, é claro da turbulência potencial que pode advir de perda de credibilidade devida a problemas não resolvidos relacionados com bancos estaduais ou com a intervenção ou liquidação de instituições financeiras privadas, que foram elementos perturbadores dos primeiros doze meses do plano Real.

É razoável considerar que ainda prevalece a percepção de que a taxa de câmbio

continua de alguma forma indexada, ainda que o grau de indexação possa ter sido consideravelmente diminuído, passando por exemplo para uma recomposição de pico com seis meses, se a inflação for mais elevada ou de um ano com inflação baixa e agora mais referida a índices de preços que reflitam mais proximamente o comportamento dos custos dos exportadores de produtos industriais, como os índices de preços no atacado. Além disso, a utilização desses índices, que foi usual antes da aceleração inflacionária dos anos setenta, pode abrir espaço para a busca não da reversão à média para o valor real do câmbio, mas para algo como uma forma de se impedir desvios exagerados e permanentes de uma paridade de poder de compra das receitas dos exportadores. Esta percepção pode ser confortadora para a atividade exportadora, pois significa que os investimentos em exportáveis não serão inviabilizados pela manutenção de uma taxa de câmbio irrealista e capaz de provocar desequilíbrios crescentes no Balanço de Pagamentos. Os efeitos desta hipótese sobre a política monetária devem ser explorados.

### **5.3 Estabilizou-se o regime cambial-monetário?**

O sucesso na produção da estabilidade cambial foi inequívoco entre a terceira e a quarta etapa do primeiro ano do real. Uma vez ultrapassado o ataque especulativo que se seguiu à desvalorização de março, foi adotado um regime cambial flexível que logrou duas consequências importantes: a) foi possível daí em diante definir-se um regime misto que combina a flexibilidade das bandas (que permite que a taxa de câmbio flutue de modo a sinalizar os desequilíbrios mais duradouros no balanço de pagamentos, com a pouca volatilidade que caracteriza o sistema de paridades ajustáveis. O grande risco corrido com a paridade ajustável, no caso brasileiro era precisamente a reindexação plena, tão logo o Banco Central decidiu reverter a valorização que ocorrera ao longo da segunda etapa. O sucesso do ajuste cambial ao longo de 1995 pode ser ilustrado pelo gráfico 5.3 a seguir (ver os números respectivos no quadro 5.3 em anexo), que mostra a evolução da taxa de câmbio efetiva para o real relativamente a uma cesta de mercadorias correspondente a 2/3 das exportações brasileiras. Cada linha do gráfico corresponde ao uso de um índice diferente para deflator, respectivamente o IGP-DI, o IPA-DI e o IPA-OG-Produtos Industriais. Apesar de haver diferença entre os índices, o movimento ao longo de 1995 é de retorno virtual à paridade do início de 1994 em termos dos preços por atacado. O gráfico seguinte (5.4) permite que o movimento observado em 1994 e 1995 seja posto em uma perspectiva histórica mais longa.

Com a recuperação das reservas internacionais e com o efeito tranquilizador da melhoria dos saldos comerciais mês a mês, a partir do meio do ano, voltou a reforçar-se a posição do Banco Central no controle dos destinos da taxa de câmbio.

É evidente agora que o teste efetivo da estabilidade do regime cambial virá em 1995. Um comportamento não explosivo do balanço de pagamentos em transações correntes na medida em que se recupera o nível de atividade é essencial para manter a confiança no nível da taxa de câmbio. No primeiro semestre de 1996 poderemos ter uma combinação de taxa (moderadamente) negativa do PIB, dado o elevado nível de atividade industrial no início de 1995, com uma conta-corrente em deterioração ao longo do semestre, e uma taxa de juros percebida como decrescente, com inflação também decrescente. Em cenário de perda de reservas, o regime cambial-monetário

poderia estar sob severo *stress*, especialmente se não forem produzidos sinais positivos de progresso na legislação que permita uma postura fiscal menos expansionista. Em cenário de recuperação da confiança externa, as taxas de juros podem baixar mais rapidamente, completando-se com sucesso o quadro de confiança elevada necessário para os desdobramentos futuros do programa de estabilização em termos de recuperação da taxa de investimento e do crescimento econômico.

O gráfico 5.5 a seguir ilustra a combinação dos climas internos e externos de confiança que prevaleceram em algumas das tentativas de estabilização da economia brasileira nos últimos anos, desde o plano Cruzado em 1986. No eixo das ordenadas, está medida a taxa de juros real média (básica Selic) em termos mensais e no eixo das abscissas a taxa de câmbio real média a preços de agosto de 1995.

Os quatro quadrantes do gráfico representam combinações de confiança interna e externa representadas respectivamente por um julgamento acerca do nível de taxa de juros real e de câmbio real necessárias para o financiamento interno (rolagem da dívida pública) e financiamento externo (manutenção do nível de reservas considerado adequado) para cada período. A idéia é que quanto maior a confiança externa menor o nível real da taxa de câmbio necessária para equilibrar o balanço de pagamentos e quanto maior a confiança interna menor a taxa de juros necessária para financiar o governo.

Neste contexto, um quadro de fracasso da estabilização requer uma taxa de câmbio elevada e uma taxa de juros também elevada, o que é ilustrado pelo movimento das variáveis em todos os programas anteriores, que se dirigiram para o quadrante LL (de baixa confiança em ambos os *fronts*). A trajetória do Cruzado é exemplar e os planos Bresser, Verão e Collor II podem ser considerados mais como um conjunto de medidas emergenciais para interromper uma crise de confiança do que propriamente estratégias de estabilização. O plano Collor I começou com um grande nível de confiança não só pela percepção de que a dívida externa não constituiria obstáculo à estabilização, como pela trégua para o custo de refinanciamento do governo representada pelo sequestro de ativos. A sequência seguida pelas combinações de taxas de juros com taxas de câmbio no plano Collor I simbolizam a trajetória de fracasso com a perda de confiança que inviabiliza o programa.

