

## **2. O Plano Real e a URV fundamentos da reforma monetária brasileira de 1993-94<sup>1</sup>**

*Money is not a mechanism: it is a human institution, one of the most remarkable of human institutions.*

Sir John Hicks

### 2.1. Introdução

Este ensaio procura refazer o caminho percorrido na composição da arquitetura conceitual básica do Plano Real, e avaliar os resultados obtidos até o final de 1994, completado o primeiro semestre do Real. Procura-se demonstrar que a reflexão sobre a construção do plano começa bem longe, em considerações sobre a natureza dos efeitos da inflação sobre a moeda e sobre as normas que governam a disciplina monetária do país. Mostra-se que, na sua construção, o Real foi um empreendimento que uniu o saber econômico sobre a construção de programas de estabilização aqui e alhures, e o saber jurídico sobre a moeda. O Real, como se sabe, definiu soluções muito particulares para problemas típicos, e complexos, de qualquer programa de estabilização: coordenação decisória, desindexação, equilíbrio contratual, administração da remonetização e da liquidez, e gerência de demanda, para dizer alguns. Não foram implementadas soluções coercitivas do tipo congelamento de preços ou confisco temporário de ativos e, em boa medida, o processo de

---

<sup>1</sup> *Este ensaio resume de forma linear uma reflexão coletiva, que teve muitas idas e vindas, e que assumiu contornos definitivos a partir de inúmeras contribuições e debates conduzidos por um incontável número de pessoas. Mesmo sob o risco de alguma omissão devo mencionar, dentre os economistas, Pedro Malan, Edmar Bacha, Winston Fritsch, Pérsio Arida, Sérgio Cutulo, Luciano Oliva Patrício, Helio Mori, Luiz Carlos Gomes da Rocha, Claudio Mauch, Alkimar Moura, além dos economistas 'honoris causa' Clovis Carvalho e Eduardo Jorge. Dentre os advogados, devo mencionar em primeiro lugar o meu amigo José Coelho Ferreira, mas também José Tadeu de Chiara, Rui Jorge, Paulo Garcia, Daniel Rodrigues Alves, Aloísio Miranda, Gilberto Ulhoa Canto, Carlos Alberto Ulhoa Canto, José Luiz Bulhões Pedreira e Luis Alberto Rosman.*

estabilização envolveu a definição de incentivos econômicos naturais para escolhas racionais exercidas voluntariamente e das quais resultaria um empreendimento social que elevaria o bem estar coletivo. Nada tiveram de simples os expedientes que levaram a esses resultados. As várias seções do ensaio compõem uma sequência temática que recupera cada passo no caminho, vale dizer, o modo como cada um dos principais desafios do Real foi vencido.

## 2.2. O ponto de partida: a desagregação da moeda

É muito antiga a caracterização da moeda, seja como uma mercadoria, seja, no outro extremo, como produto da linguagem jurídica, através das funções que cumpre. Dentre os economistas, em especial, é muito comum esta definição "funcional" da moeda<sup>2</sup>, bem como a especificação de suas três funções básicas: (i) a de servir como meio de pagamento; (ii) a de permitir a transferência no tempo de poder de compra, ou seja a de servir como reserva de valor; e (iii) a de oferecer à economia um unidade de conta para se referenciar valores. Já os advogados definem o que é dinheiro enfatizando, por um lado, o aspecto formal de suas funções - e por isso enxergam apenas as funções de meio de pagamento e unidade de conta - e, por outro, a capacidade de um estado soberano dizer o que é a sua moeda nacional. De acordo com um especialista, "a qualidade de moeda deve ser atribuída a todos os bens móveis que, emitidos de acordo com a autoridade da lei e denominados com referência

---

<sup>2</sup> Como ensina Hicks (1967, p. 1) "a moeda é definida pelas suas funções: qualquer coisa é moeda se é usada como tal. *Money is what money does*".

a uma unidade de conta, se destinam a servir como meio de troca universal dentro do Estado em que foi emitido"<sup>3</sup>.

Os economistas não encontraram dificuldades em absorver estas noções, as quais penetraram na disciplina originalmente através do trabalho de G. F. Knapp<sup>4</sup>, e encontrariam amplo respaldo no trabalho mais recente em História Econômica, no âmbito do qual seria possível associar com clareza o surgimento e o desenvolvimento da moeda à consolidação dos estados nacionais e suas bases jurídicas<sup>5</sup>. Que o dinheiro é "uma criação do estado" o diria John Hicks (1969, p. 67) e também Lord Keynes, ao afirmar que a "moeda é simplesmente aquilo que o Estado declara, de quando em vez, ser o instrumento legal para liberar contratos em dinheiro"<sup>6</sup>

Tão antiga quanto a definição "funcional" da moeda é a observação de que a inflação - entendida como a decomposição da moeda<sup>7</sup> - destrói a moeda sequencialmente, primeiro debilitando sua capacidade de servir como reserva de valor - fenômeno geralmente capturado nas funções que explicam as variações na chamada velocidade de circulação da moeda<sup>8</sup> - e, em seguida, prejudicando sua utilidade como unidade de conta - à medida

---

<sup>3</sup> F. A. Mann (1992, p. 8). Uma versão brasileira, e que bem expressa a transição "de uma concepção metalista ... para a concepção estatal da moeda" é oferecida por A. Mendes e E B. Nascimento (1991, p. 38) segundo os quais a moeda é "um título de poder liberatório emitido pelo Estado, com curso forçado decorrente de lei e com aceitação obrigatória para cancelar débitos".

<sup>4</sup> Sua "Teoria estatal da moeda" (*Staatliche Theorie des Geldes*) teria gerado, entre economistas, "em parte exuberante exaltação, em parte crítica severa ...[m]as entre os juristas, para os quais as teorias de Knapp eram menos revolucionárias, sua essência foi prontamente aceita" cf. F. A. Mann (1992, p. 14 ff 63). Sobre Knapp veja-se H. Ellis (1934).

<sup>5</sup> Veja-se, por exemplo, J. Hicks (1969, cap. 5) e A. R. Burns (1927).

<sup>6</sup> J. M. Keynes (1923).

<sup>7</sup> Note-se, até recentemente, o termo inflação era utilizado para designar um aumento da oferta de moeda e não propriamente um aumento generalizado nos preços.

<sup>8</sup> Veja-se, a este respeito, M. Friedman (1956).

que se dissemina a indexação - e, por fim, reduzindo sua capacidade de servir como meio de pagamento<sup>9</sup>.

Este processo, é evidente, adquire contornos específicos conforme o quadro institucional e histórico no qual se insere, sendo que, em geral, são especialmente relevantes para singularizar cada episódio fatores como o grau de abertura da economia e o grau de desenvolvimento do sistema financeiro. Sabe-se, por exemplo, que as pequenas economias abertas que experimentaram hiperinflações (Áustria e Hungria nos anos 20, Bolívia nos anos 80) passaram por um processo de "dolarização", vale dizer, a substituição da moeda nacional como padrão de valor (indexação pelo dólar) e como reserva de valor (entesouramento de riqueza em forma de dólares)<sup>10</sup>. Economias tipicamente fechadas, financeiramente primitivas, e passando por revoluções ou guerras civis (Polônia dos anos 20, China nos anos 40, por exemplo), exibem formas bem diversas para a decomposição da moeda. O mesmo vale para economias socialistas nas quais a experimentação em matéria monetária conheceu todos os extremos possíveis: são amiúde lembradas, e sempre controversas, as observações de Lênin sobre a desejabilidade de se abolir a moeda a fim de, com isso, se empreender a suprema expropriação da riqueza da burguesia<sup>11</sup>. Na Hungria de 1946, em contraste, o regime entendeu que em vez de nenhuma, a nova república socialista poderia ter duas moedas, uma das quais indexada. Em ambos os casos, a consequência foi o desastre monetário.

Comparações entre as incidências mais recentes do fenômeno da hiperinflação na América Latina - vale dizer, na Argentina, Bolívia, Brasil e

---

<sup>9</sup> Veja-se G. A. Calvo & C. A. Vegh (1992, p. 4).

<sup>10</sup> Veja-se adiante Capítulos 3, 4 e 5 para análises específicas do fenômeno da dolarização.

<sup>11</sup> Cf. F. W. Fetter (1977).

Peru - e as chamadas "hiperinflações clássicas", serão um tema recorrente neste volume. Por ora, basta notar que a experiência brasileira tem diversas singularidades que não convém perder de vista: em nenhum outro episódio conhecido de inflação muito elevada tratava-se de país onde tivessem sido tão grandes a extensão dos mecanismos formais e informais de indexação e o grau de sofisticação do sistema financeiro. Não há paralelo na capacidade de o nosso sistema financeiro "economizar" moeda como meio de pagamento - a base monetária chegando a cair abaixo de 1% do PIB - graças a extrema agilidade daquele em proporcionar a substituíbilidade entre moeda remunerada e moeda comum, além das facilidades criadas para o desenvolvimento de produtos derivativos dos indexadores, salvaguardando, assim, a existência de diversas unidades de conta estáveis<sup>12</sup> à escolha dos agentes econômicos. Tudo isso tornou única a experiência de degradação da moeda brasileira e produziu grandes dores de cabeça aos especialistas estrangeiros em inflação alta que aqui aportaram a fim de nos aconselhar.

A singularidade da experiência monetária brasileira reflete-se também, e evidentemente, nas leis. A definição legal de moeda está condicionada ao quadro histórico e institucional, e a uma tradição doutrinária eminentemente brasileira, afinal, no plano do Direito, o estabelecimento da disciplina monetária não poderia se dar senão de maneira a acomodar, embora de modo defasado, como veremos adiante, uma realidade social específica. É interessante notar que parece ainda recente, na nossa disciplina monetária, a passagem de uma concepção metalista da moeda para outra estatista e nominalista, uma transição que

---

<sup>12</sup> Registre-se a semelhança entre este estado de coisas e o que será relatado adiante, no Capítulo 4, acerca das *wertbestandiges*, vale dizer, as moedas de valor estável na Alemanha de 1923.

teve lugar, na civilização ocidental, nos anos que medeiam a crise de 1929 e o abandono definitivo do padrão-ouro pelos EUA em 1971<sup>13</sup>.

A peça básica de nossa disciplina monetária - o Decreto Lei 857 de 11.09.1969 - tem como base o estabelecimento do curso legal, vale dizer a irrecusabilidade ou o poder liberatório da moeda nacional, e também o curso forçado, ou seja, a sua inconvertibilidade interna. Note-se que o DL 857 destinava-se a aperfeiçoar o Decreto 23.501, de 27.11.1933, este, por sua vez, editado em meio à Grande Depressão, motivado pela Resolução Conjunta do Congresso Americano suspendendo a validade das cláusulas-ouro em contratos<sup>14</sup>. Com efeito, o DL 857 manteve a suspensão do parágrafo 1 do Artigo 947 do Código Civil - a "cláusula ouro", que facultava a liquidação de obrigações em moeda estrangeira - e determinou que seriam "nulos de pleno direito ... os contratos ... que estipulem pagamentos em ouro, em moeda estrangeira, ou, *por qualquer forma, restrinjam ou recusem, nos seus efeitos, o curso legal do cruzeiro*" (Art. 1, grifo nosso).

Este dispositivo, cujos propósitos pareciam circunscritos a problemas específicos de uma época remota, permaneceria em pleno em vigor durante os anos marcados pela alta e prolongada inflação. Não seriam poucas, por isso mesmo, as dúvidas surgidas sobre sua validade e extensão durante os anos mais recentes, quando a degradação da moeda ensejou inovações profundas na esfera monetária. A principal dessas inovações, a própria indexação, claramente não compunha o quadro de referência do legislador dos anos 30.

---

<sup>13</sup> Veja-se a respeito o notável estudo de R. Triffin (1968) e também para uma análise desta transição no tocante à disciplina monetária brasileira o estudo de A. Mendes e E. B. Nascimento (1991).

<sup>14</sup> Cf. G. Ulhoa Canto (1983, p. 1) e aludido explicitamente nos "considerando" do próprio decreto.

Não obstante, havia concordância em que o DL 857 não vedava genericamente a indexação, ou seja, suas determinações não são inconsistentes com o fato de se dar poder liberatório à moeda por valor diferente de seu valor nominal, ou de se dar à moeda de curso forçado o poder liberatório que se quiser convencionar<sup>15</sup>. Todavia, uma interpretação mais estrita e claramente nominalista deste dispositivo é no sentido de que, como sugerem Mendes & Nascimento (1991, p. 49), "em contratos celebrados entre residentes no Brasil as obrigações monetárias só podem ser constituídas em moeda corrente nacional como moeda de conta e como moeda de pagamento". Não se admitiria, portanto, se levarmos esta interpretação às últimas consequências, sequer a indexação, pois ela restringiria o "curso" da moeda nacional enquanto unidade de conta<sup>16</sup>.

À primeira vista poderia parecer que não se admite, na interpretação nominalista acima, lugar para a noção de que a inflação desagregou as funções da moeda, ainda que isto constituísse um fato contundente da experiência cotidiana. Note-se que o próprio DL 857 admitiu exceções em seu Artigo 2, ao elencar diversos casos onde as restrições do Artigo 1 não se aplicavam, todos de obrigações onde uma das partes era um não-residente. Com efeito, de acordo com Mann (1992, p. 205, grifos no original) "sempre que uma obrigação é validamente expressa em uma moeda estrangeira, torna-se necessário observar uma distinção de importância fundamental, qual seja, a que separa a *moeda de conta* da *moeda de pagamento*". Com o avanço da inflação, todavia, ficaria clara a separação das funções da moeda em transações que não envolviam não

---

<sup>15</sup> Houve dúvidas sobre a legalidade de se contratar obrigações indexadas ao preço da moeda estrangeira. Veja-se G. Ulhoa Canto (1983, pp. 7-8), L. G. P. B. Leães (1992, p. 18) e especialmente J. L. Bulhões Pedreira (1993).

<sup>16</sup> Notadamente A. Xavier (1980). Na verdade esta interpretação nominalista estrita somente tem sido aplicada em se tratando da indexação por taxa de câmbio.

residentes e moedas estrangeiras, haja vista o reconhecimento da idéia da proteção de direitos prejudicados pela perda de poder aquisitivo da moeda, ou a chamada doutrina da valoração. Nessa linha, a ampla aceitação na Jurisprudência da distinção entre dívida de dinheiro e dívida de valor, fundamento básico da noção de correção monetária, representaria, na verdade, uma importante inovação: a recusa do nominalismo e o progressivo reconhecimento da dissociação das funções da moeda. Conforme Arnaldo Wald (1983, p. 12) "inspirando-se na lição dos economistas e na dissociação das funções da moeda por eles defendida, procurou o Direito Brasileiro manter o cruzeiro como meio de pagamento, modificando, todavia, a unidade de conta, ou seja, a medida de valor, que passou a ser, conforme o caso, as ORTNs ... as UPCs, o salário -referência ou qualquer outro índice escolhido pelas partes ... Na realidade, continua ele, o índice funcionava do mesmo modo que uma moeda estrangeira ... Essa dissociação entre moeda de conta e de pagamento enseja o que já se denominou 'a bigamia monetária' "<sup>17</sup>

Assim sendo, a Jurisprudência, ao reconhecer os efeitos da inflação, avançou mais que a Lei, em particular o DL 857, que ainda se prendia aos tempos do abandono da conversibilidade. No dizer de Washington Souza (1983, p. 262, grifos no original) "de parte da Legislação, percebe-se a resistência para manter o princípio do 'curso forçado' da moeda emitida pelo governo, comprometendo-se com o *Nominalismo* como regra e, admitindo o *Valorismo*, como exceção. Registra-se [a]ssim uma espécie de 'saudosismo' do legislador que entrava a produção legislativa mais corajosa ante os efeitos de uma inflação persistente e intensa."

---

<sup>17</sup> A este respeito veja-se a elucidativa discussão de J. L. Bulhões Pedreira (1993).



Com efeito, a Medida Provisória 434, de 28.02.1994, enfrentaria de frente essas contradições ao reconhecer explicitamente na legislação a separação das funções da moeda que as interpretações mais conservadoras do DL 857, insensíveis aos progressos conceituais da Jurisprudência sobre correção monetária, nunca lograram contemplar.

