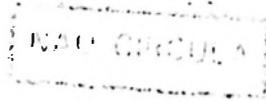


"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail bibfea@usp.br para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

T328.931
G934p
v.8

Universidade de São Paulo
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Economia



a 31

O PLANO REAL E A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL SOBRE POLÍTICAS DE ESTABILIZAÇÃO

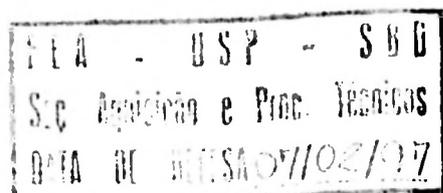
VOLUME II

WAGNER THOMAZ DE AQUINO GUERRA JÚNIOR

Tese Apresentada à Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade (FEA-USP), para a
obtenção do título de Doutor em Economia.

Orientador: Professor Maurício Barata de Paula Pinto

São Paulo
Junho de 1996



115/126

Guerra Júnior, Wagner Thomaz de Aquino
O Plano Real e a Experiência Internacional sobre
Políticas de Estabilização / Wagner Thomaz de
Aquino Guerra Júnior. São Paulo, 1996.

2 volumes: Volume I (291)p. Volume II (371)p.

Total: (662)p.

Tese - Doutorado - Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade da USP.

Orientador: Maurício Barata de Paula Pinto

1. Brasil - Política Econômica 2. Estabilização
Econômica 3. Estabilização Econômica - Brasil
4. Inflação e Deflação - Brasil I. Título.

CDD 338.981 - 339.5

T338.981 G934p v.2 e.2

T75440



20600019101



Powered by RILiProStar - www.tgprocess.com.br

SUMÁRIO DO SEGUNDO VOLUME

CONTEÚDO DO VOLUME I

p.

Lista de Tabelas do Volume I	xix
Lista de Quadros do Volume I	xxii
Resumo	xxiii
Abstract	xxiv
INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1: AS POLÍTICAS DE ESTABILIZAÇÃO NOS CASOS DE ALTA INFLAÇÃO	5
1.1. OS PROCESSOS INFLACIONÁRIOS EM GERAL	6
1.1.1. As Inflações Moderadas	7
1.1.2. A Persistência Inflacionária nos Casos de Inflação Crônica.....	10
1.1.3. Aceleração Inflacionária nos Anos 80: Da Inflação Crônica à Inflação Extrema.....	12
1.2. OS PROCESSOS HIPERINFLACIONÁRIOS E SEUS FINAIS	18
1.2.1. A Origem e o Desenvolvimento dos Processos Hiperinflacionários	18
1.2.2. O Final das Hiperinflações.....	22
1.2.3. Os Custos das Hiperestabilizações	27
1.2.4. Política Monetária e Estabilização	28
1.2.5. As Mudanças de Regime e a Noção de Credibilidade	30

1.3. PROCESSOS INFLACIONÁRIOS CRÔNICOS E A INFLAÇÃO EXTREMA	33
1.3.1. A Definição e a Dinâmica das Inflações Altas	33
1.3.2. Aspectos de Economia Política e Distribuição Ligados às Inflações Altas.....	42
1.3.2.1. Por que as Estabilizações São Postergadas ?	42
1.3.2.2. Efeitos Distributivos da Inflação e das Políticas Convencionais	46
1.4. A INFLAÇÃO COMO FENÔMENO FISCAL E O SOBREENDIVIDAMENTO	49
1.4.1. A Inflação como Fenômeno Fiscal	49
1.4.2. O Sobreendividamento	51
1.5. A DINÂMICA DA ECONOMIA COM UMA ÂNCORA CAMBIAL OU MONETÁRIA	56
1.5.1. Introdução.....	57
1.5.2. A Dinâmica da Economia com uma Âncora Cambial ou Monetária	59
1.5.3. Hipóteses Explicativas para as Trajetórias sob uma Âncora Cambial ou Monetária.....	63
1.5.4. Âncoras Nominais Clássicas e a Estabilização: Principais Resultados e Fatos Estilizados.....	70
1.5.4.1 Âncora Cambial	70
1.5.4.2 Âncora Monetária	74