O grande desafio do plano Real pode assim ser sumariado com a ajuda do gráfico. A baixa confiança interna tornou necessária no início do programa, a prática de taxas de juros elevadas nos primeiros meses que se seguiram problema, o que foi agravado pelo abalo da confiança externa por ocasião da deterioração do balanço de pagamentos em conta corrente em pleno desenrolar do drama mexicano. O nível elevado de reservas foi instrumental para permitir que se explorasse um *trade-off* perigoso, ao elevar-se as taxas de juros para níveis insustentáveis a médio prazo, pois se o crescimento da dívida pública se torna excessivo, conspira-se contra o alongamento que é desejado para a dívida<sup>9</sup>. Se esta interpretação for correta, uma desvalorização súbita poderia rapidamente levar o programa do quadrante HL (alta confiança externa e baixa confiança interna) para o quadrante do fracasso LL. O desafio ao final de 1995 é permitir uma trajetória no qual seja possível ir da posição 4 da trajetória do real para o

---

<sup>9</sup> Ver em Golfajn (1995) um modelo explicativo e a evidência deste fenômeno para vários países da OECD.

quadrante HH, o que só é possível construindo-se um conjunto de medidas que permita que a queda da taxa de juros não requeira uma desvalorização substancial.

A construção de um tal clima de confiança interna não é tarefa das mais fáceis. As dificuldades com o enquadramento do sistema de bancos estaduais e as pressões desencadeadas sobre o Bacen em sua tentativa de conter o crédito, por exemplo, mostram o quão longe estamos do consenso, mesmo dentro do governo, acerca das vantagens da independência do Banco Central como gestor da moeda e voltado de forma mais específica para as funções diretamente relacionadas com a estabilidade de preços. É difícil superestimar as dificuldades de recuperação do orçamento público como instrumento de discussão efetiva das alternativas viáveis de política macroeconômica e suas consequências. O futuro da estabilidade da moeda, entretanto, parece depender mais da possibilidade de ser instituído um regime fiscal consistente do que das possibilidades de manter-se valorizada ainda que não fixe a taxa de câmbio por prazos que se estendam além de um período de transição que possa ser considerado razoável e que não lance dúvidas acerca da viabilidade de longo prazo do crescimento econômico brasileiro.

#### **Referências bibliográficas**

Bacha, E. "Plano Real: Uma Avaliação Preliminar", **Revista do BNDES**, III, Junho de 1995.

Carneiro D.D. e M.G.P.Garcia, "Flujos de Capital y Control Monetario bajo Sustitución doméstica de Dinero: la Experiencia Brasilena", in Roberto Steiner (org.), **Afluencia de Capitales y Estabilización en America Latina**, Bogotá: TM Editores-Fedesarrollo, 1993.

Carneiro, D.D. e M.G.P.Garcia, **Private International Capital Flows to Brazil**, ECLA, Serie Financiamiento del Desarrollo, n. 33. Santiago, 1995.

Garcia, M.G.P "Política Monetária, Compulsórios e Inflação", Texto Para Discussão n. 323 PUC-Rio, Departamento de Economia, Setembro de 1994.

Goldfajn, I. "On Public Debt Indexation and Denomination", mimeo., 1995.

Goodhart, C.A.E., **The Central Bank and the Financial System**, Cambridge, Mass: MIT Press, 1995.

## Quadro 1.1

### Necessidades de Financiamento do Setor Público

#### *Nominal*

% do PIB \*

	Governo Federal e Banco Central	Governos Estaduais e Municipais	Empresas Estatais	Total
1992	14,86	16,37	12,91	44,14
1993	20,47	24,61	13,33	58,41
1994-1o sem.	34,50	34,70	15,90	85,10
1994	17,36	18,89	8,12	44,37
1995-1o sem.	0,65	3,77	1,25	5,67
1995-jan/out	1,60	3,76	1,13	6,50
1995-jan/nov	1,83	3,79	1,21	6,83

#### *Operacional*

*igp-di*

	Governo Federal e Banco Central	Governos Estaduais e Municipais	Empresas Estatais	Total
1992	0,80	0,80	0,61	2,21
1993	0,00	-0,23	-0,02	-0,25
1994-1o sem.	-1,50	0,10	-0,20	-1,60
1994	-1,59	0,57	-0,31	-1,33
1995-1o sem.	-0,21	2,04	0,61	2,44
1995-jan/out	0,98	2,48	0,66	4,11
1995-jan/nov	1,19	2,53	0,74	4,47

#### *Primário*

	Governo Federal e Banco Central	Governos Estaduais e Municipais	Empresas Estatais	Total
1992	-1,31	-0,35	-0,65	-2,31
1993	-1,43	-0,55	-0,66	-2,64
1994-1o sem.	-2,70	-1,00	-1,10	-4,80
1994	-3,09	-0,86	-1,21	-5,16
1995-1o sem.	-2,14	0,08	-0,17	-2,23
1995-jan/out	-1,42	0,13	-0,23	-1,52
1995-jan/nov	-1,15	0,20	-0,13	-1,07

\* Reflete a relação dos fluxos com o PIB, ambos valorizados para o último mês do período com base no IGP-DI

(-) Superávit

Fonte: Banco Central

**Quadro 1.2**

**AGREGADOS MONETÁRIOS**

**Componentes do M4**

(Saldos em final de período)