### 2.3. A reunificação monetária

A regeneração da moeda no Brasil procurou trilhar o caminho inverso daquele que a destruiu, apropriando-se sequencialmente as funções que perdeu, na prática "re-estatizando" funções perdidas para os agentes privados. Daí o zelo do legislador, em em primeiro lugar, em unificar a indexação em torno de um só "índice" de natureza oficial, ou estatal, reconhecendo explicitamente, todavia, o caráter *soi dissant* monetário da indexação, ou seja, o fato de que um indexador (seja índice de preços ou unidade fiscal) cumpre a função monetária de servir como unidade de conta sem, todavia, constituir, por inteiro (na concepção unificada do DL 857), moeda. Como eram vários os indexadores e as unidades fiscais e contábeis privadas, tudo se passava como se uma parte desse "bem público" denominado moeda nacional, a parte que tinha que ver com a função "unidade de conta", havia sido "privatizada" entre diversos entes cada qual prestando a públicos específicos o serviço que o Estado, ou mais especificamente o Governo Federal, deveriam fornecer à sociedade<sup>18</sup>. A primeira parada, portanto, no processo de reconstrução da

---

<sup>18</sup> No plano fiscal, por exemplo, encontrava-se bastante disseminada a utilização de "unidades de conta" em função das quais referenciavam-se os créditos e débitos tributários. Além da UFIR - Unidade Fiscal de Referência, criada pela Lei 8.383 de 30.12.1992 - existem diversas unidade fiscais regionais implementadas por estados e municípios com funções semelhantes. Junte-se a isso uma quantidade enorme de empresas que criaram suas próprias unidade de conta para fins contábeis bem como para orientar métodos internos de pagamentos. Em qualquer desses casos cabe a

moeda era a instituição de um índice único, obrigatório em novas indexações, definido como uma unidade de conta oficial e mais: já lhe atribuindo explicitamente a função monetária de *moeda de conta*, antes mesmo que, quando emitida, adquirisse as funções remanescentes de reserva de valor e meio de pagamento.

É interessante notar que a separação formal das funções da moeda, base do raciocínio acima, vem sendo há tempos cogitada em debates sobre uma possível ressurreição do padrão-ouro, porém mediante a utilização de uma ou mais *commodities* como padrão, ao invés do ouro. Propostas desse tipo encontraram defensores ilustres, como Irving Fisher (1913), por exemplo, que propunha uma combinação entre um "padrão tabular", ou seja, uma unidade de conta monetária *móvel* (ou seja, indexada) e um sistema monetário como um *gold exchange standard*. Isso quer dizer, basicamente, um "padrão mercadoria" onde, em vez do ouro, são utilizadas, como padrão de valor, outras mercadorias, isoladamente ou em conjunto, que tenham preços mais estáveis, restando, todavia, nessas propostas, um obstáculo não removido: a delicada questão da conversibilidade<sup>19</sup>. Sem embargo, notou-se que um "padrão mercadoria" com boas condições de funcionar seria aquele baseado em uma cesta de mercadorias "escolhida de modo a que, historicamente, a associação entre o preço dessa cesta e o custo de vida seja estreita"<sup>20</sup>. Todavia, isso nos leva naturalmente à noção de um padrão de valor indexado, sem conversibilidade, e isto somente é possível se as funções da moeda são formalmente separadas, ou seja se adotamos uma unidade de conta

---

pergunta sobre a compartimentalização, ou mesmo apropriação privada, de uma função de estado.

<sup>19</sup> Para uma discussão moderna das idéias de Fisher veja-se W. Coats (1994, p. 257). Sobre a dificuldade de se combinar um "padrão mercadoria" com a conversibilidade veja-se L. White (1989, capítulo 9).

<sup>20</sup> R. E. Hall (1982, pp. 111-112).

estável, posto que indexada, e um meio de pagamento diferente, um instrumento não indexado. Foi nesta direção que caminharam algumas propostas brasileiras de reforma monetária<sup>21</sup>, as quais, todavia, tangenciavam o problema da coexistência entre moedas "nova" (indexada) e "velha", e dessa forma criaram dúvidas sobre se não provocariam uma catástrofe monetária como as da Alemanha de meados de 1923 e da Hungria de 1946<sup>22</sup>. A URV-Real seguiria um caminho fundamentalmente diverso pois, em vez de se criarem duas moedas, apenas se buscou separar duas funções *da mesma moeda*.

Uma outra questão delicada a enfrentar, na medida que se vai admitir explicitamente a separação das funções da moeda, e definir uma moeda de conta oficial, é a conexão entre a disciplina monetária e a disciplina das obrigações que fica transparente quando se estabelece uma nova moeda de conta, isto é, como padrão de valor monetário e referência para todas as obrigações pecuniárias contratadas no padrão anterior. De fato, em outras experiências anteriores, aqui e na Argentina, a própria noção de reforma monetária, vale dizer, a mudança do padrão monetário, serviu ao propósito de redisciplinar, ou mais especificamente, desindexar, as obrigações, aceito o entendimento que as cláusulas contratuais de correção monetária são acessórias à própria moeda. Se esta deixa de existir, ou seja, se é substituída por outra, deve a lei determinar o modo como as obrigações constituídas no padrão monetário anterior se convertem ao novo padrão. De acordo com F. A. Mann (1992, p. 272) "A moeda, sendo uma criatura da Lei, é regulada pelo Estado e ... a lei monetária determina que coisas tem o atributo do curso legal como moeda, e em que extensão, e como, no caso de uma

---

<sup>21</sup> P. Arida & A. Lara-Rezende (1985), e também a proposta da moeda real de F. L. Lopes (1989)

<sup>22</sup> O ponto é discutido explicitamente por F. L. Lopes (1989, p. 45)

alteração na moeda, somas expressas na moeda anterior devem ser convertidas na nova moeda".<sup>23</sup>.

Este entendimento de fato transparece em decisões do STF, estabelecendo a inexistência de "direitos adquiridos" sobre pagamentos e/ou correção monetária em uma moeda extinta. Relatando o RE no. 114.982/RS, por exemplo, o Ministro Moreira Alves alude a vários julgados onde se assentou que "não há direito adquirido a um determinado padrão monetário, seja ele o mil-réis, o cruzeiro velho ou a indexação pelo salário mínimo. O pagamento se fará sempre pela moeda definida pela lei no dia do pagamento".

Tendo em vista que, ao redenominar, ou ao modificar o enunciado monetário de uma obrigação pecuniária, o efeito econômico em tudo se parece ao de se trocar o indexador da obrigação, ou o parâmetro utilizado para fins de correção monetária, duas questões merecem ampla consideração. Em primeiro lugar, há a questão do equilíbrio econômico financeiro das obrigações, de que trataremos na próxima seção. Em segundo, na definição de um novo indexador há de se tomar em conta os parâmetros definidos pelo STF em sua histórica decisão sobre a inconstitucionalidade do uso da TR (taxa referencial) como parâmetro de correção monetária. Com esta decisão, o STF estabeleceu uma clara diferenciação entre "correção monetária" e "indexação", sendo esta amiúde referida como "atualização monetária". A *correção monetária*, necessariamente, deveria se associar a uma medida *objetiva e neutra* de perda de poder aquisitivo da moeda, ao passo que a *indexação* poderia, como no caso da TR (Taxa Referencial), objeto da discussão do STF,

---

<sup>23</sup> E ainda, "obrigações pecuniárias são 'indestrutíveis'. Na eventualidade da extinção de uma moeda um nexos recorrente entre o novo e velho sistema monetário definirá os montantes a serem pagos. Esse nexos recorrente sempre assegura a continuidade e a identidade da obrigação pecuniária" *ibid.* p. 278.

incorporar outros elementos. Conforme o voto do Ministro Moreira Alves, relatando o ADIN n. 493-0-DF, "a Taxa Referencial (TR) não é índice de correção monetária pois, refletindo as variações do custo primário da captação dos depósitos a prazo fixo, não constitui *índice que reflita a variação do poder aquisitivo da moeda*" (grifo nosso). Assim sendo a TR, como argumentado pelo Parecer da Procuradoria Geral da República e aceito pelo Ministro Relator, "não constitui índice neutro" da inflação o que não implica em objeção quanto a seu uso, obedecidas as restrições em lei, quando as partes contratantes assim o elegessem.

Com efeito, em função da tese acima descrita, o empreendimento econômico de se unificar a indexação em torno de um só parâmetro, como forma de se iniciar a reforma monetária, teria de adquirir contornos formais muito precisos. Não bastaria apenas definir um "indexador contemporâneo" cuja variação com respeito à moeda existente se fizesse "com base na melhor estimativa da inflação corrente" como sugeriu a Exposição de Motivos no. 395 de 07.12.1993 (# 117). O problema é que este indexador não atenderia os ditames jurídicos da noção de correção monetária, vale dizer, não envolveria um índice que refletisse tão somente a variação do poder aquisitivo da moeda nacional. Levada às últimas consequências isto implicava que a correção monetária se fizesse através de medidas da inflação efetivamente ocorrida, ou seja, medidas capturando a inflação, como se sabe, de forma defasada, tornando, assim, a indexação necessariamente *backwards looking*. Um "indexador contemporâneo" *strictu sensu* não seria aplicável, portanto, nos casos onde a lei, ou mesmo a própria Constituição Federal, explicitamente determinassem a incidência de "correção monetária", quais sejam, o da

correção de salários, benefícios previdenciários e dívidas judiciais, para dizer alguns.

Com isso, a construção de um "indexador contemporâneo" se tornou uma tarefa complexa. O recurso a medidas "reveladas" de expectativas de inflação, como, por exemplo, o uso de taxas de juros para a composição de um índice de correção monetária (a TR) fora julgado inconstitucional. O uso de prêmios em mercados futuros teria, provavelmente, o mesmo destino. O desenvolvimento de algum produto financeiro que permitisse uma leitura "limpa", ou, no dizer dos advogados "neutra", das expectativas de inflação - por exemplo, um título financeiro sem juros (do gênero *zero coupon*) para o qual houvesse um mercado *forward* com liquidez, de onde se tivesse um cotação de mercado para a inflação futura<sup>24</sup> - revelava-se problemático na implementação.

Para se sair deste impasse alguns elementos foram importantes. O primeiro foi a experiência já estabelecida de se fazer indexação com referência a unidades de conta não monetárias oficiais, locais ou mesmo privadas, a qual, juntamente com a memória, ainda fresca para muitos, do BTN e do BTN fiscal, já tinham "educado" a população quanto à noção de se referenciar uma dívida com respeito a uma unidade de conta indexada. É interessante notar que a ótima receptividade da URV - conceito indubitavelmente nada simples para o homem comum - fornece evidência de que a população, bem à frente do legislador, já tinha alcançado uma compreensão profunda da desagregação monetária e das formas de se efetuar transações no confuso mundo da hiperinflação. Com efeito, o episódio alemão do *rentenmark*, em 1923, estudado em detalhe adiante, no Capítulo 4, em muito se assemelha à experiência brasileira de 1994. Seria

---

<sup>24</sup> Veja-se K. Dowd (1994) .

fácil observar, inclusive, que a URV foi uma espécie de *rentenmark escritural*<sup>25</sup>, sendo que o aspecto mais surpreendente é o fato de um mecanismo monetário complexo, a ponto de ter sido considerado um "milagre", disseminar-se facilmente sem que a população manifestasse maiores dúvidas sobre seu funcionamento.

Um segundo elemento importante na construção de um "indexador contemporâneo" foi a observação nada casual que os julgados associados a mudanças nas políticas salariais em planos de estabilização anteriores pareciam revelar que a existência de mudança de padrão monetário era crucial para a questão de se as alterações feriam o ato jurídico perfeito (Art. 5, XXXVI, CF). Em essência, a mudança da expressão monetária de um contrato, quando da introdução de um novo padrão monetário, seria não só possível como inevitável, como já observado, face à extinção da moeda na qual foi contraída a obrigação. Com efeito, a cláusula de correção monetária precisaria ser reconstituída pois definiria a reposição da perda de poder de compra de uma moeda que deixou de existir. A lei, nesse caso, deveria regular a conversão da expressão monetária e também das cláusulas de correção monetária, que seriam claramente acessórias à moeda na qual foram adotadas. O Congresso Nacional, com sanção do Presidente da República, dispõe dos poderes para legislar sobre matéria monetária (Art. 48, XIII, CF) e as normas nesse terreno seriam "de ordem pública", ou como estabeleceu o Ministro Moreira Alves, relatando o RE no. 114.982/RS: "as normas que alteram padrão monetário e estabelecem os critérios para conversão dos valores em face dessa alteração se aplicam de imediato, alcançando os contratos em curso de execução, uma vez que

---

<sup>25</sup> A semelhança não passou despercebida. Veja-se R. Markwald (1993).

elas tratam de regime legal de moeda, não se lhes aplicando, por incabíveis, as limitações do direito adquirido e do ato jurídico perfeito".

Este entendimento, todavia, só não é pacífico porque é lícito conceber situações onde, numa reforma monetária, a lei modifique as cláusulas de correção monetária, posto que acessórias á moeda, mas produzam desequilíbrio nas obrigações. Ou seja, não parece haver objeções, no plano da disciplina monetária, a que se modifiquem as cláusulas de correção, podendo, outrossim, haver objeções, no plano da disciplina das obrigações, caso os novos dispositivos provoquem desequilíbrio nas obrigações<sup>26</sup>. Neste segundo e fundamental aspecto, todavia, os economistas detinham as "tecnologias" necessárias para assegurar o que chamavam de "neutralidade distributiva". Era fácil argumentar que se toda a indexação fosse feita com respeito à mesma unidade de conta, ou seja, se todas as obrigações pecuniárias fossem referenciadas a uma mesma unidade de conta, esta sujeita à correção monetária, a transição para um novo padrão monetário seria uma mera mudança de denominação sem qualquer implicação distributiva, ou, no dizer dos advogados, sobre o equilíbrio das obrigações. Assim sendo, a reconstrução da moeda teria de se iniciar pela redefinição da indexação em termos de uma única unidade de conta - a URV - e que, além disso, essa unidade fosse o embrião da nova moeda, o Real.

Exatamente dessa forma foram lançadas as bases do Real. A Medida Provisória 434, de 27.02.1994, criou a Unidade Real da Valor - URV - "dotada de curso legal para servir exclusivamente como padrão de valor monetário" (Art. 1, *caput*), sendo a URV parte integrante do Sistema

---

<sup>26</sup> F. A. Mann (1992, p. 272, ff 3) não vê essa possibilidade, e entende que o assunto se esgota unicamente no âmbito da lei monetária.



Monetário Nacional (Art 1, # 1), portanto, uma "moeda de conta" que teria poder liberatório, ou seja, teria o atributo de servir como meio de pagamento, apenas depois de emitida, quando passaria a chamar-se Real (Art. 2). Diria a Exposição de Motivos da MP 434 que "o tratamento sequencial e, portanto, gradual da reforma monetária é uma inovação face à experiência passada cuja razão de ser reside em peculiaridades históricas e institucionais do momento econômico brasileiro", e acrescentaria que "o sequenciamento proposto para a reforma monetária usa a própria lógica que presidiu à progressiva deterioração do cruzeiro real".

Esta formulação, como era de se esperar, suscitou dúvidas. A separação formal das funções da moeda na definição do Real, por ora chamado de URV, chamou a atenção do Dr. Saulo Ramos, que viu na URV um "feto de moeda"<sup>27</sup>, ou seja, uma moeda, por assim dizer, *pela metade*. Ocorre que o curso legal, ou seja, "a qualidade jurídica de a unidade estabelecida pelo sistema de normas para servir como padrão de valor e instrumento de pagamentos"<sup>28</sup> foi, por este mesmo sistema, restrito ao segundo desses atributos, ou seja, tratava-se de moeda de curso legal *para servir exclusivamente como padrão de valor monetário* (Art. 1, *caput*). A unidade monetária URV podia ser até chamada de "intra-uterina", como assinalou Saulo Ramos, mas isto não a tornava menos *moeda*, pois afinal esta é nada mais que uma criatura da Lei.

Ademais, observe-se que a "taxa de câmbio" entre o cruzeiro real e a URV seria fixada diariamente pelo BC "tomando como base a perda de poder aquisitivo do cruzeiro real" (Art. 4) de forma que as obrigações

---

<sup>27</sup> Saulo Ramos "Planos, contraplanos e o Planalto" *Estado de São Paulo* 03.03.1994.