1.6. COORDENAÇÃO DE EXPECTATIVAS E AS POLÍTICAS HETERODOXAS	77
1.6.1. A Origem e a Lógica dos Mecanismos de Coordenação de Expectativas	78
1.6.1.1. Inflação Inercial e a Origem dos Mecanismos de Coordenação de Expectativas	78
1.6.1.2. Os Problemas de Coordenação na Transição para a Estabilidade e a Lógica das Políticas de Rendas	82
1.6.2. As Opções em Termos de Políticas Heterodoxas	85
1.6.2.1. Pactos Sociais e Controles Diretos sobre Preços e Salários	85
1.6.2.2. As Políticas de Incentivo Tributário e Sincronização Salarial	89
1.6.2.3. As Moedas Indexadas ou Moedas de Valor Constante.....	91
1.6.3. O Enfoque de Âncoras Múltiplas	100
1.6.4. Alguns Efeitos dos Programas Heterodoxos e a Dinâmica de Preços Relativos.....	106
1.7 ALGUMAS LIÇÕES A PARTIR DA EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL.....	111
1.7.1. Lições para o Combate às Inflações Extremas	111
1.7.2. Aspectos Gerais e Finais sobre as Âncoras Nominais	116
CAPÍTULO 2. ALGUMAS EXPERIÊNCIAS E LIÇÕES DE OUTROS	
PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO	125
2.1. QUESTÕES DE TAXIONOMIA E CRITÉRIOS DE ESCOLHA.....	126
2.2. O PROGRAMA BOLIVIANO DE 1985	130
2.2.1. Antecedentes e Aspectos da Dinâmica Hiperinflacionária	131
2.2.2. O Programa de Estabilização e os Resultados Iniciais	135
2.2.3. Consolidação do Plano, Custos e Aspectos Estruturais.....	137

2.3. A EXPERIÊNCIA DE ESTABILIZAÇÃO EM ISRAEL: 1985	142
2.3.1. Antecedentes ao Programa de Estabilização Israelense	142
2.3.2. A Estrutura do Plano de Julho de 1985.....	143
2.3.3. Resultados e Desdobramentos Principais do Plano Israelense	148
2.3.4. As Políticas Monetária e Creditícia e o Ajuste Estrutural.....	154
2.3.5. A Política Cambial e a Consolidação da Estabilidade de Preços	157
2.4. ESTABILIZAÇÃO NO BRASIL PÓS-1964: A EXPERIÊNCIA DO PAEG	161
2.4.1. Antecedentes e Diagnóstico do Plano de Estabilização.....	161
2.4.2. A Estrutura do Básica do Programa	167
2.4.3. A Gestão e os Resultados Principais	170
2.4.4. Interpretações sobre a Estrutura e o Sucesso do Programa.....	172
2.5. O PROGRAMA MEXICANO DE 1987	180
2.5.1. Os Antecedentes do Plano de Estabilização	180
2.5.2. O Pacto de Estabilização de 1987 e os Resultados Iniciais	183
2.5.3. A Flexibilização dos Preços Relativos e os Desafios Estruturais	191
2.5.4. A Convergência para a Estabilidade e os Dilemas da Ancoragem Cambial	198
2.6. A EXPERIÊNCIA DE ESTABILIZAÇÃO NO CHILE, 1975-1988	208
2.6.1. Âncora Monetária e Ajuste Fiscal: 1973-1976.....	208
2.6.2. Ancoragem Cambial Gradualista: 1978-1982.....	212
2.6.3. A Experiência após 1984: Combate Paulatino à Inflação com Sustentabilidade Externa e Crescimento.....	215

2.7. COMBATE À INFLAÇÃO NA ARGENTINA: O FINAL DOS ANOS	
SETENTA E O PLANO DE CONVERTIBILIDADE DE 1991	220
2.7.1. A Fase Monetarista: 1976-1978	220
2.7.2. A Experiência com a “Tablita”, 1978-1982: Antecedentes, Estrutura e Resultados.....	223
2.7.3. O Final dos Anos Oitenta e os Antecedentes do Plano de Convertibilidade.....	224
2.7.4. O Programa de 1991 e Sua Lógica	228
2.7.5. A Convergência para a Estabilidade e os Desafios para a Sustentabilidade Externa.....	237
2.8. UMA PERSPECTIVA A PARTIR DAS EXPERIÊNCIAS EXAMINADAS	245
2.8.1. A Natureza Geral dos Processos e das Terapias.....	247
2.8.2. A Complexa Questão da Ancoragem Nominal	255
2.8.3. Coordenação de Expectativas, Política Fiscal e Reformas Estruturais.....	262
BIBLIOGRAFIA PARA CONSULTA	270