em R\$ Milhões

ANO	MÊS	M1	FAF	DER	TÍT.FED. PODER DO PÚBLICO	TÍT. EST./AL PODER DO PÚBLICO	M2	DEPÓSITOS DE POUPANÇA	M3	TÍTULOS PRIVADOS	M4
1994	JAN	6.086,00	7.483,00	2.929,00	29.234,00	14.552,00	60.284,00	27.715,00	87.999,00	40.818,00	128.817,00
	FEV	6.704,00	7.795,00	2.924,00	30.025,00	14.749,00	62.197,00	28.371,00	90.568,00	40.541,00	131.109,00
	MAR	5.802,00	7.565,00	2.780,00	26.344,00	15.029,00	57.520,00	27.602,00	85.122,00	41.816,00	126.938,00
	ABR	5.935,00	7.462,00	2.709,00	28.766,00	16.004,00	60.876,00	27.357,00	88.233,00	42.352,00	130.585,00
	MAI	6.184,00	7.076,00	2.665,00	29.112,00	16.493,00	61.530,00	28.287,00	89.817,00	44.121,00	133.938,00
	JUN	7.466,00	7.934,00	2.575,00	32.680,00	14.861,00	65.516,00	29.593,00	95.109,00	41.552,00	136.661,00
	JUL	10.687,00	8.026,00	3.821,00	32.165,00	15.393,00	70.092,00	40.113,00	110.205,00	41.798,00	152.003,00
	AGO	12.902,00	8.469,00	3.778,00	31.446,00	15.028,00	71.623,00	41.151,00	112.774,00	45.468,00	158.242,00
	SET	15.844,00	8.870,00	3.684,00	31.448,00	10.036,00	69.882,00	41.173,00	111.055,00	47.706,00	158.761,00
	OUT	16.735,00	9.138,00	3.642,00	32.287,00	9.071,00	70.873,00	42.053,00	112.926,00	52.924,00	165.850,00
	NOV	17.825,00	9.116,00	3.551,00	31.585,00	8.649,00	70.726,00	42.892,00	113.618,00	56.549,00	170.167,00
	DEZ	23.081,00	9.446,00	3.345,00	29.935,00	7.040,00	72.847,00	44.945,00	117.792,00	57.654,00	175.446,00
1995	JAN	18.608,00	12.555,00	3.225,00	29.857,00	4.556,00	68.801,00	45.604,00	114.405,00	67.730,00	182.135,00
	FEV	20.100,00	13.304,00	3.176,00	30.845,00	4.700,00	72.125,00	46.154,00	118.279,00	69.850,00	188.129,00
	MAR	17.523,00	13.538,00	3.018,00	30.728,00	3.666,00	68.473,00	47.159,00	115.632,00	72.985,00	188.617,00
	ABR	17.933,00	13.548,00	2.889,00	31.409,00	3.893,00	69.672,00	49.597,00	119.269,00	72.124,00	191.393,00
	MAI	16.611,00	13.826,00	2.809,00	32.277,00	4.432,00	69.955,00	52.827,00	122.782,00	70.454,00	193.236,00
	JUN	18.289,00	14.203,00	2.697,00	32.359,00	7.048,00	74.596,00	55.489,00	130.085,00	70.272,00	200.357,00
	JUL	18.474,00	15.013,00	2.647,00	38.940,00	7.298,00	82.372,00	57.356,00	139.728,00	72.746,00	212.474,00
	AGO	18.105,00	15.895,00	2.561,00	45.022,00	7.635,00	89.218,00	58.187,00	147.405,00	75.995,00	223.400,00
	SET	19.383,00	12.598,00	2.449,00	49.515,00	8.205,00	92.150,00	58.415,00	150.565,00	79.337,00	229.902,00
	OUT	20.274,00	9.317,00	2.345,00	53.859,00	7.630,00	93.425,00	59.124,00	152.549,00	81.435,00	233.984,00
	NOV	22.323,00	11.355,00	2.193,00	57.292,00	7.739,00	100.902,00	59.730,00	160.632,00	81.146,00	241.778,00
	DEZ	29.078,00	13.196,00	-	57.738,00	7.828,00	107.840,00	63.410,00	171.250,00	79.803,00	251.053,00