<sup>28</sup> De acordo com José Tadeu de Chiara, em correspondência ao autor de 08.03.1994

pecuniárias denominadas em URV pudessem ser consideradas "dívidas de valor", ou que, se pudesse "converter" em URV obrigações necessariamente (ou constitucionalmente) sujeitas à correção monetária, sem os problemas ocasionados pelas restrições impostas a este conceito através da decisão do STF sobre a TR<sup>29</sup>. Assim se solidificava o vínculo entre "correção monetária" e a "moeda de conta", ou seja, a função "unidade de conta" da nova moeda nacional, recomposta antes de o Real adquirir poder liberatório e, portanto, o curso legal *completo* ao tornar-se, também, meio de pagamento. É claro que para atender a este desiderato, a metodologia a governar a variação do preço em cruzeiros reais da URV teria de ser objetiva de modo a não ensejar novamente a discussão da "neutralidade" a que tinha sucumbido a TR. Conforme determinado pelo Art. 4, # 3 o Decreto 1.066, também de 27.02.1994, publicou a metodologia adotada para o cálculo da paridade diária entre o cruzeiro real e a URV estabelecendo que a variação diária da expressão em cruzeiros reais da URV teria como base uma "banda" de três índices de preço de ampla utilização - IGP-M, IPCA-E e IPC-FIPE, 3a quadrisemana - adotando assim procedimento muito semelhante ao utilizado no reajuste da UFIR diária, que refletia, a cada dia, "uma projeção" (# 5, Art. 2, lei 8.383) do IPCA, série especial, relativo ao mês em curso, apenas enquanto o índice "fechado" não era divulgado.

Completava-se assim a arquitetura conceitual básica da nova moeda e da reforma monetária que a introduziria. Tudo o mais, como se verá adiante, decorreria.

---

<sup>29</sup> O # 4 do Artigo 4 previa inclusive que "a perda de poder aquisitivo do cruzeiro real, em relação à URV, poderá ser usada como índice de correção monetária".

#### 2.4. Um sistema bi-monetário e as conversões de salários em URV

Como vimos na seção anterior, a introdução de um novo padrão monetário modificaria a natureza da indexação através de um processo de conversão de um enunciado monetário para outro, em uma outra moeda. As alterações e adaptações contratuais teriam de ocorrer na conversão para o novo padrão monetário, segundo regras fixadas em lei e nesse contexto, conforme já assinalado, a questão da manutenção do equilíbrio econômico das obrigações, ou seja, da neutralidade distributiva, teria de ser tratada com imenso cuidado.

Neste domínio, a primeira e principal batalha a ser travada, e na qual muitos outros planos de estabilização haviam sucumbido, era a política salarial. A solução adotada foi ousada. Ao determinar - para os salários em geral, o salário mínimo e os benefícios da Previdência - a conversão pela média dos valores em cruzeiros reais dos últimos quatro meses convertidos em valores em URV da data do pagamento, estava-se, simultaneamente: (i) modificando a expressão monetária dos salários de cruzeiros reais para URV; (ii) procedendo-se a uma até então impensável transição do sistema de pagamentos de salários do regime de competência para o de caixa e, por fim, (iii) determinando-se uma conversão pela média.

A transição para o regime de caixa faria evaporar um dogma, qual seja, a noção de que o salário "contratual" tinha significado econômico em si, e que a diferença entre este e o salário pelo conceito de caixa deveria ser recuperada no processo de recomposição anual dos salários por ocasião do dissídio coletivo. A nova política seria contestada através de uma greve, logo em março, o que ensejaria uma esclarecedora e decisiva sentença. O Sindicato dos Metalúrgicos de São Paulo, associado à Força

Sindical, provocou um julgamento de dissídio de greve pelo Tribunal Regional do Trabalho de São Paulo. O Juiz Relator, Dr. Rubens Tavares Aidar, exarou sentença (TRT-SP 091/94A) esclarecendo que o direito à inflação relativa ao "chamado 'mês de competência' relativo ao índice de inflação que supostamente teria sido afastado, não existe. Trata-se - dizia o juiz-relator - de tese que configura um verdadeiro estelionato político-ideológico, pois, procura conduzir o Trabalho ao erro de considerar que está sendo lesado, o que não é verdadeiro. O direito do empregado - prossegue o voto - é receber seu salário reajustado com a inflação de um mês, e não duas inflações em um mesmo mês"<sup>30</sup>.

As alegações quanto a perdas salariais viram-se enfraquecidas em função deste entendimento, pois deixava patente que não era a conversão em URV que produziria perdas, ou seja, a mudança de enunciado monetário nos salários não produzia desequilíbrio econômico. Da mesma forma, a conversão pela média, providência inevitável em vista do tratamento diferenciado, definido originalmente na Lei 8.542, de 23.12.1992, dado aos trabalhadores de cada um dos quatro grupos de datas-base - era processo já conhecido, de modo que a velha discussão sobre "picos" e "médias" teve ainda mais esta aparição, e novamente foi surpreendente o entendimento pacífico de uma questão tão complexa pelo conjunto da opinião pública.

Dessa forma, era fácil demonstrar que tanto a transição para o regime de caixa, quanto a conversão pela média, não geravam, em si, perdas salariais, ou desequilíbrio na relação contratual. A despeito da

---

<sup>30</sup> Outros juristas se manifestaram de forma semelhante. Veja-se Octavio B. Magano "URV x Salários" *Folha de São Paulo* 03.03.1994.

retórica sindical e de espantosas estimativas de perdas<sup>31</sup>, pareceu claro que a ocorrência destas dependeria da proteção que o novo sistema poderia oferecer ao salário no futuro, e nesse aspecto a defesa da nova proposta era muito mais fácil: os salários expressos em URV e pagos em cruzeiros reais tinham reajuste mensal pleno, como se fossem pagos em dólares, "conquista" inédita para o movimento sindical. Tanto foi assim que se concordou em incluir no projeto de conversão da MP, e consequentemente na Lei 8.880, de 27.05.1994, dispositivo segundo o qual seria considerado "perda decorrente da conversão dos salários para a URV" (# 3, Art. 27), a ser reposta no dissídio, a diferença entre o salário médio resultante da aplicação da MP 434 nos quatro meses posteriores à MP e o salário que resultaria da aplicação da lei anterior no mesmo período, vale dizer, o reajuste mensal pelo IRSM com redutor de dez pontos percentuais, e recomposição quadrimestral plena estabelecido na Lei 8.700 de 27.08.1993. A Tabela 2.1 abaixo efetua esta comparação, considerando um trabalhador pertencente ao grupo A, e que tinha um salário de CR\$ 100 mil em novembro.

Tabela 2.1  
Salário real na vigência da URV

Período	sistema da Lei 8.880					sistema da Lei 8.700.		
	URV	Var. % URV	Reajuste %	Em CR\$	Em URV	Reajuste %	Em CR\$	Em URV
nov/93	241,65	35,02	24,92	100.000,00	413,82	24,92	100.000,00	413,82
dez	333,17	37,87	24,89	124.890,00	374,85	24,89	124.890,00	374,85
jan/94	466,66	40,07	75,28	218.907,19	469,09	75,28	218.907,19	469,09
fev	647,50	38,75	30,25	285.126,62	440,35	30,25	285.126,62	440,35
mar	931,05	43,79	38,63	395.258,39	424,53	29,67	369.723,69	397,10
abr	1.323,92	42,20	42,20	562.043,38	424,53	36,77	505.671,08	381,95

<sup>31</sup> O DIEESE, por exemplo, estimaria que as perdas salariais na conversão pela URV variariam entre 28.5% e 34.8 % cf. "Escorregão intersindical" Veja 02.03.1994. Esses cálculos foram amplamente contestados na imprensa. Veja-se, por exemplo, Joaquim E. C. Toledo "A URV e a 'perda' do salário mínimo" *Folha de São Paulo* 28.02.1994.

mai	1.908,68	44,17	44,17	810.291,37	424,53	73,17	875.670,62	458,78
jun	2.750,00	44,08	44,08	1.167.456,71	424,53	32,75	1.162.452,74	422,71
<u>salário real médio (março a junho)</u>					424,53			415,14

Fonte: DEPEC-BACEN

Como pode ser visto na tabela, o salário real médio resultante da aplicação da Lei 8.880 resulta 1.82% maior que aquele que resultaria da aplicação da Lei 8.700. Para os outros grupos de trabalhadores, exercícios semelhantes levariam a ganhos para o grupo B de 0,42%, para o grupo C de 0,88%, para o funcionalismo público de 2,67% e para o salário mínimo de 0,99%. Perdas ocorreram apenas para o grupo D, e da ordem de 0,77%.

Mais importante do que esse números, todavia, eram os ganhos, esses sim substanciais, experimentados pelos salários reais aferidos no conceito do dispêndio, ou seja, o poder de compra dos salários ao longo do período em que era gasto. Foi justamente nesse domínio que os ganhos se fizeram claros: simulações sobre a extensão desse efeito, adotando hipóteses conservadoras sobre a distribuição do dispêndio do trabalhador ao longo do mês, facilmente conduzem a ganhos reais superiores a 10%. Esses ganhos foram sentidos depois dos pagamentos, no começo de abril, dos salários relativos a março: pois se antes "sobrava mês depois de terminado o salário", agora parecia sobrar salário. Trata-se aí, evidentemente, dos ganhos de renda real oriundos do fim do chamado "imposto inflacionário" cuja receita, se estimada a partir dos "lucros" do Banco Central oriundos de receitas de senhoriagem, poderiam atingir mais de US\$ 12 bilhões. Com isso, e com um evidente crescimento do consumo por parte de consumidores de estratos de renda inferiores, a alegação de perdas dissolveu-se com grande rapidez, a boa receptividade da nova política ficou evidente, e a oposição sindical terminou se enfraquecendo. Nenhum movimento grevista digno de nota teve lugar senão muito tempo

depois, por ocasião do dissídio coletivo dos petroleiros, e por motivos bem diferentes. Neste momento, o Plano Real enfrentaria também o dissídio do Banco do Brasil - o qual, no passado, já tinha feito naufragar um outro plano de estabilização - e em nenhum desses casos a nova lei salarial deixou de ser cumprida sem maiores dificuldades.

O teste da política salarial foi, portanto, vencido com amplo sucesso.

#### 2.5. A URV: incentivos para adoção e coordenação decisória

A MP 434 determinou que todos os novos contratos fossem feitos em URV (Art. 10) e facultou aos existentes a conversão conforme a vontade das partes (Art. 7), mas não se furtou a lembrar que, no momento da primeira emissão do Real e consequente desmonetização do cruzeiro real, todas as obrigações pecuniárias seriam compulsoriamente convertidas em Real "preservado o seu equilíbrio econômico e financeiro" (Art 7, # único). Estes dispositivos conferiam incentivos para a conversão em URV a critério das partes, mas permanecia em aberto a questão econômica da adoção, ou da receptividade, da URV. Embora a lei estabelecesse como compulsório o uso da URV, sua aceitação seria tanto melhor quanto maiores fossem os incentivos para que a população o fizesse voluntariamente, enxergando vantagens em fazê-lo. Essas vantagens dependiam, todavia, da própria utilização da URV em larga escala, havendo, nessa matéria, o que se chamou de *network externality*, ou seja, o fato de que "a utilidade de uma moeda em particular, para um usuário, depende de quantos outros também a utilizam"<sup>32</sup>. Sem dúvida, o mesmo vale para moedas de conta, e é tanto maior forte quanto maior a desutilidade, para os agentes econômicos vistos individualmente, de se incorrer em "descasamentos",

---

<sup>32</sup> K. Dowd & D. Grenaway (1993, p. 1180).

isto é, adotar-se indexadores diversos para suas rendas, despesas, dívidas e outras grandezas nominais. Na presença de um incentivo concreto para a utilização de um só índice, e como os salários estavam sendo convertidos em URV, tudo parecia indicar que a sua adoção se faria naturalmente e de forma relativamente rápida.

Verificou-se, por outro lado, que algumas conversões se revelariam muito difíceis e que longos e tortuosos processos de negociação seriam deslanchados para a disputa do chamado *float*. Esta era, na verdade, uma poderosa indicação de que os efeitos distributivos da inflação eram não só bem conhecidos como também explicitamente incorporados nos preços, pois onde quer que prazos e carências fossem estabelecidos em contratos, a inflação tinha papel como mecanismo de desconto ou remuneração. Dessa forma, a conversão em URV tinha efeito semelhante à própria estabilidade de preços e, por isso mesmo, envolvia o difícil problema de se "precificar" o *float*. Todavia, o incômodo em se renegociar contratos era compensado pelo fato de que, no momento da emissão do Real, as empresas não teriam nada a fazer senão trocar o nome da moeda de URV para Real. As adaptações para o mundo da estabilidade de preços poderiam se fazer gradual e antecipadamente, dando amplo curso ao processo negocial. Não foi por outro motivo que demoraram várias semanas as negociações nas cadeias produtivas no setor privado, notadamente na relação entre comércio e indústria, e também para a conversão das tarifas públicas em URV. A partilha do *float* anteriormente à primeira emissão do Real foi um passo importantíssimo para que a estabilização se fizesse sem sobressaltos.

A introdução da URV destinava-se, por outro lado, a resolver um difícilíssimo problema de coordenação decisória que todo plano de



estabilização deve necessariamente enfrentar. Os Capítulos 14 e 15 adiante trazem um enunciado preciso deste problema, que consiste na questão da adesão a uma iniciativa de estabilização quando se faz presente um problema clássico na provisão de um "bem público" como a estabilidade de preços, qual seja, o problema do *free rider*. Como cada agente, tomado individualmente, percebe sua contribuição para o esforço coletivo como insignificante, e quando aquele que não contribui não pode ser excluído do consumo do bem público - no caso, a estabilidade de preços - o incentivo natural é no sentido de não contribuir, ou seja, de atuar como *free rider*.

Esse problema, muito trabalhado na literatura na área de finanças públicas, foi tratado extensamente também por Simonsen (1986 e 1988) que discutiu em profundidade a racionalidade de decisões individuais em condições de interdependência estratégica e demonstrou a existência, nesse domínio, de uma lógica semelhante à do famoso "dilema do prisioneiro", bem conhecida daqueles familiarizados com a teoria dos jogos. A análise fornece "uma justificativa para políticas de rendas" (1988, p. 324), pois sugere que "os governos devam desempenhar o papel de um leiloeiro walrasiano ajudando a rápida localização do equilíbrio de Nash, vale dizer, usando uma mão visível para alcançar o que os modelos de expectativas racionais supõem que se realiza através de uma mão invisível" (*idem, ibidem*).

A URV oferecia uma solução para este problema pois constituía-se em um produto que, em si, tinha méritos para os agentes econômicos e que, além disso, produzia - quando vista do ponto de vista de suas implicações macroeconômicas - uma externalidade da maior importância ao definir um mecanismo de coordenação decisória extraordinariamente eficaz para a

formação de grandezas nominais - preços, salários, aluguéis etc. Chegou a ser notado que o Real reproduziu "em laboratório" mecanismos semelhantes aos de um processo de dolarização, ou mecanismos que ocorreram espontaneamente nas hiperinflações clássicas, como teremos oportunidade de verificar ao longo deste volume. Com efeito, a URV foi um mecanismo inovador, que apenas encontra precedente na pouco conhecida experiência do *rentenmark* alemão nos anos 20, examinada no Capítulo 4 adiante, e teve uma contribuição absolutamente fundamental para o sucesso do Plano 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.

## 2.6. Os preços, os contratos e o Artigo 38

A boa aceitação da URV, juntamente com a conversão compulsória dos salários, sugeriu a muitos que a economia poderia entrar em processo de "super-indexação", ou de que teríamos a generalização do reajuste diário, ou uma redução geral dos prazos de reajuste de preços, podendo, assim, produzir um "choque de oferta" inflacionário de extensão imprevisível. Não foi outra a motivação do legislador ao praticamente proibir a expressão de preços em URV no varejo, na medida que facultou a expressão de preços em URV, mas tornou obrigatória a expressão concomitante dos preços em cruzeiros reais (Art 8, I). Com isso, mesmo que se optasse pela expressão em URV, os preços teriam de ser trocados diariamente, o que elevaria consideravelmente os chamados "custos de

cardápio" envolvidos em se remarcar preços<sup>33</sup>. Com efeito, são exatamente esses custos que impedem, na prática, que as remarcações de preço não sejam diárias (ou horárias !) mesmo em uma economia sujeita à inflações maiores que 40% mensais<sup>34</sup>. A presunção do governo, que a prática revelou correta, era que a manutenção dos "custos de cardápio" impediria a adoção generalizada dos reajustes diários, ou mesmo manteria os padrões anteriores de remarcação e, portanto, que não haveria aceleração da inflação diretamente derivada da introdução da URV.