SUMÁRIO DO SEGUNDO VOLUME

CONTEÚDO DO VOLUME II

Lista de Tabelas do Volume II.....xiv

Lista de Gráficos do Volume II.....xvi

CAPÍTULO 3. AS POLÍTICAS ECONÔMICAS NO PLANO REAL E SEUS

ANTECEDENTES.....292

3.1. OS LIMITES DA POLÍTICA MONETÁRIA NA FASE

ANTECEDENTE.....293

3.1.1. A Política Econômica no Contexto Gradualista293

3.1.2. A Natureza e os Condicionantes da

Política de Juros Elevados297

3.1.3. A Atuação do BC num Contexto de Política Monetária Defensiva302

3.1.4. Implicações de um Regime de Política Econômica

Hiperinflacionário.....307

3.2. OS DILEMAS NA CONDUÇÃO DAS POLÍTICAS CAMBIAL

E MONETÁRIA SOB MOBILIDADE DE CAPITAIS.....311

3.2.1. A Retomada dos Fluxos de Capitais para a América Latina311

3.2.2. Alternativas Principais para a Política Econômica.....320

3.2.3. A Política Econômica e a Resposta aos Fluxos de Capitais330

3.2.4. O Caso Brasileiro: Considerações Gerais333

3.3. O PLANO REAL: GESTÃO E RESULTADOS PRINCIPAIS.....	338
3.3.1. A Estrutura do PAI e do Plano Real	339
3.3.2. Gestão Conjuntural e Resultados do Plano Real	344
3.3.3. Alguns Esforços para a Consolidação dos Resultados do Real.....	369
3.4. A POLÍTICA CAMBIAL NO PLANO REAL	374
3.4.1. Aspectos Teóricos da Determinação da Taxa Cambial em Economias Abertas.....	374
3.4.1.1. A Colocação do Problema.....	374
3.4.1.2. A Determinação das Taxas de Câmbio e Juros em uma Economia Aberta com Mobilidade de Capitais	376
3.4.1.3. Um Exercício Envolvendo a Suposição de um Choque Monetário Expansionista.....	378
3.4.2. A Política Cambial do Plano Real e o Ingresso de Capitais Externos.....	381
3.4.2.1. Câmbio Flexível e Capitais Estrangeiros nos Anos 90.....	381
3.4.2.2. A Recolocação do Dilema dos Capitais Estrangeiros no Plano Real	386
3.4.3. A Política Cambial do Real: Vantagens e Desvantagens	389
3.4.3.1. A Abordagem Agressiva com Apreciação Nominal do Real	389
3.4.3.2. A Sistemática de Bandas Cambiais e os Limites da Atual Política Cambial	398
3.4.3.3. Ancoragem Flexível e Convergência Inflacionária.....	404

3.5. AS POLÍTICAS MONETÁRIA E CREDITÍCIA	
DO PROGRAMA	410
3.5.1. As Metas Quantitativas Iniciais e o Seu Papel	410
3.5.2. O Arrocho Monetário e Creditício e Seus Limites	415
3.5.3. A Base Monetária Ampliada: Sinalização do Novo Regime ?	420
3.5.4. Uma Apreciação Crítica da Programação Monetária no Plano Real	425
3.5.5. A Natureza e as Limitações da Política Monetária no Plano Real	431
3.5.6. Uma Agenda para a Retomada da Política Monetária	441
3.6. CREDIBILIDADE, AJUSTES MACROECONÔMICOS E PREÇOS RELATIVOS NO PLANO REAL.....	447
3.6.1. A Política Econômica no Plano Real: Os Esforços para Manter Reputação e Construir Credibilidade	447
3.6.2. A Lógica do Ajuste Macroeconômico no Plano Real	455
3.6.3. A Dinâmica de Preços Relativos e o Ajuste Estrutural	459
3.6.3.1. Preços Relativos num Modelo Macroeconômico de Dois Setores	462
3.6.3.2. Relação Câmbio-Salário e Ajuste Estrutural no Plano Real	464
3.6.4. O Horizonte para a Consolidação do Real	470