Gráfico 2.1

**Decomposição da Base Monetária - pós Real**  
(Fluxos acumulados em R\$ milhões)

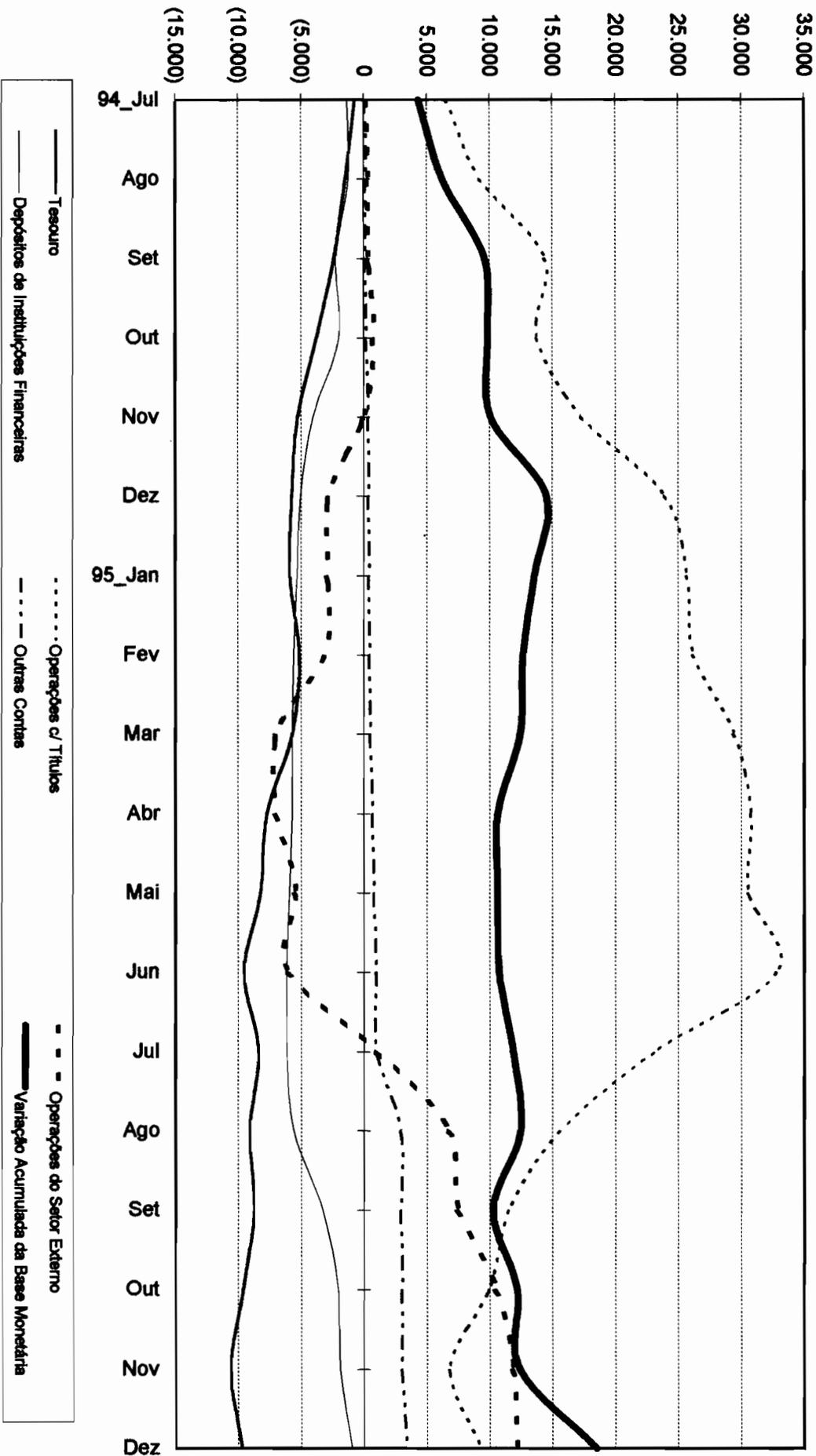
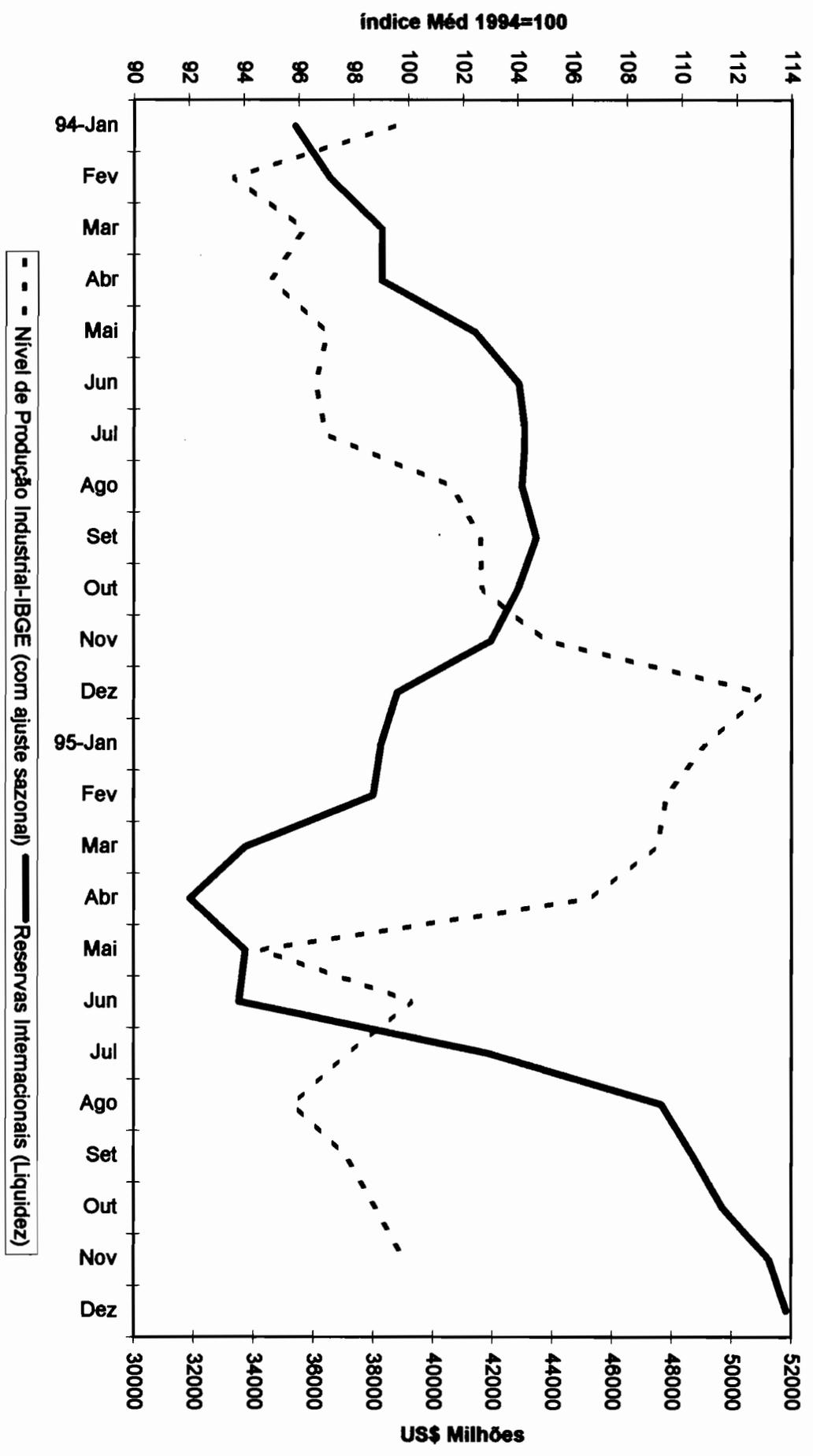