Na primeira reedição da MP 434 em 29.03.1994, com o número 457, ficaria estabelecido que a data da primeira emissão do Real seria divulgada pelo Poder Executivo 35 dias antes de sua realização (# 1, Art. 3). Isto trazia tranquilidade no tocante à transição, especialmente na área financeira, pois a existência deste "pré-aviso" substituiria com evidente vantagem a necessidade de uma *tablita* de deflação destinada a manter o equilíbrio de obrigações pré-fixadas. A providência era, portanto, plenamente consistente com o compromisso repetidamente confirmado pelo governo de que não haveriam choques, congelamentos, confiscos, *tablitas*, ou quaisquer outras formas de intervenção violenta na vida econômica do cidadão.

A conversão de contratos em cruzeiro real para Real envolveria, como já mencionamos, um tema crucial - o equilíbrio das obrigações e, além disso, um tratamento isonômico *vis-à-vis* as obrigações convertidas voluntariamente. Muitas variações difíceis se apresentaram em torno desse delicado tema: o tratamento a ser dispensado aos contratos com

---

<sup>33</sup> Os custos de cardápio - *menu costs* - são os custos de alteração de preços nominais. Esses custos envolvem a montagem dos sistemas de controle interno, e os investimentos informáticos necessários para acompanhar as informações sobre a inflação corrente, bem como os custos materiais das alterações. Veja-se Y. Weiss (1993).

<sup>34</sup> A evidência nesse sentido é numerosa. Veja-se A. Blinder (1991), S. Lach & D. Tsiddon (1992), D. Carlton (1986) e Y. Weiss (1993)

cláusula de reajuste por fórmula paramétrica, ou composição de custos, a questão do *pro-rateamento* de pagamentos devidos em datas fora do primeiro dia do mês, da definição da data de aniversário de uma obrigação, e de diferenças entre data de vencimento e de pagamento, por exemplo. Mas em todos esses casos o substrato básico do problema era o tratamento das obrigações pós-fixadas no momento da transição. A dificuldade aí envolvida era clássica: indexação defasada provocando os chamados "resíduos inflacionários" e desequilibrando relações contratuais. Para solucionar este problema a MP 434 trouxe um dispositivo específico e inovador em seu Artigo 36, que foi mantido no Projeto de Conversão e na Lei 8.880 que dele resultou, aí sob o número 38.

A fim de garantir que a conversão em reais se fizesse sem desequilíbrio contratual, o Artigo 38 estabeleceu uma regra para o cálculo dos índices de correção monetária considerados válidos para os meses de julho e agosto de 1994. Não se tratava de expurgar ou suprimir coisa alguma mas de adotar um preceito conceitual correto para a mensuração da perda de poder aquisitivo da moeda em curso - pois é disso que se trata a correção monetária - em julho e agosto. Assim estaria garantido que o processo, aludido acima, de conversão monetária seria feito com manutenção de equilíbrio contratual sem que fossem suprimidas cláusulas contratuais de correção. É interessante notar que diversos juristas, levando às últimas consequências a tese de que as cláusulas de correção monetária são acessórias à moeda em curso quando foram estipuladas, argumentavam que a MP poderia simplesmente suprimir essas cláusulas. Todavia, obedecido o acima aludido compromisso do governo de evitar choques e outras violências contra o cidadão, este curso de ação foi descartado. A opção foi a de definir o método correto de

mensuração da inflação em Real e adotá-lo nas cláusulas de correção monetária quaisquer que fossem as consequências.

A mensuração da inflação em julho e agosto não era matéria simples. No mês de julho, por exemplo, os preços coletados seriam todos expressos em Real, mas a taxa de variação desse índice de preço seria construída a partir de sua comparação com o índice de junho, e neste mês, os preços coletados seriam expressos em cruzeiros reais ou em URV. Para calcular a taxa de variação ter-se-ia que colocar todos esses preços em unidades comparáveis. Como fazer isso ?

Duas alternativas eram claras: a primeira consistia em converter os preços em cruzeiros reais coletados em junho pela URV da data de sua coleta e, com isso, comparar preços em Real de julho com os preços de junho expressos em URV, afinal a URV e o Real eram *a mesma moeda*. A segunda consistiria em converter os preços em Reais coletados em julho, para cruzeiros reais à taxa de paridade (CR\$ 2.750,00 por Real), e compará-los com os preços em cruzeiros reais de junho. De ambas as formas estaríamos comparando preços na mesma moeda, no primeiro caso em Real e URV, no segundo caso em cruzeiros reais. Qual o método correto ?

É fácil ver que a resposta se prende a uma questão simples: o índice de inflação relevante, ou o método correto, é o que mede a perda de poder aquisitivo *da moeda em curso*, e a moeda em curso em julho é o Real. Que sentido poderia haver em um índice em cruzeiros reais, ou artificialmente "cruzeirizado", como se o chamou, para um mês onde o cruzeiro real não mais existe ?

Note-se que ao se adotar, na forma do Artigo 38, a primeira metodologia como a correta, a Lei garantiu que fossem respeitadas as

cláusulas de indexação e que fosse preservado o equilíbrio econômico das obrigações<sup>35</sup>. Num dos casos mais controversos, o do IGP-M, a diferença de metodologias resultava em acentuadas diferenças nos números obtidos: 4,33% e 3,94%, respectivamente para julho e agosto, na metodologia do Artigo 38, e 40,0% e 7,56% na metodologia da inflação "cruzeirizada". No caso do IGP-DI os números para julho foram, respectivamente, 5,47%, em reais, e 24,7%, "cruzeirizada". Ninguém em sã consciência poderia afirmar que a inflação do mês de julho, quando a cesta básica (um índice calculado na metodologia "ponta-a-ponta") caiu 4,4%, e a impressão generalizada da população era a de preços estáveis ou cadentes, teria sido semelhante à de junho, ou seja, da ordem de 40%. Pouca dúvida pode haver que a adoção dos índices "cruzeirizados" produziria desequilíbrio contratual, vastos efeitos distributivos e enriquecimento sem causa<sup>36</sup>.

Não obstante, o assunto permaneceu controverso face aos interesses envolvidos e foi objeto de algumas ações judiciais sem maiores consequências. Não se registraram questionamentos ao STF quanto à constitucionalidade do dispositivo e não seria exagero afirmar que, mesmo

---

<sup>35</sup> Conforme notou um especialista: "a aplicação dos critérios que viriam a ser baixados pelo legislador para a conversão [d]os contratos em Reais em 1 de julho não poderia produzir resultado diferente daquele obtido pelas partes mediante conversão voluntária...[e] o resultado da aplicação das regras do programa coincide com o que resultaria da conversão voluntária... tal circunstância realça o caráter de neutralidade e a rigorosa consistência técnica, em termos de resultados econômico-financeiros, das regras de correção e conversão trazidas pelo programa." Cf. L. C. Sturzenegger (1994)

<sup>36</sup> Parece não haver dúvida entre os economistas convidados a opinar sobre o tema que a ausência de um dispositivo como o do Artigo 38 produziria um enorme efeito distributivo em todas as obrigações pós-fixadas. Veja-se por exemplo Joaquim E. C. Toledo "URV e IGP-M: uma solução conciliatória" *Folha de São Paulo* 05.03.1994, Claudio M. Considera "Real sem expurgo" *Jornal do Brasil* 08.07.1994 e Luiz C. Mendonça de Barros "A choradeira do IGP-M" *Folha de São Paulo* 05.06.1994. Tratando do assunto no plano acadêmico Simonsen & Dornbush (1987), por exemplo, são categóricos ao afirmar que, nesses casos, "é preciso correção em todos os contratos de crédito para evitar uma redistribuição massiva e não intencional de devedores a credores e concomitante risco de numerosas falências e instabilidade financeira" (pp. 15-16). É claro que, no plano jurídico, o assunto incorpora novos elementos e há casos de um mesmo autor que reconhece que haverá desequilíbrio contratual sem o artigo 38 entende como inconstitucional a iniciativa do governo de evitar o desequilíbrio, como no caso de M. H. Simonsen & A. Jefferson (1994), por exemplo.

diante disso, o Plano Real passou o teste dos tribunais, de forma melhor e mais tranquila que qualquer de seus antecessores.

## 2.7. Um balanço da URV e a entrada do Real

A introdução da URV apenas afetou a inflação pelo medo de que alguma forma de controle de preços fosse implementada simultaneamente, ao que contribuiu o Art. 34 (#1) da MP, definindo como "abusivo", o "aumento injustificado que resultar em preço equivalente em URV superior à média dos meses de setembro a dezembro de 1993". O dispositivo havia sido inserido na MP não pela vontade dos responsáveis pela sua concepção e, felizmente, pode ser redigido de forma a dificultar o controle de preços. Sucessivas declarações das autoridades, especialmente as não econômicas, contribuíram para uma onda de remarcações que acelerou consideravelmente a inflação: a média dos três índices usados para o cálculo da URV sobe de cerca de 39% em janeiro e fevereiro para cerca de 46% em março como pode ser visto na Tabela 2.2. Foi reconfortante notar, por outro lado, que o processo de disseminação da URV em si não produziu nenhum efeito adicional sobre a inflação em cruzeiros reais, que permaneceu mais ou menos estável no período de vigência da URV, como pode ser visto na tabela. Não se confirmaram, portanto, como já mencionado, as previsões pessimistas associadas à idéia que a "superindexação" seria um encurtamento generalizado dos contratos produzindo um choque de oferta de enorme efeito inflacionário.

Tabela 2.2  
Principais índices de inflação  
(março a junho de 1994, variações mensais)

período	IGP-M	IPCA-E	FIPE-3	URV
janeiro	39,07	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
maio	42,58	44,21	44,66	41,69
<u>junho</u>	<u>45,21</u>	<u>44,65</u>	<u>48,97</u>	<u>46,60</u>

\* média dos três índices conforme tabela anexa à MP 434.

Fonte: DEPEC-Banco Central do Brasil

No mês de junho, todavia, novamente o receio de algum experimento com controle de preços, agora mais plausível aos olhos do público em função da acesa discussão em torno do polêmico projeto de lei, encaminhado pelo governo por iniciativa do Ministério da Justiça, sobre a defesa da concorrência. Este projeto, que se tornaria a Lei 8.884, de 11.06.1994, consolidava dispositivos já em vigor, portanto, reafirmava um arcabouço reconhecidamente ineficaz de política de competição<sup>37</sup>, e, além disso, avançava perigosamente em áreas como a interferência do Poder Público no domínio das fusões e aquisições e a legitimação de acordos em câmaras setoriais<sup>38</sup>. Mais perigoso, todavia, nesse momento, era definir como "infração da ordem econômica" condutas como "aumentar arbitrariamente os lucros" (Art. 20, III) e "impor preços excessivos, ou aumentar sem justa causa o preço de bem ou serviço" (Art. 21, XXIV) também na área dos chamados "preços abusivos". Não fora a incapacidade do CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) de empreender ações eficazes de controle de preços, as consequências da nova lei poderiam ser piores.

<sup>37</sup> Para uma informada discussão dos instrumentos de política de defesa da concorrência anteriores a esta lei, bem como o já antigo paradoxo representado pela recorrente "agressividade verbal" das autoridades contra os oligopólios e cartéis combinado com a falta de interesse e de prestígio conferido ao CADE, veja-se E. M. M. Q. Farina (1994)

<sup>38</sup> Especificamente através do Art 54, que dá poderes ao CADE para autorizar "atos que possam limitar ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência, ou resultar na dominação de mercados" quando o objetivo seja aumentar a produtividade, a qualidade ou a eficiência no mercado em questão. Farina (1994) não se furta a observar a inconsistência entre o apoio aos acordos de preços feitos nas câmaras setoriais e a defesa da concorrência. Na sua visão, se caberia à SNDE (Secretaria Nacional de Direito Econômico) apenas "servir de ameaça aos participantes da câmara, caso burlassem o acordo de alguma forma ... [e]ntão seria sustentar cartéis, e não combatê-los"(p. 91).



Observa-se, com efeito, uma extraordinária aceleração dos aumentos de preços a partir da segunda semana de junho, tal como no início de fevereiro, enfunada por desastradas declarações de autoridades não econômicas. Logo em seguida, todavia, observaríamos uma pronunciada deflação nos dois meses seguintes, mercê da frustração das expectativas de um experimento de controle de preços e/ou de um *boom* de consumo. Como se sabe, foi justamente esta aceleração anterior a julho que produziu uma inflação de cerca de 5% em julho, de acordo com vários dos índices, a despeito do fato que, no conceito "ponta a ponta", os preços estavam caindo. A cesta básica, por exemplo, registraria um aumento de 10,3% em junho, mas cairia em julho e agosto, 4,4% e 4,3% respectivamente.

## 2.8. O Real e o novo regime cambial

Quando a Folha de São Paulo de 25.07.1994, sábado, publicou uma versão preliminar do que seria a MP 542, trazendo, entre outras novidades, limites quantitativos para a emissão da nova moeda, diversos economistas recordariam velhas lições dos mestres Mundell e Fleming<sup>39</sup> ao argumentarem que o plano teria uma grave inconsistência ao lançar, silmultaneamente, as "âncoras" monetária e cambial em uma economia com mobilidade internacional de capitais. A resposta, na verdade, seria dada poucos dias depois, às 16 horas do dia 29 de junho quando, ao encerrar o mercado de câmbio com um leilão de compra de dólares, a fim de zerar as posições compradas obedecendo a Circular 2.424, de 01.06.1994, o BC surpreendeu o mercado ao comprar dólares a 95

---

<sup>39</sup> Robert Mundell e Marcus Fleming se tornam famosos pelas elegantes exposições analíticas e gráficas sobre a consistência macroeconômica de diferentes políticas de governo em economias abertas.

centavos de Real por dólar. Como as compras de câmbio são liquidadas dois dias úteis (aqui e nos EUA) depois de contratadas, essas compras estavam, na verdade, determinando as primeiras emissões de Real a serem feitas no dia 5 de julho. No dia seguinte, a instrução dada à mesa de operações do BC reafirmou o procedimento do dia anterior: foram comprados dólares em valor equivalente a cerca de R\$ 16 milhões, para entrega em 06.07.1994, agora a 93 centavos de Real por dólar. A indicação era muito clara: a taxa de câmbio seria flexibilizada para baixo. Na verdade, começava aí uma nova fase na política cambial brasileira.

Muitos não enxergaram na atuação do BC mais que um expediente transitório para barrar operações de arbitragens, na passagem para o Real, entre as taxas de juros do *overnight*, dos CDIs e as taxas de desvalorização cambial, ensejadas pelas diferenças de datas de liquidação de operações em cada um desses mercados. Com efeito, a Circular 2.424 havia dado indicações que a Autoridade Monetária tinha claro este problema. Outros inferiram tratar-se de expediente destinado a restringir a entrada de capitais na medida que a apreciação teria gerado - como sua exata contrapartida, e na pressuposição de que um real deveria valer um dólar - uma expectativa de desvalorização visível na diferença entre o câmbio *spot* e o futuro - que permaneceu em torno de 4.85% em média durante o mês de julho<sup>40</sup> - que tornou inócuo o imenso diferencial médio de taxas de juros interna e externa observado em julho, em torno de 6.43%<sup>41</sup>, que decorreria da necessidade de se iniciar o programa com taxas de juros muito elevadas.

---

<sup>40</sup> Definido como o diferencial entre o câmbio futuro e o *spot*.

<sup>41</sup> Computado a partir das taxas oferecidas para CDIs (Certificados de Depósitos Interbancários) e o custo de linhas comerciais estimadas pelas taxas pós fixadas em ACCs (Adiantamentos em Contratos de Câmbio).

O BC, nesses primeiros dias, forneceu amplas indicações de que algo mais profundo estava acontecendo. A suposta violação aos cânones de Mundell e Fleming tinha sido descartada: operava-se com uma taxa de câmbio flexível, novidade sem precedente no mercado de câmbio brasileiro, e as autoridades não se furtaram a deixar claras duas importantes inovações: (i) que a taxa de câmbio estaria, doravante, inteiramente desindexada, abolindo-se, assim, de uma penada, a noção de que o câmbio era um "preço público" sujeito à indexação automática e aos incançáveis pleitos de correção de "defasagens"; (ii) que a sustentação da taxa de câmbio em níveis artificiais resultava em compras e/ou vendas sistemáticas, como claramente vinha ocorrendo há tempos, e que os limites de emissão de moeda impediriam que isto prosseguisse. Conforme pode ser visto na Tabela 2.3, durante o primeiro semestre do ano o BC vinha adquirindo cerca de US\$ 2,5 bilhões mensalmente, do que resultou uma pressão expansionista de cerca de US\$ 15,1 bilhões no primeiro semestre de 1994. Pouca dúvida poderia haver que a taxa de câmbio em vigor no primeiro semestre não era consistente com o equilíbrio no setor externo<sup>42</sup>.