ANEXO A. UM RESUMO DA LEGISLAÇÃO CAMBIAL**NOS ANOS 90..... 476****ANEXO B. PRINCIPAIS NORMATIVOS DO PLANO DE AÇÃO****IMEDIATA (PAI) E DO PLANO REAL..... 516****ANEXO C. PLANO REAL: QUADROS ESTATÍSTICOS GERAIS 565****CAPÍTULO 4. CONSIDERAÇÕES FINAIS: O PLANO REAL E A****EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL 623****4.1. A Estrutura Flexível do Plano Real 624****4.2. As Políticas Econômicas no Plano Real e seus Dilemas 628****4.3. As Bases Teóricas e sua Relação com a Estrutura do
Programa 632****4.4 A Estabilização como um processo: A Perspectiva
do Plano Real 635****BIBLIOGRAFIA 641**

LISTA DE TABELAS DO VOLUME II

Tabela 46.	Evolução dos Grupos Específicos no INPC/IPC-r: 1994	345
Tabela 47.	Variação Real dos Preços de Frutas, Verduras e Legumes ..	346
Tabela 48.	Variação Real dos Preços do Feijão Empacotado	348
Tabela 49.	Variação dos Preços da Carne Bovina	349
Tabela 50.	Faturamento Real do Comércio, FCESP	350
Tabela 51.	Capacidade Utilizada na Indústria, FIESP (%)	351
Tabela 52.	Utilização da Capacidade Produtiva, FIESP (%)	352
Tabela 53.	Utilização da Capacidade Produtiva, FGV	353
Tabela 54.	Principais Fatores de Aumento nos Custos das Empresas, Respostas Múltiplas: 2º Semestre 1994	355
Tabela 55.	Evolução dos Salários em Reais, 1994	356
Tabela 56.	Consultas ao SPC e Telecheque - ACSP	357
Tabela 57.	Títulos Protestados em São Paulo	358
Tabela 58.	Projeções de Inflação Para Janeiro/95 (%)	359
Tabela 59.	Projeções de Inflação para Dezembro/94 (%)	360
Tabela 60.	Projeções de Inflação para Janeiro/95 (%)	361
Tabela 61.	Acordo Automobilístico: Efeitos Fiscais	362
Tabela 62.	Importações de Bens de Consumo Duráveis, 2º Semestre de 1994	364
Tabela 63.	Evolução dos Preços no Atacado (Oferta Global) em Diferentes Planos de Estabilização	365
Tabela 64.	Projeções de Índices de Preços, 1º Trimestre 1995 (%)	366
Tabela 65.	Utilização da Capacidade Instalada: Pico Prévio x Real (%) ..	367
Tabela 66.	Capacidade Utilizada na Indústria: Cruzado x Real (%)	368
Tabela 67.	Comportamento da Inflação (IPC-FIPE) após os Planos	370

Tabela 68.	Salário Real e Indicadores de Competitividade para o Brasil: 1993-1995.....	460
Tabela 69.	Índice de Produto Físico por Trabalhador na Indústria de Transformação.....	467
Tabela 70.	Taxas de Crescimento do Produto Físico por Trabalhador na Indústria Brasileira: Setores Selecionados, 1991-1995	469

LISTA DE GRÁFICOS DO VOLUME II

Gráfico 1.	Salário Médio Real	461
Gráfico 2.	Relação Câmbio / Salário	461
Gráfico 3.	Taxa de Câmbio Real	461
Gráfico 4.	Produto Físico por Trabalhador na Indústria de Transformação.....	467

CAPÍTULO 3. AS POLÍTICAS ECONÔMICAS NO PLANO REAL E SEUS ANTECEDENTES

Fazemos neste capítulo uma discussão geral sobre os resultados e as políticas econômicas implementadas no Plano Real, com ênfase nas políticas monetária, creditícia e cambial. Nosso intuito principal é estabelecer parâmetros para análise do programa à luz dos eixos erigidos nos dois capítulos anteriores.

Desta forma, no item 3.1 fazemos uma apreciação da natureza e dos limites da política monetária implementada na fase que antecede a aplicação da terceira etapa do Plano Real, iniciada em julho/1994, cuja marca principal é a prática de taxas de juros reais elevadas. Procuramos discutir o contexto em que esta opção foi adotada, sugerindo que sua natureza não foi substancialmente modificada no primeiro ano do programa de estabilização, o que parece ter condicionado os resultados do mesmo.