Gráfico 3.1

Nível de Atividade & Reservas Internacionais



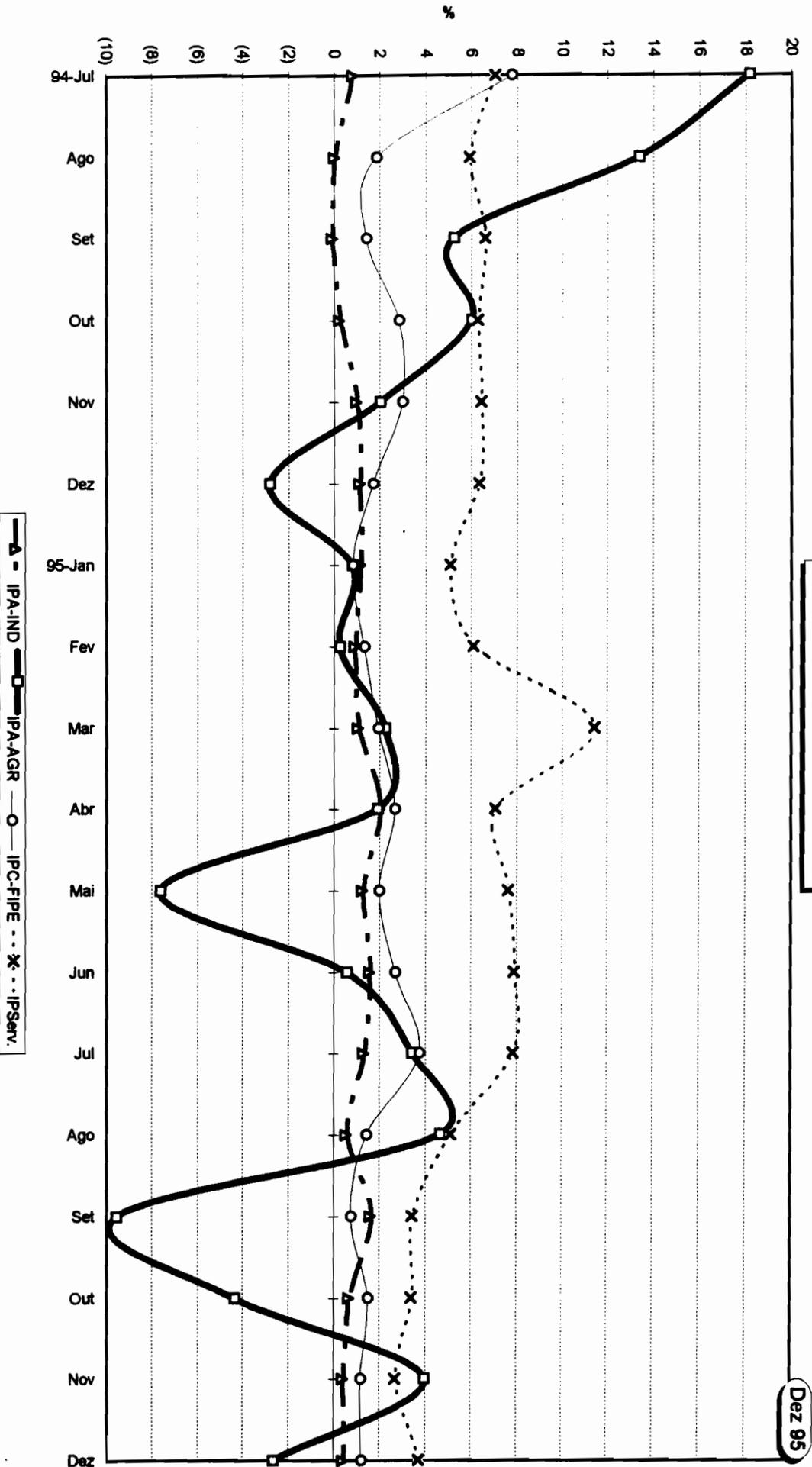
Fontes: IBGE e Banco Central do Brasil

Quadro 3.1

	<b>ETAPAS</b>	<b>TESTE</b>	<b>CONSEQUÊNCIAS</b>
<b>Jul 94</b>	LANÇAMENTO		ELEIÇÃO FHC
<b>Ago 94/Jan 95</b>	ELEIÇÃO E POSSE	P <sup>º</sup> OUT E NOV EXPECTATIVAS DE REFORMAS	BOLHA DE CONSUMO E DÉFICIT COMERCIAL
<b>Fev 95/Abr 95</b>	AMEAÇA EXTERNA E EXCESSO DE DEMANDA PROLONGADO	DESVALORIZAÇÃO 6/3, NÍVEL DE ATIVIDADE E P <sup>º</sup> JUN E JUL	FLEXIBILIZAÇÃO DO CÂMBIO E CONTROLE DO CRÉDITO
<b>Mai 95/Ago 95</b>	RECUPERAÇÃO DA CONFIANÇA EXTERNA	INADIMPLÊNCIA E AMEAÇA DE CRISE FINANCEIRA	RECUPERAÇÃO DE RESERVAS, ATIVIDADE INDUSTRIAL E ILIQUEZ
<b>Set 95/?</b>	REQUISITOS: REMONETIZAÇÃO, RECOMPOSIÇÃO GRADUAL DO CRÉDITO E MELHORIA DO QUADRO FISCAL	BALANÇA COMERCIAL, QUEDA DE JUROS, DESINDEXAÇÃO E DÉFICIT ESPERADO	P <sup>º</sup> TENDE PARA 15% EM 96