Tabela 2.3

Fatores de expansão e/ou contração da base monetária, 1994  
(variação média no período, R\$ milhões)

Fluxos acumulados					
1994 Trimestres	Setor Externo	Tesouro Nacional	Títulos Públicos	Outros	Varição da Base
I	8359	4654	-11470	-2323	-680

<sup>42</sup> Este ponto não escaparia à análise de um alentado relatório recente do Banco Mundial (The World Bank (1994, pp. 63-69)) que, com propriedade, observaria que a manutenção, ao longo dos anos, de uma política cambial prevendo desvalorizações proporcionais aos diferenciais de taxas de inflação entre o Brasil e seus parceiros comerciais, mas sem considerar os significativos diferenciais nas taxas de crescimento de produtividade a favor do Brasil, significava manter a taxa de câmbio significativamente sub-valorizada.

II	3733	- 636	-2933	107	271
III	161	-1986	9168	-1584	5758
IV	-152	-3 046	4362	865	2029

Obs.: Os dados para os dois primeiros trimestres foram calculados originalmente em dólares.

Fonte: DEPEC- Banco Central do Brasil

A retirada do BC do mercado de câmbio teve duas consequências imediatas. De um lado, permitiu que toda a expansão monetária decorrente do processo de remonetização tivesse lugar mediante redução do volume de títulos públicos em circulação. Conforme mostrado na Tabela 2.3, mais de R\$ 13 bilhões em títulos públicos foram retirados de circulação, com evidente economia para o Tesouro, em contrapartida do setor externo ter permanecido neutro e o Tesouro ter sido fortemente contracionista durante todo o segundo semestre.

De outro lado, ao abster-se de intervir no mercado de câmbio, o BC permitiu, como se esperava, e como não poderia deixar de acontecer, uma apreciação nominal da taxa de câmbio. Tratava-se de ir além de uma "âncora cambial" na medida que se criava uma pressão deflacionária no universo de mercadorias e serviços com seus preços associados ao do dólar. Este impacto direto sobre os preços seria menos importante, todavia, que a contundente demonstração de pujança da Lei da Oferta e da Procura, cujas determinações poderiam, caso seus fundamentos fossem corretos, fazer cair até mesmo o preço da moeda estrangeira. A deflação no câmbio, bem como em diversos outros preços determinados em mercados competitivos, produziu um choque de expectativas que se revelou fundamental, nas primeiras semanas do Plano Real, para atacar frontalmente a psicologia da inflação.

A contribuição do novo regime cambial para a estabilização iria, contudo, muito além da redução da dívida pública, de seu impacto sobre as expectativas e, ao fim das contas, do fato de que se conferia à política

monetária um atributo que há muito lhe fazia falta: autonomia<sup>43</sup>. Dava-se aí um enorme passo para a construção da "âncora monetária", a qual, como veremos nas próximas duas seções, dependeria, para o seu enunciado, de outros elementos diretamente pertinentes à dinâmica operacional da política monetária.

A definição da nova política cambial tinha como base, adicionalmente, um diagnóstico do setor externo segundo o qual o país vinha enfrentando um sério "problema de transferência" tão complexo quanto o que enfrentamos em 1982 sendo que, agora, na direção contrária. A Tabela 2.4 abaixo ajuda a compreendê-lo.

Tabela 2.4

Balço de pagamentos (em % do PIB, médias anuais)				
	1970-82	1981-82	1983-91	1992-94
Exportações	8.74	9.33	8.09	8.18
Importações	9.27	8.91	4.65	5.36
Saldo comercial	-0.53	0.42	3.44	2.82
<b>Conta Corrente</b>	<b>-5.27</b>	<b>-6.02</b>	<b>-0.44</b>	<b>0.33</b>
Conta de capitais	5.02	4.34	0.63	1.96
<u>Reservas (variação)</u>	<u>-0.25</u>	<u>-1.68</u>	<u>0.19</u>	<u>2.29</u>

Fonte: DEPEC-Banco Central do Brasil.

Os números mostram com clareza a magnitude do déficit em conta corrente antes da crise mexicana de 1982 e a extensão do ajuste que se seguiu: as importações viram-se violentamente comprimidas (de 8.91% para 4.65% do PIB) produzindo a rápida eliminação do déficit em conta corrente em resposta ao desaparecimento dos influxos de capital. O país passaria pela "década perdida" (1983-91) com seu saldo em conta corrente e seu estoque de reservas virtualmente nulos, e praticamente sem nenhum

<sup>43</sup> Para uma discussão específica sobre a autonomia da política monetária em um contexto de escolha entre diferentes "âncoras" para o processo de estabilização, em particular a chamada "âncora cambial", veja-se G. Calvo & G. Vegh (1994) e P. Siklos (1994).

acesso ao capital estrangeiro. Em 1991, este estado de coisas começa a se reverter de forma espontânea: mercê da resolução natural do problema da dívida externa - pelos provisionamentos, securitizações, desenvolvimento dos mercados secundários e progressos no esquema Brady - da redução das taxas de juros nos EUA e do reaparecimento dos mercados de bônus em escala global<sup>44</sup>, são retomadas as entradas de capital, que se mantêm em cerca de 2% do PIB anuais em média para 1992-94, como se vê na tabela. Como a conta corrente mantém-se ligeiramente superavitária, as reservas aumentam anualmente em cerca de 2.5% do PIB em média, o que nos leva de um nível levemente negativo de meados de 1991 para os US\$ 40 bilhões alcançados em fins de 1994.

Desse processo resultaram boas e más consequências. Do lado bom, o nível mais que confortável, e inédito, de reservas afastaria qualquer risco de dificuldades no plano cambial mas, do lado ruim, o crescimento da dívida interna - que foi da mesma magnitude do crescimento das reservas - gerou um processo com as características de um círculo vicioso: a esterilização do acúmulo de reservas pressionava os juros internos, o que ampliava o diferencial de juros e produzia ainda mais entradas de capital e acumulação de reservas. Alguns economistas apontaram este problema, notando que a poupança externa não se "materializava" pois os recursos externos não eram "transferidos" através de déficit em conta corrente. Um relatório recente do Banco Mundial observaria a este respeito que "a estratégia de acumulação de reservas a fim de evitar uma apreciação real determinada pelos fundamentos do mercado pode ser cara" e estimava os custos do processo em cerca de 0,45% do PIB anuais em média para o

---

<sup>44</sup> Para uma análise do processo veja-se E. L. Bacha (1993).

período 1992-94<sup>45</sup>. Ademais, note-se que o crescimento da dívida interna assim determinado parecia fornecer uma versão brasileira do fenômeno da "perversa aritmética monetarista", segundo a qual a expectativa de monetização futura dessa dívida - ou o temor de soluções "heterodoxas" - geraria pressões inflacionárias hoje<sup>46</sup>.

O lançamento do Real sustou o círculo vicioso ao explicitamente identificar a "bonança cambial" como um problema e ao implementar, para seu enfrentamento, uma estratégia composta de diversos elementos. O primeiro, muito simples, decorreu de o Banco Central retirar-se do mercado de câmbio e deixar de adquirir o "excesso" de divisas. A apreciação cambial era inevitável pois as taxas de câmbio em vigor antes de julho, como observado acima, de modo algum representava um ponto de equilíbrio. As autoridades tinham claro, todavia, que essa alternativa, se levada *ceteris paribus* às últimas consequências, produziria apreciação em excesso (*overshooting*) e, como decorrência, até mesmo o fenômeno conhecido como *Dutch Disease*<sup>47</sup>, vale dizer, um grande déficit em conta corrente de difícil sustentabilidade a médio prazo, como no México, e talvez mesmo desindustrialização. Em função disso, o governo replicou uma solução simples, outrora adotada em vários países latino-americanos para lidar com os riscos de *Dutch Disease* criados por aumentos grandes nos preços de suas *commodities* de exportação: tributar a origem da

---

<sup>45</sup> Esses custos são computados a partir dos custos de esterilização, ou seja dos juros pagos pelos títulos públicos, deduzidos os rendimentos auferidos pelas reservas internacionais. Cf. The World Bank (1994, tabela 3.9, p. 69).

<sup>46</sup> Veja-se T. Sargent & N. Wallace (1981).

<sup>47</sup> O fenômeno ganhou este nome em função da experiência da Holanda que, ao descobrir sob seu território um enorme lençol de gás natural, elevou suas exportações e, conseqüentemente, suas receitas cambiais, a tal ponto que sua moeda conheceu uma enorme apreciação. Com isso experimentou um processo de desindustrialização ao que se seguiu um acalorado debate sobre se o país deveria aproveitar-se da *bonança* enquanto durasse, desindustrializando-se e depois se reindustrializando, ou se deveria deixar o gás no subsolo. Veja-se a respeito S. Van Wijnbergen (1984) e P. R. Krugman (1987).

abundância de divisas a qual, em nosso caso, tratava-se de tributar as entradas de capitais, exatamente como vinha fazendo o Chile respondendo a um quadro semelhante<sup>48</sup>.

O Brasil empregaria, todavia, um modelo mais seletivo que o Chile<sup>49</sup>, aplicando alíquotas de imposto diferenciadas para determinadas modalidades de entradas de capital. Buscou-se especificamente limitar as entradas motivadas pelos diferenciais de taxas de juros de curto prazo a um único instrumento, os Fundos de Renda Fixa - Capital Estrangeiro, criados pela Resolução 2.034 do CMN, de 17.12.1993, sendo que as entradas nesses fundos seriam tributadas em 5%. Todas as outras modalidades de empréstimos de médio e longo prazo, não diretamente associadas ao comércio exterior, seriam tributadas em 3%. Claramente, um imposto dessa magnitude, pago no momento da entrada, atuava no sentido de estender a permanência desses capitais, pois seria necessário um período de alguns meses até que o investimento atingisse o seu *break-even*. Posteriormente, essas alíquotas seriam aumentadas para 9% e 7%, respectivamente, e uma nova incidência, com alíquota de 1%, seria estabelecida para os investimentos em carteiras reguladas pelos anexos de I a IV da Resolução 1.289, de 20.03.1987, vale dizer, os investimentos em bolsas de valores.

---

<sup>48</sup> Note-se que esta alternativa se mostra apropriada, tendo em vista o quadro macroeconômico brasileiro caracterizado, especialmente antes da primeira emissão do Real, por inflação e juros reais elevados e incerteza quanto aos *fundamentals* do programa de estabilização, circunstâncias que favoreciam os influxos de capitais de curto prazo. Ao longo do segundo semestre de 1994, com a melhora progressiva da situação fiscal e com o sucesso do Plano Real pode-se optar por formas mais convencionais de se lidar com o problema. Veja-se, para uma discussão sobre estratégias alternativas para lidar com influxos de capital, S. Schadler *et al.* (1993). Veja-se também G. A. Calvo *et al.* (1993) e P. N. Snowden (1993) para a discussão em torno de uma política para se lidar com entradas excessivas de capital incluindo tributação dos influxos como foi feito no Brasil.

<sup>49</sup> O Chile estabeleceu um recolhimento compulsório de 25%, semelhante ao aplicado a depósitos bancários, para todas as entradas de capital.



O terceiro elemento da estratégia adotada para se lidar com a abundância de divisas consiste em aumentar a demanda por moeda estrangeira retirando restrições variadas, e longamente estabelecidas, a remessas ao exterior de natureza comercial e financeira. De um lado, avançou-se consideravelmente na liberalização das importações, seja através de reduções em tarifas, seja através de desburocratização e remoção de barreiras não tarifárias. De outro, foram removidos obstáculos restritivos a investimentos no exterior e, mais ainda, foram criados canais especiais para esses investimentos - os Fundos de Investimentos no Exterior, criados pela Resolução 2.486, de 30.09.1994, que admitiam papéis do Tesouro nas suas carteiras - dos quais resultam vantagens diretas para o Tesouro em termos da valorização de seus títulos no exterior. Na mesma linha, a flexibilização das regras para investimentos diretos no exterior significou a abertura de novas possibilidades para a multinacionalização das empresas brasileiras.

A dosagem desses elementos depende de condições essencialmente dinâmicas e envolve, necessariamente, avanços e recuos conforme as circunstâncias. Parecia haver excesso de oferta de dólares em meados de outubro, por exemplo, quando a tributação sobre entradas de capital se elevou e foram introduzidas restrições aos prazos dos financiamentos às exportações através de ACCs (adiantamentos em contratos de câmbio) e pagamentos antecipados de exportações<sup>50</sup>. Todavia, logo adiante, no fim do ano, o surpreendente crescimento das importações e as consequências da crise mexicana trariam a impressão oposta e a reversão em parte das restrições<sup>51</sup>.

---

<sup>50</sup> Circulares 2.493 e 2.490 de 19.10.1994

<sup>51</sup> Circulares 2.538 e 2.539, de 24.01.1995.

É importante ter claro que o novo regime cambial cumpre uma dupla função ao fornecer, por um lado, elementos de rigidez nominal aos preços - daí a noção de "âncora" atribuído normalmente à taxa de câmbio - e, por outro, se apresenta como um dos vários itens do cardápio de instrumentos que deve assegurar o equilíbrio externo visto de uma perspectiva de médio prazo. É crucial, portanto, a importância do regime cambial para a estabilização principalmente tendo em vista que o peso relativo dessas suas duas funções é mutável. Por isso mesmo o estabelecimento de compromissos restritivos com relação ao regime cambial - ainda que possa incrementar a credibilidade de um esforço de estabilização - pode ser uma opção muito perigosa a médio prazo como, aliás, se percebe através da experiência argentina recente. Diante deste *trade-off*, a opção brasileira foi por não se fixar parâmetros limitadores à modificação na política cambial<sup>52</sup>, o que de modo algum resultou em reduzir a credibilidade do Plano Real: a preservação da flexibilidade cambial, na medida que abre espaço para correções de rumo relativamente indolores no caso de modificações na situação externa, pode ter mesmo adicionado credibilidade ao programa em vez de retirado<sup>53</sup>. Isto é tanto mais verdadeiro, em nosso caso, quanto se mostram necessárias alterações no *policy mix* inicial do programa decorrentes de novas condições em 1995 relativamente a 1994. Com efeito, é provável que, no corrente ano, as duas funções do regime cambial modifiquem sua importância relativa na medida que (i) o governo avance, como será discutido nas próximas duas seções, na construção da nova sistemática de política monetária, vale dizer, da "âncora monetária"; (ii) o governo avance também no terreno

---

<sup>52</sup> A MP 434, e reedições, mantiveram a paridade "1 dólar = 1 real" apenas para fins de lastreamento das emissões de reais. As taxas de câmbio de mercado obedecem a diretrizes emanadas do CMN.

<sup>53</sup> Para um enunciado preciso dessa possibilidade veja-se A. Cukierman *et al.* (1992).

fiscal ao produzir a contração de despesa necessária para compensar o efeito riqueza positivo, especialmente em consumidores de baixa renda, gerado pela redução na inflação; e (iii) em virtude da crise mexicana, e a despeito das evidentes melhorias no terreno doméstico, o ano de 1995 possa ser menos brilhante quanto o de 1994 no tocante às entradas de capitais estrangeiros, de modo que o "problema de transferência" discutido acima pode não mais se fazer presente.

Assim sendo, mantidos os ganhos conceituais associados à adoção de um sistema de bandas e à desindexação da taxa de câmbio, e de acordo com metas e parâmetros claros com relação ao balanço de pagamentos, os ajustes necessários poderão ser feitos ao longo de 1995 sem precipitação ou descontinuidade com relação ao plano de estabilização.