Por outro lado, a condução da política cambial na fase antecedente ao Plano Real também é importante para o entendimento dos desdobramentos e limites das políticas econômicas adotadas, sendo objeto de estudo no item 3.2. Para contextualizar o exame da política cambial, apresentamos uma discussão do clássico dilema que se coloca para as autoridades num ambiente de mobilidade de capitais externos, especialmente se é necessário sustentar a taxa de câmbio nominal e real na presença de um diferencial significativo entre as taxas de juros internas e externas¹.

No item 3.3. fazemos uma descrição das fases, detalhamos a gestão e apresentamos os resultados do Plano Real. Esta abordagem deve nos fornecer uma visão panorâmica da trajetória do programa até junho de 1995, subsidiando

a análise das políticas econômicas e a formulação de nossas conclusões a partir da contraposição dos diversos eixos analíticos perseguidos anteriormente. Alguns dos aspectos principais serão retomados no capítulo 4, a título de considerações finais.

Por fim, os itens 3.4 e 3.5. apresentam uma análise crítica, respectivamente, das políticas cambial e monetária. São discutidos não só aspectos teóricos gerais, que condicionam a aplicação e a eficácia das mesmas, como também elementos específicos da realidade do País durante o programa. Concluimos o capítulo com uma avaliação das políticas econômicas adotadas, salientando a natureza da fase de ajuste estrutural pela qual passa atualmente o Plano Real.

3.1. OS LIMITES DA POLÍTICA MONETÁRIA NA FASE ANTECEDENTE

3.1.1. A Política Econômica no Contexto Gradualista

Procuramos discutir nesta seção o papel e os limites da política monetária praticada pelo BCB na fase que precede o Plano Real. A abordagem aqui apresentada é uma revisão de HAYASHI & GUERRA JÚNIOR(1993).

A nosso ver, as principais características desta política eram: a) taxas de juros reais elevadas, pelo menos em termos "ex-ante"; b) busca da estabilidade do custo do dinheiro, através da prática operacional de venda (compra) com compromisso de recompra (revenda) de títulos públicos federais no mercado aberto; c) estabilidade no diferencial (positivo) entre juros internos e correção

¹ Detalhes sobre as medidas administrativas adotadas, encontram-se no Anexo A.

cambial, mantendo o incentivo à arbitragem financeira na captação de recursos externos.

Outro traço marcante era a indexação nas aplicações financeiras desenvolvida gradualmente como parte das adaptações institucionais para manter a utilização da moeda nacional no sistema econômico, tanto nas funções de unidade de conta, como de reserva de valor. Alguns autores associam esta postura da autoridade monetária à cultura da “moeda indexada”². Este regime evitava a dolarização da riqueza financeira³, ao mesmo tempo que mantinha o sistema produtivo sob uma situação de aparente normalidade, apesar da inflação alta e crescente.

Após o fracasso dos Planos Collor I e II, a política econômica dedicou-se à recuperação de uma agenda gradualista, onde as preocupações principais eram: i) realizar o financiamento da dívida pública apesar do bloqueio e do confisco de capital implementados em 1990; ii) manter um nível de reservas suficiente para evitar uma aceleração inflacionária final, que conduzisse à hiperinflação.

Como a devolução dos cruzados novos ocorria na ausência de superávits fiscais adequados, procurou-se capturar a poupança financeira através de uma rentabilidade real atrativa na colocação de títulos públicos. Ademais, as reservas internacionais estavam praticamente esgotadas no segundo semestre de 1991, o que tinha gerado um clima de desconfiança em relação à política econômica.

² É difícil encontrar uma definição rigorosa para este termo. No entanto, devemos entendê-lo como referindo-se às práticas de convivência e incentivo à manutenção das aplicações financeiras junto ao sistema bancário brasileiro, geralmente com remuneração atrativa e elevada liquidez.

³ Segundo LATIF(1995b), esta sistemática de proteção à riqueza financeira parece ter surgido, ainda nos anos 70, como um expediente para manter a estabilidade do Sistema Financeiro Nacional. Porém, com o aumento da participação dos papéis públicos nas carteiras privadas, bem como com a instabilização paulatina do regime fiscal, esta prática passou a ser uma resposta à incapacidade de realizar uma reforma fiscal ampla, de modo a reduzir a demanda governamental no mercado de fundos.