Gráfico 5.1

Inflação e Preços Setoriais



Fontes: FIPE e FGV

26/01/96

Gráfico 5.2

Composição do M4

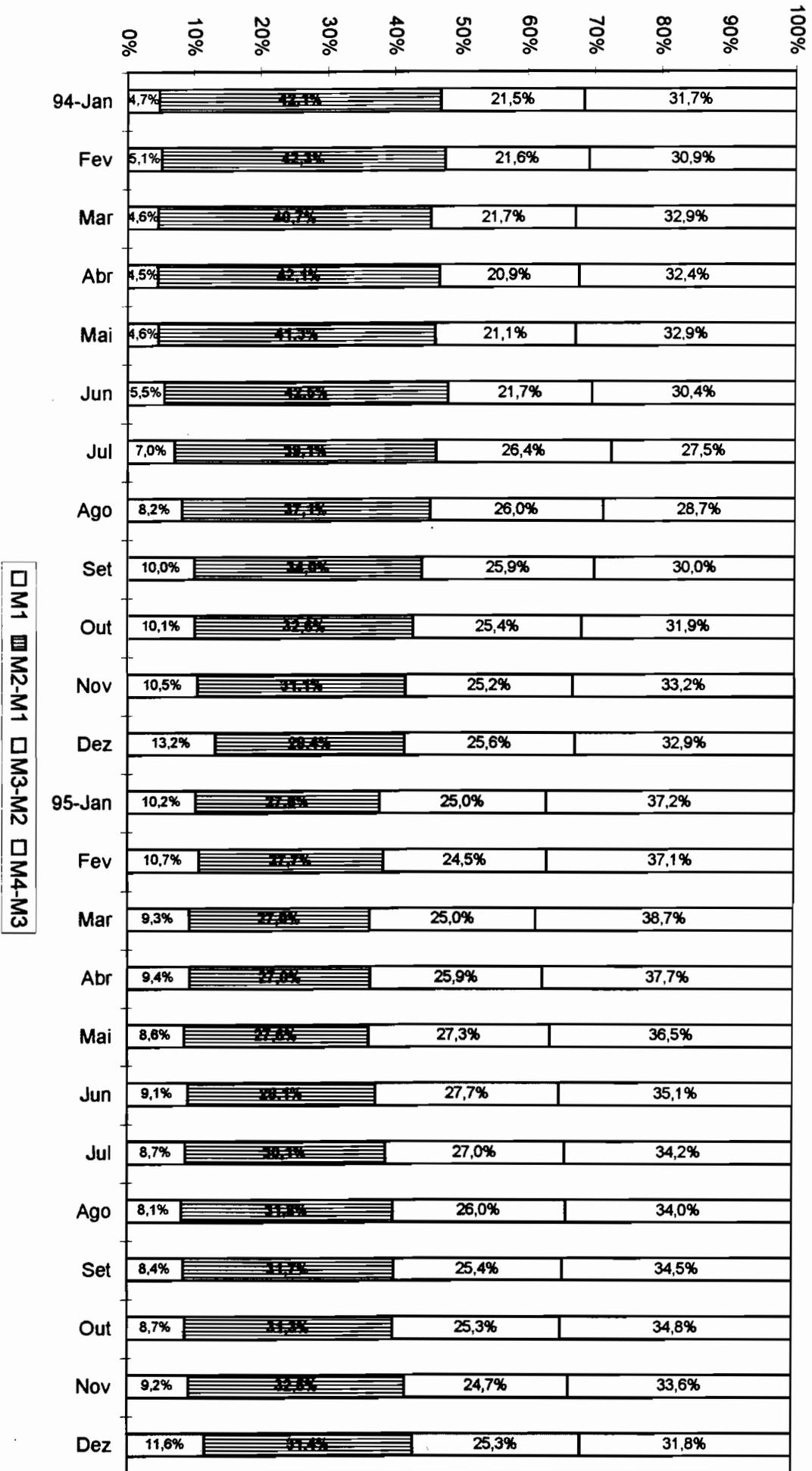
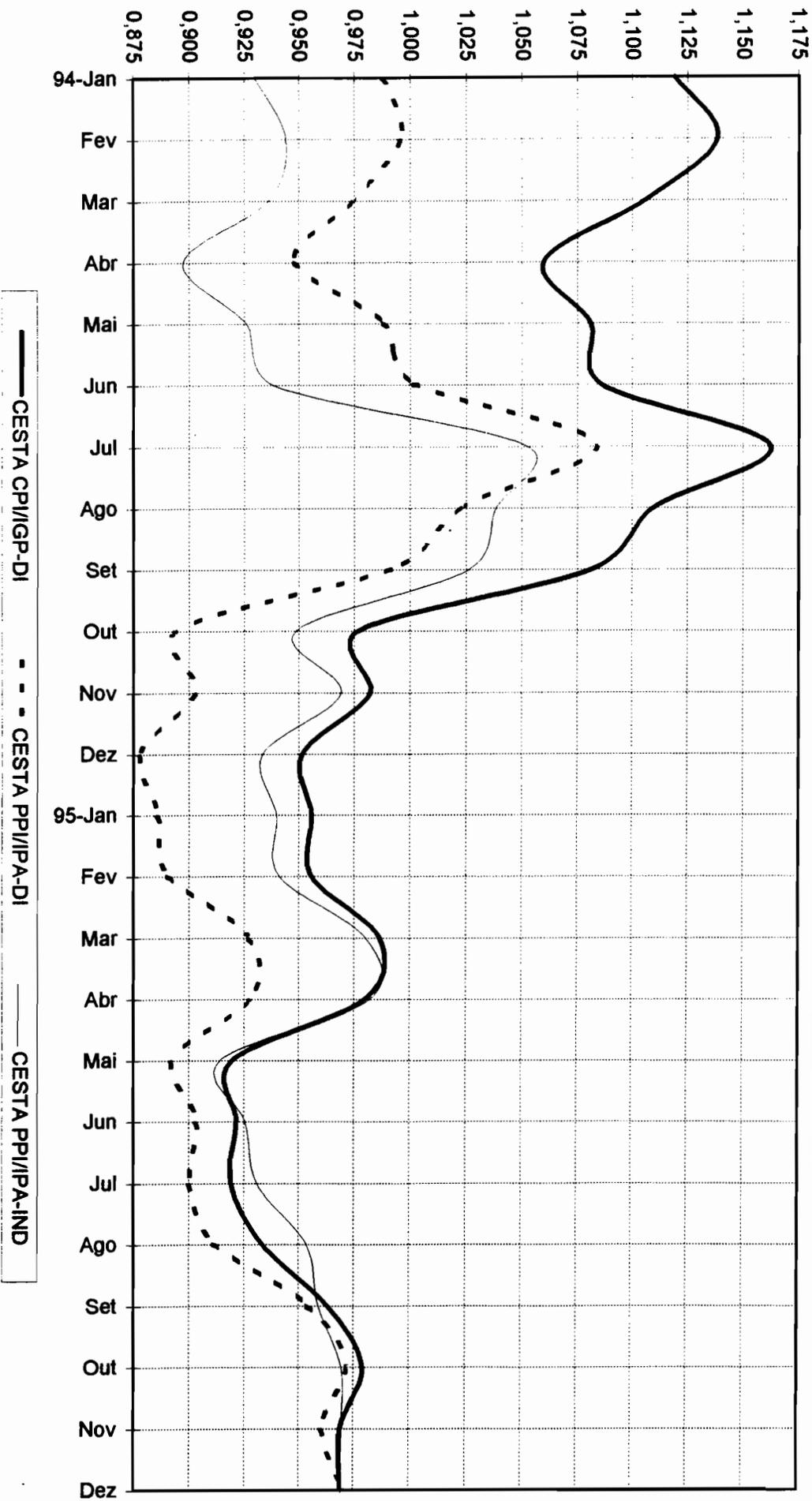
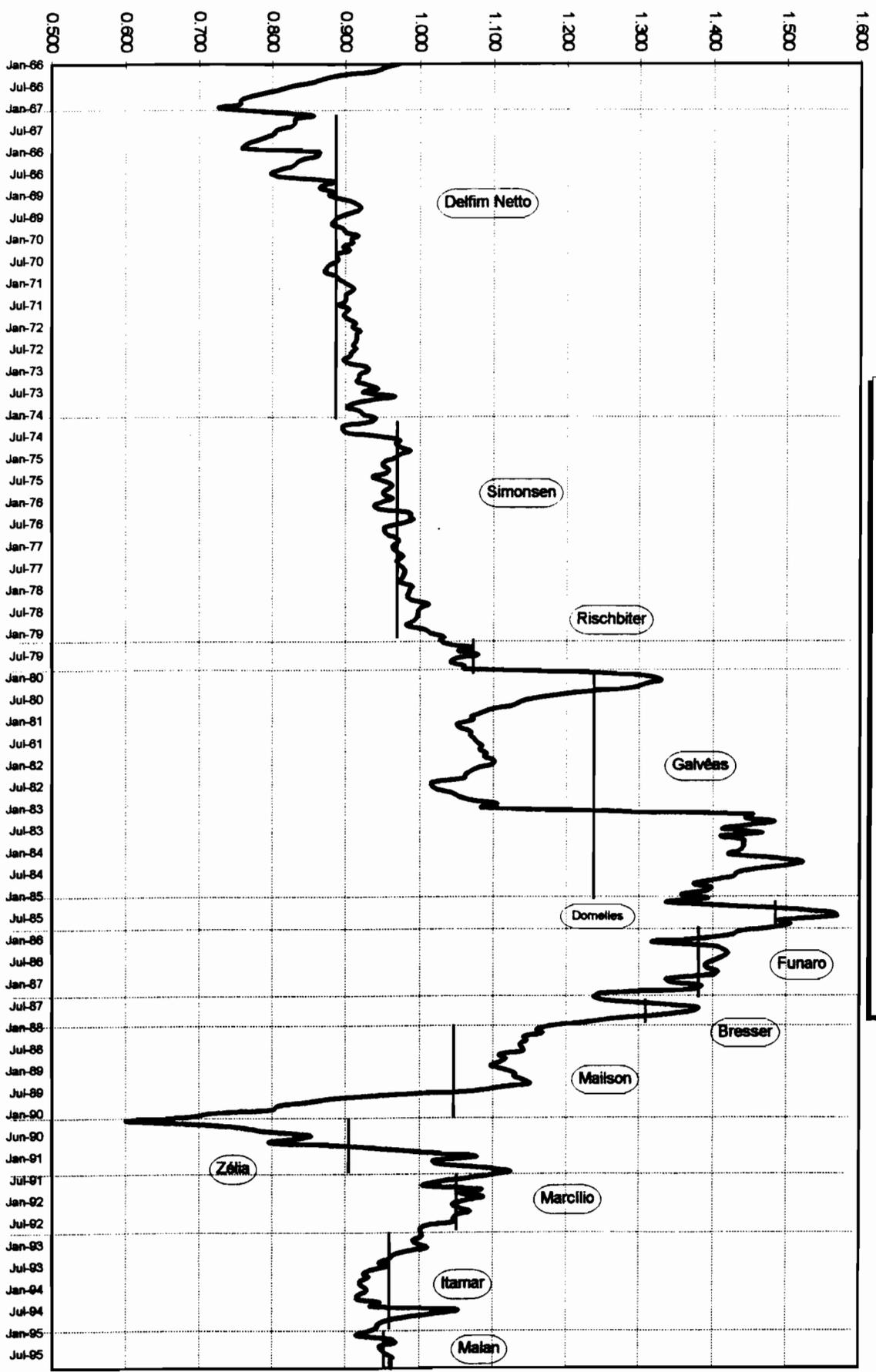