## 2.9. O novo regime monetário I: estratégia

O regime monetário em vigor nos últimos anos tinha como característica principal o fato de os mecanismos operacionais da política monetária e as instituições a eles associados terem sido moldados, ao longo do tempo, pela necessidade de adaptar e aparelhar o sistema monetário e financeiro a uma convivência pacífica com a inflação alta. Práticas e instituições singulares foram sendo progressivamente desenvolvidos, destacando-se aí, em especial, o fato de terem se confundido em um só procedimento três modalidades diferentes de operações típicas de autoridade monetária: redesconto, *open market* e administração de reservas bancárias voluntárias. Essas três atividades se tornam indistinguíveis quando as reservas bancárias voluntárias não são remuneradas e, em decorrência disso, títulos são cotidianamente utilizados para criar ou destruir reservas bancárias conforme os padrões

de pagamentos dos bancos e do Tesouro Nacional. As intervenções do BC como doador ou tomador de recursos, a fim de estabilizar a taxa de juros, implicam proceder-se a uma espécie de "zeragem cega" no mercado monetário pois a autoridade pode estar executando qualquer uma das três funções, sem que seja claro para ela própria a natureza de sua intervenção<sup>54</sup>. Não por outro motivo, as descrições do funcionamento do sistema monetário brasileiro<sup>55</sup> empregam, com frequência, termos técnicos como "passividade" ou "endogenia", ou até, de forma bem menos elegante e frequentemente mal informada, alusões a relações incestuosas entre o BC e o "mercado", e a relações indecentes entre o BC e o Tesouro. Independente do mérito técnico, ou da maledicência dessas observações, parecia não haver discordância em que a implementação de uma verdadeira âncora monetária implicaria necessariamente rever as práticas usuais de política monetária e modificar as instituições que as apoiavam.

Todavia, também se tinha claro que: (i) o sistema vigente tinha méritos na exata medida em que desenvolvera instrumentos e procedimentos que permitiam um tratamento cotidiano da extraordinária capacidade do sistema financeiro de executar *liability management*, ou de alternar, conforme as circunstâncias, diferentes formas de captação, fenômeno que, em outros países, terminou por relegar ao desuso algumas regras longamente aceitas de política monetária, dentre as quais o próprio controle quantitativo dos agregados monetários<sup>56</sup>. Por outro lado, (ii) seria difícil empreender mudanças enquanto a inflação se mantivesse em níveis elevados, dada a delicadeza da relação entre o organismo monetário e a

---

<sup>54</sup> Avaliar o estado da liquidez, nessas condições, envolve uma interpretação, nem sempre tranquila, do fato de o BC oscilar, frequentemente, entre a posição de *undersold* e *oversold*.

<sup>55</sup> Dentre estas análises destaca-se D. D. Carneiro & M. Garcia (1993), D. D. Carneiro (1994) A. C. Pastore (1993) entre outros

<sup>56</sup> Para uma informada discussão desse tema veja-se C. Goodhart (1993 e 1994).

droga que o intoxicava, isto é, a inflação. A "passividade" do sistema era, com efeito, uma necessidade inarredável a fim de se prevenir o colapso do sistema de *domestic currency substitution* que servia como barreira à dolarização e à ocorrência de fugas maciças para ativos reais com imprevisíveis consequências inflacionárias<sup>57</sup>. Construir as condições para uma política monetária ativa era uma tarefa imensa a ser empreendida gradual e cuidadosamente em muitas etapas.

Pelo menos três circunstâncias desfavoráveis a rápidos progressos nesse terreno se apresentavam no momento da primeira emissão do Real: (i) o processo de remonetização precisaria ter lugar de forma tanto mais natural quanto possível, sendo que, para este fim, a "passividade" do mecanismo monetário existente se mostrava bastante conveniente. A modificação do mecanismo, neste momento, poderia prejudicar o processo de remonetização no momento em que (ii) restrições à liquidez, essas sim, deliberadas e calculadas, mediante compulsórios e juros elevados, fragilizariam o sistema financeiro. Some-se a isto o fato de que (iii) a inflação mais baixa subtraía rentabilidade de muitas instituições financeiras e delas exigia ajustes importantes no tocante às estruturas administrativas e mercadológicas criadas para se capturar o imposto inflacionário.

Essas considerações faziam crer que as modificações na dinâmica operacional da política monetária não deveriam vir no momento da introdução da nova moeda mas posteriormente, quando as dificuldades acima mencionadas já tivessem sido, em boa medida, superadas. Assim sendo, a Medida Provisória que introduziria o Real trataria apenas de

---

<sup>57</sup> Veja-se a discussão do Capítulo 6 sobre o funcionamento dos mecanismos financeiros durante a hiperinflação.

eliminar distorções e obstáculos institucionais a estas modificações, ampliando assim o seu espectro de possibilidades. As novidades trazidas pela MP no. 542, de 30.06.1994, no tocante ao regime monetário foram: (i) a modificação na composição do Conselho Monetário Nacional e a criação da COMOC (Comissão da Moeda e do Crédito); (ii) a modificação do mecanismo autorizativo para as emissões de moeda e a instituição de limites para a sua emissão; (iii) o lastreamento da base monetária nas reservas internacionais do país. Essas inovações tinham um propósito evidente: tratava-se de enunciar alguns elementos de uma âncora monetária, indicando, com isso, que o Plano Real poderia efetivamente caminhar, obedecendo as lições dos mestres Mundell e Fleming, e caso se julgasse conveniente, para um sistema com âncora monetária e taxa de câmbio flexível. Ainda que isto não ocorresse de imediato, face às dificuldades acima aludidas de se modificar a sistemática operacional e institucional da política monetária, a direção não poderia deixar de ser indicada.

A mudança operada na composição do CMN era um passo mais amplo no sentido de se incrementar a independência da autoridade monetária pois, na estrutura da Lei 4.595, peça fundamental do ordenamento monetário vigente, o CMN é a autoridade monetária, e não o BC de modo que a presença, no CMN, de elementos nem sempre simpáticos à boa gestão monetária resultava em deturpar o funcionamento da política monetária<sup>58</sup>. Era preciso despolitizar e retirar qualquer ranço de corporativismo do CMN, pois, no desenho anterior, conforme a Exposição de Motivos no. 205 acompanhando a MP 542, "as sucessivas mudanças na

---

<sup>58</sup> A literatura técnica registra muitos estudos recentes, de natureza empírica, relacionando estabilidade macroeconômica e características institucionais definindo independência do banco central. Veja-se, por exemplo, A. Cukierman (1992).

composição do CMN o tornaram um foro onde a autonomia da Autoridade Monetária fica em xeque".

Na nova configuração, determinada pela MP 542, o CMN passaria a ser composto apenas pelos ministros da Fazenda e do Planejamento e pelo Presidente do Banco Central (Art. 8). Deixavam de ser membros do CMN: (i) quatro ministros de estado (os ministros da Indústria e Comércio, do Trabalho, da Agricultura e da Previdência), cujas contribuições aos assuntos monetários e, em especial, aos propósitos de austeridade fiscal do governo, nem sempre eram positivas<sup>59</sup>; (ii) os presidentes de cinco bancos oficiais federais (CEF, BASA, BNDES, BNB, e BB), pois não devem fazer parte de um conselho entidades reguladas pelo mesmo; (iii) os membros da iniciativa privada, dentre os quais os representantes dos bancos privados, do comércio, da agricultura, da indústria, e dos trabalhadores, pois, como lembra a EM 205, sua presença "distorce o caráter de instituição pública do Conselho, pois envolve partes interessadas em decisões onde deve prevalecer exclusivamente o interesse público e o compromisso com a estabilidade da moeda".

O novo CMN passaria a ser apoiado pela COMOC - coordenada pelo presidente do BC, e integrada por três diretores do BC, dois secretários do MINIFAZ, pelo secretário executivo da SEPLAN, e pelo presidente da CVM (Art. 9) - um foro essencialmente técnico por onde deveriam passar todos os votos antes de chegar ao CMN. Este, por sua vez, ao perder a característica de "câmara setorial da moeda", perdia a capacidade de "auscultar a sociedade civil" a fim de identificar necessidades e oportunidades de ação. Para suprir essa possível lacuna, foram recriadas

---

<sup>59</sup> A EM 205 menciona "pressões advindas de outros integrante do processo de decisão pública, nem sempre sintonizados com a função precípua da Autoridade Monetária, de defender a estabilidade da moeda".

as Comissões Consultivas previstas originalmente na Lei 4.595 (Art 7) e que já tinham funcionado até meados dos anos 80<sup>60</sup>. Todavia, nenhuma convocação de Comissão Consultiva teria lugar no segundo semestre de 1994. Na verdade, nem mesmo o decreto aprovando o seu regimento, previsto no # 1 do Art. 11 da MP 542, foi assinado pelo Presidente da República, o que não deixa de fornecer evidência de que a função de "auscultar a sociedade civil" talvez não seja mesmo própria da Autoridade Monetária.

Resta assinalar também que a MP 542, ao retirar do CMN a competência para emitir moeda nos termos do Art. 4 (I) da Lei 4.595, destruiu um mecanismo que vinha sendo acionado há muitos anos, segundo o qual as emissões eram, via de regra, trazidas ao CMN quando já tinham ocorrido e sua homologação pelo Congresso ocorria meses depois, às vezes mais de um ano. A MP 542 estabeleceria, para os três primeiros trimestres de vida do Real, limites para a emissão de Reais e, em bases permanentes, uma sistemática para a aprovação pelo Congresso de uma programação monetária trimestral<sup>61</sup>. Os limites de emissão foram fixados com certa latitude, não só quanto aos números, mas também quanto à definição do que se estava limitando. É importante notar que muito mais importante que o papel dos limites de emissão no tocante à política monetária nos primeiros meses do Real era a tentativa de redefinir o mecanismo institucional através do qual Executivo e Legislativo

---

<sup>60</sup> Na nova configuração sete novas comissões consultivas foram criadas: normas e organização do sistema financeiro, mercado de valores mobiliários e futuros, política monetária e cambial, crédito rural, crédito industrial, endividamento público e processos administrativos, depois retirada quando a competência de julgar recursos a multas aplicadas pelo BC à infrações à Lei 4.131 foi transferida ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro pela MP 785 de 23.12.1994, (Art. 81).

<sup>61</sup> Esse sistema seria estendido na 4ª reedição da MP 547, com o número 681, de 27.10.1994, quando se adotou sugestões já incorporadas na minuta de projeto de lei de conversão relatado pelo Senador José Fogaça.



estabelecem diretrizes explícitas e transparentes para o processo de criação de moeda.

#### 2.10. O novo regime monetário II: tática

Pelas razões já aludidas, não se subtraiu "passividade", ou seja, não se modificou fundamentalmente a dinâmica operacional da política monetária durante o segundo semestre de 1994. Isto não impediu, contudo, que o BC mantivesse a liquidez restrita durante todo o semestre graças ao estabelecimento de sucessivas exigências de recolhimentos compulsórios travando a captação e, principalmente, as operações de crédito do sistema bancário. É fácil notar que, mantido o sistema da "zeragem cega" mencionado na seção anterior, corria-se o risco de se ver a autoridade monetária reinjetar através de sua mesa de operações toda a liquidez esterilizada pelos recolhimentos compulsórios. Talvez por isso mesmo a efetiva restrição de liquidez tenha ocorrido de fato em outubro quando veio a inovação de fazer incidir os recolhimentos compulsórios diretamente sobre o ativo das instituições financeiras.

Com efeito, de início, o BC inicia operações em julho com taxas muito elevadas para o *overnight*<sup>62</sup> e implementando medidas convencionais no tocante a recolhimentos compulsórios: (i) a Circular 2.441, de 30.06.1994, determinando o recolhimento compulsório de 100% dos depósitos à vista; (ii) a Resolução 2.088 e a Circular 2.435, da mesma data, elevando o recolhimento compulsório sobre depósitos de poupança de 15% para 20% (3/4 dos quais em espécie), e reduzindo a chamada

---

<sup>62</sup> A taxa de abertura para o mês, 8,23%, era extremamente elevada em termos reais mesmo se comparada com índices de inflação para julho contaminados com os aumentos registrados na última quinzena de junho, todos eles na vizinhança de 6%. Se comparadas a índices "ponta-a-ponta", todos mostrando deflação, as taxas de juros no *overnight* em julho teria sido astronômicas.

"faixa livre"de aplicações de 15% para 10% - posteriormente, em 31.08.1994, a Resolução 2.106 elevaria o recolhimento compulsório previamente estabelecido em 20% para 30%; e (iii) a Circular 2.440, de 30.06.1994, instituindo o recolhimento compulsório de 20% sobre o acréscimo nos depósitos à prazo, o que depois seria modificado pela Circular 2.474, de 31.08.1994, estabelecendo um recolhimento de 30% sobre o estoque de depósitos à prazo a ser constituído gradualmente.

Em meados de outubro parecia claro que estas restrições não se mostravam suficientes para definir um quadro de restrição de liquidez, o que parecia dever-se ao alto grau de substituibilidade entre os passivos das instituições financeiras<sup>63</sup>. As taxas de crescimento dos preços em mercados especulativos e/ou competitivos, bem como o volume de operações de crédito para consumo, mostravam-se preocupantes. A despeito de taxas de juros elevadas, considerados os padrões usuais de avaliação dos juros reais e dos compulsórios sobre as formas convencionais de captação, vale dizer, depósitos à vista e à prazo e cadernetas de poupança, tudo parecia apontar para um quadro de excesso de liquidez com claras consequências inflacionárias. Era necessário inovar, e os diversos normativos de outubro proporcionariam a resposta adequada à situação. O primeiro deles, a Resolução 2.118, de 19.10.1994, estabeleceria um prazo máximo de três meses para operações de crédito de qualquer natureza. A Circular 2.499, de 20.10.1994, estabeleceria um recolhimento compulsório de 15% sobre operações de crédito, e a Circular 2.511, de 02.12.1994, esclareceria que a abrangência das operações ativas alcançadas pela Circular 2.499, ou seja, sujeitas ao percentual de 15% de recolhimento compulsório, era a mais ampla possível, e também que toda

---

<sup>63</sup> Veja-se M. Garcia (1994b).

e qualquer operação passiva, ou seja, qualquer espécie de captação, estaria sujeita a um recolhimento de 30%.

Tabela 2.5  
Composição dos haveres financeiros (M4)  
(R\$ milhões)

<u>mês</u>	<u>papel- moeda</u>	<u>compulsórios</u>		<u>haveres livres</u>	<u>M4 ajustado</u>
		<u>em espécie</u>	<u>em títulos</u>		
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
<u>dezembro</u>	<u>8.622</u>	<u>24.479</u>	<u>23.402</u>	<u>116.551</u>	<u>173.054</u>

Fonte: DEPEC - Banco Central do Brasil

Conforme pode ser visto na Tabela 2.5, de junho a dezembro, os recursos esterilizados em recolhimentos compulsórios se elevam de cerca de R\$ 13 bilhões para cerca de R\$ 47 bilhões, de forma que a despeito do crescimento nominal do M4 em cerca de 16%, o volume de "haveres livres" - ou seja, a parcela do M4 que não está alocada em compulsórios e nem está retida sob forma de papel moeda - cai 12,5%, e este volume, somado ao papel moeda em poder do público, cai em cerca de 7,5%. É claro que o grau de restrição aí embutido depende de em que medida os recolhimentos em títulos não estariam se confundindo com carteiras que seriam carregadas voluntariamente. De um modo ou de outro, não deixou de ser impressionante o efeito dessas medidas sobre os preços, especialmente as medidas de outubro, as quais assinalaram uma clara descontinuidade no comportamento da inflação.

Não se deve esquecer, por outro lado, que a política monetária teve um papel fundamental no sentido de criar um impulso contracionista necessário para compensar a expressiva pressão expansionista gerada para transferência de renda provocada pela drástica redução da inflação.

Como acima aludido, a extensão desse "efeito riqueza" tam como *proxy* as receitas de senhoriagem coletadas pelo BC, ou seja, cerca de US\$ 12 bilhões anuais, de modo que é fácil ver que, de modo a produzir o *crowding in* do aumento permanente do consumo provocado pela estabilização<sup>64</sup>, será necessário produzir uma contração fiscal dessa mesma ordem de magnitude. Note-se que, à medida que a redução de despesa pública se materializa ao longo de 1995, espera-se que o teor restritivo da política monetária possa ser reduzido gradualmente.

Note-se que, em contraste com outras ocasiões no passado, quando se tentou estabelecer tetos para a expansão monetária, os limites estabelecidos para o crescimento da base monetária no terceiro e quarto trimestre de 1994, e para a "base ampliada" no quarto trimestre foram obedecidos. A base monetária, medida pelo conceito da Resolução 2.082 de 30.06.1994, ou seja, medida pela média dos saldos diários no trimestre, atingiu R\$ 8.9 bilhões no terceiro trimestre, sendo que se usou a faculdade, prevista na MP 542 (#1, Art. 4), de o CMN autorizar uma expansão dos limites em até 20%. Para o quarto trimestre, foi estabelecido como limite, um crescimento de 13.3% da base monetária e de 0% para a "base ampliada", depois definida no Voto no. 193, de 30.11.1994, aprovado pelo CMN. Ao final do trimestre a base cresceu 15.9% e a base ampliada 1.9%, tendo o CMN autorizado esses pequenos excessos.