Gráfico 5.3

**Cesta de Moedas - Principais Países Destino de Exportações Brasileiras  
(R\$/Unidade de Cesta)**

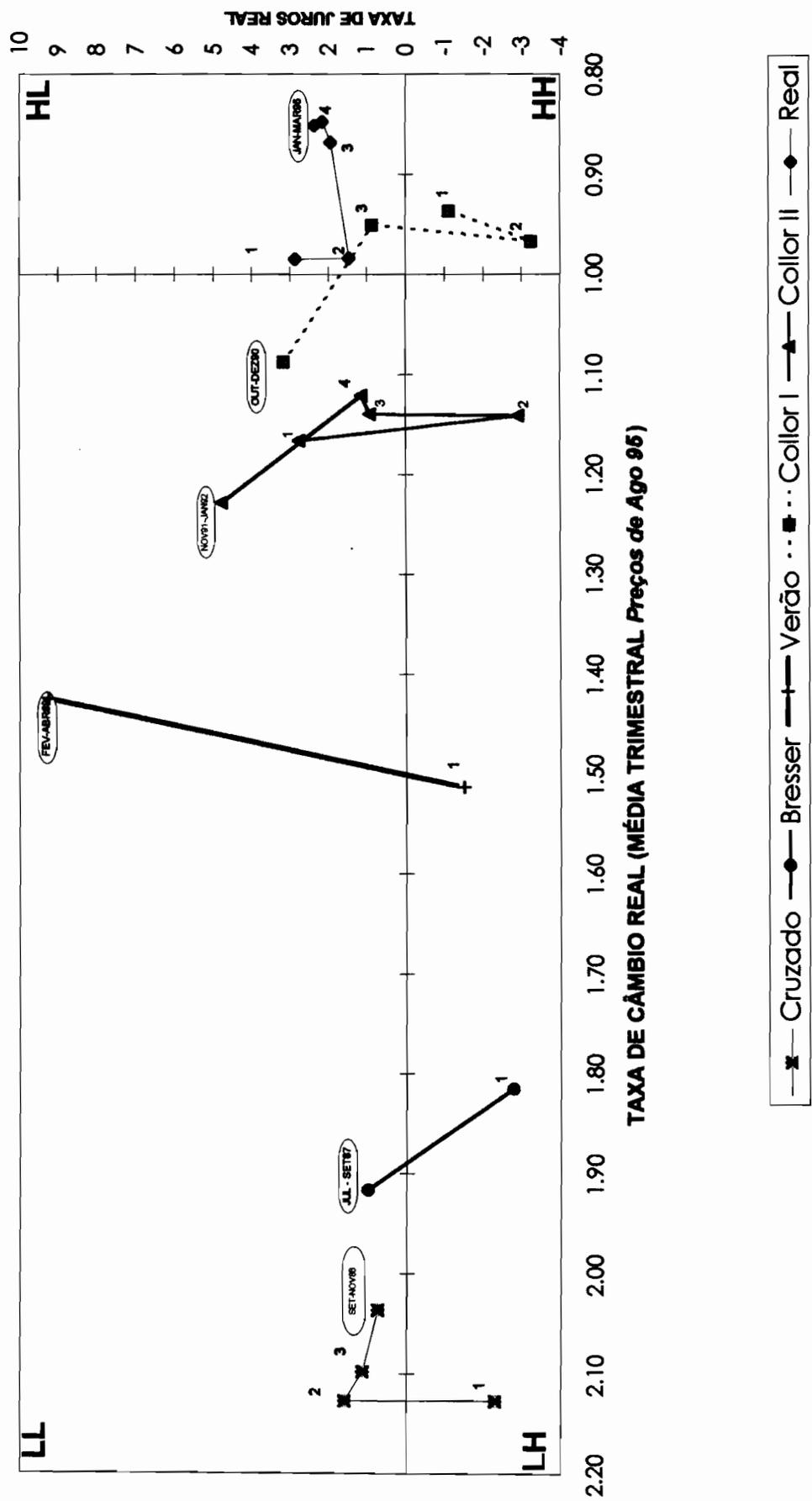


TAXA DE CÂMBIO EFETIVA (IPA-IND & PPI) - Pregos de NOV/95



DDC/LS

Gráfico 5.5



## **TEXTOS PARA DISCUSSÃO:**

- 0330 - GARCIA, M. G. P. Política monetária e cambial: algumas lições do período recente para o real. dez. 1994. 21p.
- 0331 - ABREU, M. P. Trade in manufactures: the outcome of the Uruguay Round and developing country interest. dez. 1994. 23p.
- 0332 - ABREU, M. P. ; CARNEIRO, D. D. ; WERNECK, R. L. F. Brazil: widening the scope for balanced growth. dez. 1994. 36p.
- 0333 - CARNEIRO, D. D. ; GARCIA, M. G. P. Private international capital flows to Brazil. mar. 1995. 41p.
- 0334 - AMADEO, E. J. Contra a inevitabilidade dos paradigmas. maio 1995. 30p.
- 0335 - AMADEO, E. J. ; CAMARGO, J. M. Regulations and flexibility of the labor market in Brazil. maio 1995. 43p.
- 0336 - GARCIA, M. G. P. O financiamento à infra-estrutura e a retomada do crescimento econômico sustentado. junho 1995. 22p.
- 0337 - WERNECK, R. L. F. The changing role of the state in Brazil. julho 1995. 19p.
- 0338 - AMADEO, E. J. International trade, outsourcing and labor: a view from the developing countries. agosto 1994. 33p.
- 0339 - TERRA, M. C. T. Openess and inflation: a new assessment. outubro 1995. 23p.
- 0340 - ABREU, M. P. , BEVILAQUA, Afonso S. Macroeconomic coordination and economic integration lessons for a Western Hemisphere Free Trade Area, nov. 1995 . 32 p.
- 0341 - BEKAERT, G.; GARCIA, M.G. P. ; HARVEY, C.R. The contribution of speculators to effective financial markets. nov. 1995
- 0342 - BEKAERT, G.; GARCIA, M.G. P. ; HARVEY, C.R. The role of capital markets in economic growth. nov. 1995
- 0343 - TERRA, M. C. T. ; GONZAGA, G. Stabilization , volatility and the equilibrium real exchange rate. dez. 1995
- 0344- BEVILAQUA, Afonso S. "Dual resource transfers and the secondary market price of developing countries' external debt". dez. 1995
- 0345 - TERRA, M. C. T. The Brazilian debt renegotiation : a cure for overhang? dez. 1995
- 0346 - BEVILAQUA , A. S. Dual resource transfers and the interruptions in external debt service. dez. 1995
- 0347 - GONZAGA, G. ; SCANDIUZZI, J.C. "How does government wage policy affect wage bargaining in Brazil? " dez. 1995. 19p.
- 0348 - GONZAGA, G. "Educação, investimentos externos e crescimento econômico: evidências empíricas" dez. 1995. 23p.
- 0349 - PERRON, P.; Cati, R. C.; Garcia, M. G. P. Unit roots in the presence of abrupt governmental interventions with an application to Brazilian to Brazilian data. dez. 1995
- 0350 - BONOMO, M. ; GARCIA, R. Infrequent information, optimal time and state dependent rules, and aggregate effects. dez. 1995. 41p.