Todavia, em função da manutenção da sistemática operacional da política monetária ao longo do segundo semestre de 1994, não se deve atribuir à obediência dos limites impostos ao crescimento da base monetária tanta importância quanto aos indicadores da Tabela 2.5. O

---

<sup>64</sup> Sobre o aumento no consumo naturalmente decorrente de processos de estabilização veja-se G. A. Calvo & C. A. Vegh (1990).

quadro de restrição de liquidez se estabelece com clareza a partir das medidas de outubro e, como era de se esperar, a autoridade monetária veio a perceber dificuldades nas extremidades mais sensíveis do sistema financeiro. Foram liquidados diversos bancos de pequeno porte, boa parte dos quais com carteiras de créditos ao consumidor constituídas através de captação diária no mercado interbancário. Foram sentidas dificuldades na rolagem das dívidas mobiliárias estaduais e em alguns bancos estaduais, do que resultou, em 30.12.1994, a intervenção pelo BC no BANESPA e BANERJ, colocados no Regime de Administração Especial Temporária nos termos do Decreto Lei 2.321<sup>65</sup>. Na medida que esses bancos caminham na direção de sua privatização, assim dirimindo dúvidas sobre a solidez do sistema financeiro brasileiro, o processo de remonetização se esgota, com a inflação estabilizada em níveis inferiores a 1.5%, e se completa uma fase preparatória crucial para o assentamento das bases de uma verdadeira âncora monetária. O ano de 1995 deverá trazer não somente a discussão sobre a sistemática de operação da política monetária, como também o tratamento da questão da independência do BC no âmbito da reforma em nossa Lei Maior e no âmbito da Lei Complementar regulamentando o Artigo 192 da Constituição.

### 2.11. Considerações finais

Por último cabem algumas palavras sobre o extraordinário fenômeno social em que se constituiu a hiperinflação brasileira e o começo de seu fim determinado pela introdução da nova moeda. Muitos autores já se debruçaram sobre as fascinantes implicações sociais da hiperinflação,

---

<sup>65</sup> Também entrariam neste mesmo regime três outros bancos estaduais: o BEMAT (Mato Grosso), o PRODUBAN (Alagoas) e o BERON (Rondônia).

onde quer que tenha ocorrido. A hiperinflação alemã de 1923, a mais gigantesca de todas, deixaria sequelas associadas aos mais variados aspectos da vida social e cultural, sendo particularmente assustadora, por exemplo, a relação entre a hiperinflação e o nascimento do facismo enunciada na obra de Igmarr Bergman, "O ovo da serpente"<sup>66</sup>. Aqui no Brasil, se disse que "a hiperinflação não é para nós apenas um desastre econômico ... [m]as uma metáfora ampla. Ela é um sinônimo ateu para o religioso 'apocalipse', um deslocamento para a palavra futuro e um substituto para a palavra 'revolução' "<sup>67</sup>.

Não há exagero nisso. A moeda está tão profundamente carregada de simbolismos que a sua degradação, quando levada ao extremo de uma hiperinflação, espalha suas consequências para muito além da órbita econômica. Talvez por isso as melhores análises da hiperinflação venham de fora da economia. Elias Canetti, por exemplo, em seu estudo clássico sobre as massas e o poder observaria que "a inflação é um fenômeno de multidões, no mais estrito e mais concreto sentido da palavra"<sup>68</sup>, algo que o economista traduz como sendo o reconhecimento de que a inflação é das muitas instâncias do fenômeno social onde o resultado coletivo de ações individuais consideradas racionais não poderia ser mais irracional<sup>69</sup>, *como*

---

<sup>66</sup> Trata-se, com efeito de uma associação que a maior parte dos historiadores da República de Weimar hesita em admitir. Mais de uma década separam a hiperinflação e o momento quando o partido nazista começa a ganhar expressão eleitoral. Há, na historiografia, uma tendência a associar o fenômeno Hitler à Depressão, mas é unanimemente reconhecido que a erosão do sistema partidário alemão teve início bem mais cedo, com a hiperinflação. Cf. C. P. Kindleberger (1985) e T. Childers (1983), por exemplo.

<sup>67</sup> Arnaldo Jabor "A hiperinflação é nossa última esperança" *Folha de São Paulo* 13.07.1993.

<sup>68</sup> E. Canetti (1962, p. 183 ).

<sup>69</sup> Os ensaios do Capítulos 15 e 16 são variantes em torno desse fascinante tema, no qual uma referência obrigatória é o chamado "Teorema da Impossibilidade de Arrow" através do qual se mostra que uma escolha coletiva racional, definida a partir de pressupostos matemáticos definidores, é impossível de ser derivada pela agregação de funções de utilidade individuais dotadas do atributo da racionalidade. Veja-se K. J. Arrow (1951). Note-se que todo um campo da economia, a escolha pública (*public choice*) se abriu a partir desse trabalho. É forçoso reconhecer, todavia, que o fenômeno chamou menos a atenção dos economistas que de outros cientistas sociais.

*o comportamento das multidões*. A hiperinflação, diria Jabor (*ibid.*) nessa linha, "é um grande desejo nacional. Não há outra explicação, continua, para a derrota permanente da 'Razão' nas últimas décadas".

Canetti, numa passagem famosa, observa também que "uma inflação pode ser tomada como uma orgia satânica de desvalorização no qual os homens e as unidades de seu dinheiro exercem os mais estranhos efeitos sobre si mesmos. Um se projeta no outro, o homem sentindo-se tão 'ruim' quanto o seu dinheiro... não apenas todas as coisas se mostram visivelmente abaladas, nada permanecendo certo ou imutável mesmo por uma hora, mas também cada homem, como pessoa, se torna menor. O que quer que seja ou tenha sido, como o milhão que sempre desejou, ele se torna nada. Todo mundo tem um milhão e todo mundo é nada"<sup>70</sup>.

Cá no Brasil, imagens semelhantes seriam utilizadas para descrever a relação entre a inflação e a cidadania no Brasil da hiperinflação. Conforme Roberto Da Matta "a experiência inflacionária como que recria a 'normalidade' de uma sistema segmentado na área econômica, opondo muitas esferas de troca, de moedas e de valores. Nem tudo pode ser reduzido a dinheiro que, em sistemas assim constituídos 'não compra a felicidade' nem consegue obter certos privilégios que só o nome de família, a rede de relações pessoais ou o berço podem trazer". Em função disso, continua Da Matta, "podemos efetivamente entender a lógica e a profunda verdade de dois velhos e muito populares ditados brasileiros: aquele que diz que 'dinheiro é merda', e o que fala gentil e talvez mentirosamente que 'dinheiro não traz a felicidade' e 'não vale nada' ".<sup>71</sup>

---

<sup>70</sup> E. Canetti (1962, p. 186 ).

<sup>71</sup> R. Da Matta (1993, pp. 26-27 ).



Pouca dúvida pode haver que a inflação promove e acentua a desigualdade em uma sociedade já propensa à iniquidade e repleta de clivagens. A EM 395, ao deitar as bases do Real em dezembro de 1993 observaria, a este respeito, que "a moeda degradada que hoje temos está intimamente ligada ao *apartheid* social que vivemos no país. É uma moeda para o pobre que não tem como se defender da inflação. A moeda do rico é a moeda indexada, que o isola do processo inflacionário e chancela transferências de renda a favor deste grupo" (# 132)<sup>72</sup>.

Por tudo isso, a regeneração da moeda no Brasil representava um profundo reordenamento social. O impacto do Plano Real sobre o processo eleitoral, o mais visível desses efeitos, talvez tenha sido apenas a superfície. A nova moeda recomporia as trocas sociais e permitiria que as pessoas percebessem "o valor das coisas", com isso estendendo a teia de seus efeitos para todo o espectro de simbolismos associados ao dinheiro, sugerindo a identificação entre inflação e imoralidade e, assim, confundindo-se com os imperativos éticos que vinham assoberbando a população brasileira há tempos. Como observaria um psicanalista, como decorrência da inflação brutal, "o sujeito é arrancado do espaço de trocas inter-humanas e deslocado para as fronteiras da ordem social ... o espaço social se desloca da posição de lugar de trocas inter-subjetivas para uma posição de lugar de guerra de quase todos contra todos ... é nesse registro psíquico que pudemos sublinhar alguns dos efeitos mais perversos da crise brasileira sobre a subjetividade, dentre as quais a moral cética que permeia o tecido social [a lei do Gerson!!] é sua versão mais sublimada."<sup>73</sup>

---

<sup>72</sup> Não é por outro motivo que, num documento extensamente citado na EM 395, a Conferência Nacional dos Bispos da Alemanha (1994, p. 3) observa que "um ordenamento monetário que garanta o seu valor [da moeda] é elemento central para a criação de um contexto estável, de modo que lhe cabe uma função sócio-ética crucial".

<sup>73</sup> J. Birman (1993 p. 151).

Não é à toa que a estabilidade de preços teve tamanha ressonância no corpo social. Não obstante as crescentemente desesperadas resistências às mudanças sociais e econômicas impostas pela estabilidade de preços e pela moeda forte, melhores condições não poderão haver para se firmar a estabilidade econômica como um valor fundamental e para se transformar a recém descoberta aversão social à inflação, e a tudo que ela representa, em um efetivo impulso político renovador e em freios institucionais ao reaparecimento da inflação.

## 18. Bibliografia

- E. J. Amadeo & E. Landau (1992) "Indexação e dispersão de preços relativos: análise do caso brasileiro 1975-1991" Departamento de Economia PUC-RJ, Texto para Discussão n. 274, março.
- K. Arrow (1951) Social choice and individual values New Haven: Yale University Press.
- E. L. Bacha (1994) "O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro" Revista de Economia Política 14(1) março.
- \_\_\_\_\_ (1993) "Latin America's reentry into private financial markets: domestic and international policy issues" Departamento de Economia PUC-RJ, Texto para Discussão n. 299, fevereiro.
- \_\_\_\_\_ (1988) "Moeda, Inércia e Conflito: reflexões sobre políticas de estabilização no Brasil" Pesquisa e Planejamento Econômico 18.
- D. Backus & J. Driffill (1985) "Rational Expectations and Policy Credibility Following a Change in Regime" Review of Economic Studies 51 Março .
- Banco Central de la Republica Argentina (BCRA), Memoria, vários números.
- Banco Central de la Reserva del Peru, Memoria, vários números.
- Banco Central do Brasil, Brasil Programa Econômico, vários números
- M. Bills (1989) "Pricing in Costumer Markets" Quarterly Journal of Economics 104 (6) november.
- J. Birman (1993) "Sujeito, valor e dívida simbólica: notas introdutórias sobre o dinheiro na meta psicologia freudiana" em J. R. Vieira *et al.* (eds.) Na corda bamba: doze estudos sobre a cultura da inflação Rio de Janeiro: Relume & Dumará.
- M. I. Blejer & A. Cheasty (1988). "High inflation, heterodox stabilization, and fiscal policy" World Development 16 (8) september.
- A. Blinder (1991) "Why are prices sticky ? Preliminary results from interview study" American Economic Review 81 AEA Annual Meeting, Papers and Proceedings, março.
- P. Bodin de Moraes (1986) "O Programa de Estabilização de 1964: balizamento de preços com restrições de crédito" Revista Brasileira de Economia 41.
- M. Bruno (1993) Crisis, stabilization and economic reform: therapy by consensus Oxford: Oxford University Press

- \_\_\_\_\_ & J. Sachs (1985) Economics of Worldwide Stagflation Cambridge: Harvard University Press.
- P. Cagan (1987) "Hyperinflation" em J. Eatwell *et al.* (eds.) The New Palgrave A Dictionary of Economics London: Macmillan.
- \_\_\_\_\_ (1956) "The Monetary Dynamics of Hyperinflation" em M. Friedman (ed.) Studies in the Quantity Theory of Money Chicago: University of Chicago Press.
- G. Calvo & G. Vegh (1994) "Estabilización en países de inflación crónica: el marco conceptual" *paper* apresentado nas Jornadas Internacionales de Economía, Banco Central del Uruguay.
- \_\_\_\_\_ & \_\_\_\_\_ (1992) "Currency substitution in developing countries: an introduction" Revista de Analisis Economico 7 (1) junho.
- \_\_\_\_\_ & \_\_\_\_\_ (1990) "Credibility and the dynamics of stabilization policy: a basic framework" IMF, Working Paper n. 90/110.
- \_\_\_\_\_ & L. Leiderman & C. Reinhart (1993) "Capital inflows and exchange rate appreciation in Latin America" IMF Staff Papers 40 (1), março.
- J. M. Camargo & C. A. Ramos (1988) A Revolução Indesejada: O Plano Cruzado e o Mercado de Trabalho Rio de Janeiro: Campus.
- E. Canetti (1962) Crowds and power New York: Farrar Straus Giroux.
- F. Capie (1986) "Conditions in which very rapid inflation has appeared" Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 24.
- D. W. Carlton (1986) "The rigidity of prices" American Economic Review 76 (3) setembro.
- \_\_\_\_\_ (1982) "The Disruptive Effect of Inflation on the Organization of Markets" em R. Hall (ed.) Inflation: causes and effects Chicago: University of Chicago Press & NBER.
- \_\_\_\_\_ (1979) "Contracts, Price Rigidity and Market Equilibrium" Journal of Political Economy 78 (5) part. 1.
- D. D. Carneiro (1994) "Adaptação inflacionária, política monetária e estabilização" Departamento de Economia PUC-RJ, Texto para Discussão n. 314, março.
- \_\_\_\_\_ & M. Garcia (1993) "Capital flows and monetary control under a domestic currency substitution regime: the recent Brazilian experience" Departamento de Economia PUC-RJ, Texto para Discussão n. 304, agosto.

- Cepal, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana, vários números.
- W. Coats (1994) "In search of a monetary anchor: commodity standards re-examined" em T. J. T. Baliño & C. Cottarelli (eds.) Frameworks for monetary stability: policy issues and country experiences Washington: International Monetary Fund.
- D. C. Collander & K. J. Koford (1985) "Externalities and Macroeconomic Policy" em S. Maital & I. Litnowski (eds.) Macroeconomic Conflict and Social Institutions Cambridge: Ballinger.
- Conferência Nacional dos Bispos da Alemanha (1994) Boa moeda para todos: reflexões sobre a estabilidade do valor da moeda a partir de um ponto de vista de ética social Fundação Konrad-Adenauer-Stiftung, papers n. 4.
- Conjuntura Econômica, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, vários números.
- A. Cukierman (1992) Central bank strategy, credibility and independence: theory and evidence Cambridge: MIT Press.
- \_\_\_\_\_ & N. Leviatan (1992) "The dynamics of optimal gradual stabilizations" The World Bank Economic Review 6(3) setembro.
- \_\_\_\_\_ & M. A. Kinguel & N. Liviatan (1992) "How much to commit to an exchange rate rule ? Balancing credibility and flexibility" Revista de Análisis Económico 7 (1) junho.
- L. R. A. Cunha (1990) "Congelamento e Políticas Heterodoxas: a experiência brasileira" Departamento de Economia PUC-RJ, Texto para Discussão n. 253, dezembro.
- R. Da Matta (1993) "Inflação e cidadania" em J. R. Vieira *et al.* (eds.) Na corda bamba: doze estudos sobre a cultura da inflação Rio de Janeiro: Relume & Dumará.
- M. Damill & R. Frenkel (1990) "Hyperinflación y Stabilización. La Experiencia argentina reciente" Buenos Aires: CEDES, mimeo.
- \_\_\_\_\_ & G. Roserwurcel (1991) "Situación y Perspectivas de la Economía Argentina en 1991" Coyuntura Latinoamericana 2.
- A. K. Dixit & J. E. Stiglitz (1977) "Monopolistic Competition and Optimum Product Diversity" American Economic Review 67(3) Junho.
- R. Dornbush (1985) "Stopping Hyperinflation: Lessons from the German Experience of the 1920s." NBER Working Paper no. 1675.

- \_\_\_\_\_ & M. H. Simonsen (1986) "Inflation Stabilization with Incomes Policy Support, a review of the experiences of Argentina, Brazil and Israel" New York: Group of Thirty .
- K. Dowd (1994) "A proposal to end inflation" The Economic Journal 104 (425) julho.
- \_\_\_\_\_ & D. Greenaway (1993) "Currency competition, network externalities and switching costs: towards an alternative view of optimal currency areas" The Economic Journal 103 (420) setembro.
- J. Driffill (1984) "Macroeconomic Stabilization Policy and Trade Union Behavior as a Repeated Game" Mimeo, Stockholm.
- S. K. Endo & H. C. E. do Carmo (1984) Pesquisa de Orçamentos Familiares no Município de São Paulo São Paulo: IPE USP.
- E. M. M. Q. Farina (1994) "Desregulamentação e o controle do abuso do poder econômico: teoria e prática" Revista de Economia Política 14(3) setembro.
- F. Fetter (1977) "Keynes, Lenin and Inflation" Economica 44(1) fevereiro.
- A. Foxley (1983) Latin American Experiments in Neoconservative Economics Berkeley: University of California Press.
- G. H. B. Franco (1991) High and hyperinflations: cross country patterns and the design of stabilization Center of Latin American Studies, University of Pittsburgh.
- \_\_\_\_\_ (1987) "El Plan Cruzado: diagnóstico, ejecución y perspectivas" Estudios Economicos de El Colegio del Mexico numero extraordinario, outubro (b)
- \_\_\_\_\_ (1986) "Hyperinflations: the experience of the 1920s reconsidered" Tese de doutoramento não publicada, Harvard University, versão revista, 1990.
- \_\_\_\_\_ (1983) Reforma monetária e instabilidade durante a transição republicana 7o. Prêmio BNDES de Economia, Rio de Janeiro, segunda edição 1987.
- R. Frenkel (1979) "Decisiones de Precio en Alta Inflación" Desarrollo Económico 15(75) dezembro.
- \_\_\_\_\_ & J. M. Fanelli (1986) "El Plan Austral: un año y medio despues" Buenos Aires: CEDES.

- M. Friedman (1956) "The quantity theory of money: a restatement" em M. Friedman (ed.) Studies in the Quantity Theory of Money Chicago: University of Chicago Press.
- W. Fritsch e G. H. B. Franco (1991) "Trade Policy Issues in Brazil in the 1990s" Relatório para a UNCTAD.
- \_\_\_\_\_ & \_\_\_\_\_ (1992) "Política Comercial: passado e presente" Pensamiento Iberoamericano 21, junho.
- R. Frydman & E. S. Phelps (1983) Individual Forecasting and Aggregate Outcomes Cambridge: Cambridge University Press.
- M. Garcia (1994) "Política monetária e cambial: algumas lições do período recente para o Real" Mimeo, Departamento de Economia PUC-RJ. (a) \_\_\_\_\_ (1994) "Política monetária, depósitos compulsórios e inflação" Departamento de Economia PUC-RJ, Texto para Discussão n. 323, setembro. (b)
- F. Giambiagi (1989) "Os Conceitos de Custo da Dívida Mobiliária Federal e Déficit Operacional do Setor Público: uma crítica" Revista Brasileira de Economia 43(1) março.
- \_\_\_\_\_ & J. C. G. Soares (1992) "Consumo do governo, juros externos e inflação reprimida: o problema da dívida externa revisitado" Revista de Economia Política 12 (3) setembro.
- \_\_\_\_\_ & \_\_\_\_\_ (1990) "Negligencia fiscal, inversion reprimida y deuda externa: una revision critica del caso brasileño" Mimeo.
- C. Goodhart (1993) "Regime of fiduciary money with an independent central bank" Rio de Janeiro, Mimeo.
- \_\_\_\_\_ (1989) "The conduct of monetary policy" The Economic Journal 99 (396), junho.
- E. Guardia (1992) "Orçamento público e política fiscal: aspectos institucionais e a experiência recente, 1895-1991" Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade de Campinas, novembro.
- R. E. Hall (1982) "Explorations in the gold standard and related policies for stabilizing the dollar" em R. E. Hall (ed.) Inflation: Causes and Effects Chicago: NBER-Chicago University Press.
- J. R. Hicks (1974) The Crisis in Keynesian Economics Oxford: Clarendon Press.
- \_\_\_\_\_ (1969) Uma teoria de história econômica Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1972.

- \_\_\_\_\_ (1967) Critical Essays in Monetary Theory Oxford: Clarendon Press.
- International Monetary Fund - International Financial Statistics (IFS) - vários números.
- J. M. Keynes (1923) "A tract on monetary reform" em The Collected Writings of John Maynard Keynes Volume IV. London: Macmillan & St. Martin's Press for The Royal Economic Society, 1971
- \_\_\_\_\_ (1922) A Revision of the Treaty London: Macmillan-St. Martin's Press, 1971.
- C. P. Kindleberger (1985) "A structural view of the German inflation" em Keynesianism vs. monetarism and other essays in financial history London: George Allen & Unwin.
- P. R. Krugman (1987) "The narrow moving band, the Dutch Disease, and the competitive consequences of Mrs Thatcher: notes on trade in the presence of dynamic scale economies" Journal of Development Economics 27.
- S. Lach & D. Tsiddon (1992) "The behavior of prices and inflation: an empirical analysis of disaggregated price data" Journal of Political Economy 100.
- E. Landau & S. Peixoto (1992) "Inflação e dispersão de preços relativos" Pesquisa e Planejamento Econômico 22 (1) abril.
- A. Lara Rezende (1992) "O Conselho da Moeda: um órgão emissor independente" Revista de Economia Política 12(4) dezembro.
- \_\_\_\_\_ (1991) "O processo hiperinflacionário e as reformas modernizadoras" em H. Jaguaribe (ed.) Economia e política da crise brasileira: a perspectiva social democrata Rio de Janeiro: Editora Rio Fundo
- \_\_\_\_\_ & P. Arida (1985) "Inertial inflation and monetary reform in Brazil" Departamento de Economia PUC-RJ, Texto para Discussão n. 85, março
- L. G. P. B. Leães (1993) "A validade da cláusula de correção cambial nas obrigações pecuniárias internas" Revista dos Tribunais 82 (693), julho.
- C. A. Longo (1991) "O processo orçamentário no Brasil" Revista de Economia Política 11(2), abril..
- F. L. Lopes (1989) O Desafio da Hiperinflação: em busca da moeda real Rio de Janeiro: Campus.
- \_\_\_\_\_ (1986) O Choque Heterodoxo Rio de Janeiro: Campus.



- G. J. L. Loyola (1987) "Preços Relativos em um Processo Inflacionário" Tese de Doutorado não publicada, EPGE-FGV, Rio de Janeiro, mimeo.
- F. Machlup (1976) "The transfer problem, theme and four variations" em International Payments, Debt and Gold New York: New York University Press.
- F. A. Mann (1992) The legal aspect of money Oxford: Clarendon Press, 5th Edition.
- R. Markwald (1994) "El Plan Real" Mimeo, IPEA, Rio de Janeiro.
- M. S. B. Marques & A. Mayer (1990) "A Fuga de Capitais no Brasil" Anais do 18º Encontro Nacional da ANPEC, Brasília.
- C. C. A. Matos (1994) "Grau de organização da economia e desempenho macroeconômico" Revista de Economia Política 15 (3) setembro.
- J. McCallum (1983) "Inflation and Social Consensus in the Seventies" Economic Journal 93 Dezembro.
- J. McMillan (1979) "The Free Rider Problem: a survey" Economic Record 55.
- R. D. Mallon e J. V. Sourrouille (1975) Economic Policymaking in a Conflict Society: The Argentine Case Cambridge: Harvard University Press.
- A. Mendes & E. B. Nascimento (1991) "Estudo de direito monetário: a moeda e suas funções; obrigações monetárias; estipulação e indexação de obrigações monetárias" Revista de Direito Mercantil nova série XXX (84) dezembro.
- A. Moura da Silva & D. Kadota (1982) "Inflação e Preços Relativos: o caso brasileiro" Estudos Econômicos 12.
- R. A. Musgrave (1959) The Theory of Public Finance New York: McGraw Hill.
- K. G. Nishimura (1988) "A Note on Price Rigidity" Journal of Economic Behavior and Organization 10.
- F. Oliveira (1989) "Política fiscal e política monetária no Brasil: o estrangulamento imposto pela dívida externa." Campinas, UNICAMP, Texto para Discussão n. 12.
- J. H. G. Oliveira (1967) "Money, prices and fiscal lags: a note on the dynamics of inflation" Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review no. 82 Setembro.

- M. Olson (1982) The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation and Social Rigidities New Haven: Yale University Press.
- \_\_\_\_\_ (1965) The Logic of Collective Action, Public Goods and the Theory of Groups Cambridge: Harvard University Press.
- A. M. Okun (1975) "Inflation: its mechanisms and welfare costs" Brookings Papers on Economic Activity 2.
- \_\_\_\_\_ (1981) Prices and Quantities: a macroeconomic analysis Washington: The Brookings Institution.
- F. A. Oliveira (1989) "Política Fiscal e Política Monetária no Brasil: o estrangulamento imposto pela dívida externa" Centro de Estudos de Conjuntura, Instituto de Economia, Universidade de Campinas, Texto para Discussão nº 12.
- A. E. Ortega (1989) O Plano de Estabilização Heterodoxo: a experiência comparada de Argentina, Brasil e Peru Rio de Janeiro: BNDES.
- C. Parcias Jr. (1989) "A Organização dos Mercados, as Instituições e o Processo Inflacionário" Tese de Mestrado não publicada, Departamento de Economia PUC-RJ, Rio de Janeiro.
- A. C. Pastore (1993) "Déficit público, a sustentabilidade do crescimento das dívidas interna e externa, senhoriagem e inflação: uma análise do caso brasileiro" São Paulo, mimeo.
- E. S. Phelps (1979) "Obstacles to Curtailing Inflation" em J. H. Gapinski and C. H. Rockwood (eds.) Essays in Post Keynesian Inflation Cambridge: Ballinger.
- \_\_\_\_\_ & S. Winter (1970) "Optimal price policy under atomistic competition" em E. S. Phelps (ed.) Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory New York: Norton.
- E. J. Reis (1989) "A Superação da Crise Atual: ajuste fiscal e renegociação externa" em Perspectivas da Economia Brasileira - 1989 Rio de Janeiro: INPES.
- A. Romanis (1967) "Cost Inflation and Incomes Policy in Industrial Countries" IMF Staff Papers 14 (1) Março.
- A. Romanis-Braun (1975) "The Role of Incomes Policies in Industrial Countries Since the Second World War" IMF Staff Papers 22 (1) Março.
- B. Rowthorn & A. Glyn (1986) "The Diversity of Unemployment Experience Since 1973" Helsinki, Wider, mimeo.

- J. Sachs (1989) "Social conflict and populist policies in Latin America" NBER Working Paper n. 2.987.
- S. C. Salop & J. E. Stiglitz (1977) "Bargains and Ripoffs: a model of monopolistically competitive price dispersion" Review of Economic Studies 44.
- P. A. Samuelson (1954) "The Pure Theory of Public Expenditure" Review of Economics and Statistics 36.
- T. Sargent (1985) "Reaganomics and Credibility" em A. Ando *et al.* (eds.) Monetary Policy in our Times Cambridge: MIT Press.
- \_\_\_\_\_ (1982). "The end of four big inflations" em R. E. Hall (ed.) Inflation: Causes and Effects Chicago: NBER-Chicago University Press.
- \_\_\_\_\_ & N. Wallace (1981) "Some unpleasant monetarist arithmetic" Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review 5(3).
- S. Schadler, M. Carkovic, A. Bennet e R. Kahn (1993) "Recent experiences with surges in capital inflows" IMF Occasional Paper n. 108, dezembro.
- J. Serra (1993) "As vicissitudes do orçamento" Revista de Economia Política 13(4) dezembro.
- \_\_\_\_\_ (1990) "O Plano e o Déficit" Brasília, Mimeo.
- \_\_\_\_\_ (1989) "A Crise Fiscal e as Diretrizes Orçamentárias" Brasília, Mimeo.
- P. N. Snowden (1993) "Formulating a policy response: comment on Calvo, Leiderman, and Reinhart" IMF Staff Papers 40 (4), dezembro.
- P. Siklos (1994) "Varieties of monetary reform" Research Department IMF, Working Paper n. 57/94.
- M. H. Simonsen (1989) "Macroeconomia e Teoria dos Jogos" Revista Brasileira de Economia 43 (3).
- \_\_\_\_\_ (1988) "Estabilización de precios y políticas de ingresos: teoria y estudio de caso del Brasil" em M. Bruno *et alii* (eds.) Inflación y Estabilización: la experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México Mexico: Fondo de Cultura.
- \_\_\_\_\_ (1986) "Rational Expectations, Incomes Policies and Game Theory" Revista de Econometria 6(2).
- \_\_\_\_\_ (1985) "A Inflação Brasileira, Lições e Perspectivas" Revista de Economia Política 5 Dezembro.

- \_\_\_\_\_ & R. Dornbush (1987) "Estabilização da inflação com o apoio de políticas de rendas: um exame da experiência na Argentina, Brasil e Israel" Revista Brasileira de Economia 41(1) Março.
- \_\_\_\_\_ & A. Jefferson (1994) "O expurgo do resíduo inflacionário" mimeo, 1994.
- D. Soskice (1990) "Wage determination: the changing role of institutions in advanced countries" Oxford Review of Economic Policy 6(4) winter.
- W. P. A. Souza (1983) "A correção monetária e o contrato" em G. Ulhoa Canto & I. G. S. Martins (eds.) A correção monetária no direito brasileiro São Paulo: Saraiva.
- G. Stigler (1961) "The Economics of Information" Journal of Political Economy 69(3).
- L. C. Sturzenegger (1994) "A propósito da polêmica em torno do Artigo 38 da Lei no. 8.880/94" Brasília, Banco Central do Brasil, Mimeo.
- V. Tanzi (1989) "Fiscal policy and economic restructuring in Latin America" Mimeo.
- \_\_\_\_\_ (1978) "Inflation, real tax revenue, and the case for inflationary finance: theory with an application to Argentina" IMF Staff Papers 25 (3) setembro.
- \_\_\_\_\_ et al. (1987) "Inflation and the measurement of fiscal deficits" IMF Staff Papers 34 (4) dezembro.
- E. Tarantelli (1983) "The Regulation of Inflation in Western Economies and the Degree of Neocorporatism" Economia Maio.  
The Economist, diversos números.
- The World Bank (1994) "Brazil: an agenda for stabilization" Report no. 13168-BR, Washington.
- \_\_\_\_\_ World Development Report, vários números.
- J. Tobin (1981) "Diagnosing Inflation: a taxonomy" em M. J. Flanders & A. Razin (eds.) Development in an Inflationary World New York: Academic Press.
- M. Tuillo (1989) "Deficit Fiscal, Inflación, Crecimiento y Política de Gasto Público en el Peru, 1968-88" Universidade Católica Documento de Trabajo nº 86, June.

- G. Ulhoa Canto (1983) "A correção monetária e o poder liberatório do cruzeiro" em G. Ulhoa Canto & I. G. S. Martins (eds.) A correção monetária no direito brasileiro São Paulo: Saraiva.
- J. V. Van Sickle (1931) Direct Taxation in Austria Cambridge: Harvard University Press.
- S. Van Wijnbergen (1984) "The Dutch Disease: a disease after all ?" The Economic Journal 94 (373), março.
- A. Wald (1983) "A evolução da correção monetária na 'era da incerteza' " em G. Ulhoa Canto & I. G. S. Martins (eds.) A correção monetária no direito brasileiro São Paulo: Saraiva.
- M. Wallace (1983-84) "Economic Stabilization as a Public Good: What Does it Mean" Journal of Post Keynesian Economics 6 Winter.
- M. L. Watcher & O. E. Williamson (1978) "Obligational Markets and the Mechanics of Inflation" Bell Journal of Economics 9.
- Y. Weiss (1993) "Inflation and price adjustment: a survey of findings of micro-data" em E. Sheshinski & Y. Weiss (eds.) Optimal pricing, inflation and the cost of price adjustment Cambridge: MIT Press.
- L. H. White (1989) Competition and Currency: essays on free banking and money New York: New York University Press.
- O. E. Williamson (1975) Markets and Hierarquies: analysis and anti-trust implications The Free Press.
- J. Williamson (1988) Capital Flight: the problem and policy responses Washington: Institute of International Economics
- J. W. Wilkie (ed.)(1983) Statistical Abstract of Latin America 22 Los Angeles.