Assim, parecia fundamental acumular reservas internacionais, não só para banir o fantasma da hiperinflação, como também para fazer frente ao acordo da dívida externa.

A estabilidade na condução das políticas voltadas para a determinação das taxas de juros e de câmbio facilitaram a retomada dos fluxos de recursos externos, permitindo uma recuperação relativamente rápida nas reservas internacionais, em função de um cenário internacional bem mais favorável que o do final da década de 80 (veja item 3.2.1. adiante).

Paralelamente, a gestão Marcílio procurava transmitir uma sensação de continuidade e controle, ou seja, havia uma intenção de não gerar mudanças bruscas nas expectativas do setor privado. Tal postura era considerada salutar não só para a renegociação da dívida externa, mas também, supostamente, para a redução paulatina ou estabilização dos patamares inflacionários.

PASTORE(1995 a e b) faz uma crítica bem elaborada à política de juros elevados, argumentando que sua aplicação não era capaz de reduzir a demanda agregada, exceto por efeitos localizados e temporários sobre o nível de estoques da economia⁴. Daí, deriva este autor, tal instrumento seria ineficaz na redução da inflação. Pastore atribui à gestão Marcílio a iniciativa de utilizar a política monetária com esta finalidade, embora não cite nenhum trabalho ou discurso onde isto estivesse claramente corroborado. Em seu entendimento, a acumulação de reservas internacionais era apenas uma consequência da manutenção de uma política totalmente ineficaz e irracional !

⁴ Segundo este autor, estes efeitos teriam sido responsáveis pela retração da produção industrial e das vendas verificadas no final de 1991 e início de 1992.

A nosso juízo, dois fatores escapam a Pastore: i) a acumulação de reservas, pelo menos até o primeiro trimestre de 1992, estava longe de ser um efeito lateral; ii) a queda da inflação verificada no primeiro semestre de 1992 resultou de uma queda sazonal dos preços agrícolas, não representando sucesso de uma suposta política “neogradualista”⁵ do Ministro Marcílio. Assim, embora o governo estivesse empenhado em negar a utilização de choques ou medidas intervencionistas em geral, tampouco é possível dizer que houvesse uma crença, por parte das autoridades ou dos agentes econômicos, na tese de que uma inflação de 20% mensais poderia ser atacada gradualmente.

Com o início da Administração Itamar Franco, ao final de 1992, o BCB procurou conduzir as taxas de juros reais numa trajetória de ligeira acomodação. No entanto, a liberação nas políticas monetária e fiscal gerou consequências no lado real da economia, como a continuidade na onda de elevação na demanda agregada e no nível de atividade, inclusive reforçada pela recuperação no salário real observada desde meados de 1992. Tais movimentos parecem ter afetado desfavoravelmente a formação das expectativas inflacionárias e a trajetória da taxa de inflação.

Em função disto, as taxas de juros voltaram a se elevar a partir de agosto de 1993, aparentemente com o objetivo de conter movimentos especulativos e evitar exageros na formação das expectativas inflacionárias, pois a gestão Fernando Henrique Cardoso (desde maio/93) já percebera os potenciais riscos do descontrole inflacionário.

⁵ Esta leitura está baseada em FRANCO(1993 a e b), onde o termo “neogradualismo” é definido.

3.1.2. A Natureza e os Condicionantes da Política de Juros Elevados

Do ponto de vista fiscal, as taxas de juros aparecem como preço pelo qual os agentes cedem parte de sua poupança financeira para o financiamento dos déficits do setor público. Por outro lado, representam um custo para o Tesouro, envolvendo o repasse de parte da receita tributária, obtida junto a toda a sociedade, para os rentistas. Neste sentido, a questão dos juros sempre assume uma dimensão social e política relevante.

Diante da fragilidade financeira do governo brasileiro, a manipulação das regras de indexação, a imposição de calotes, confiscos, feriados bancários, ou ainda a cumplicidade com a aceleração inflacionária, eram percebidos pelo setor privado como expedientes paliativos para acomodar o descompasso entre receitas e gastos públicos, através da flexibilização do lado do financiamento.

A percepção por parte dos agentes econômicos quanto à virtual incapacidade política do governo para alterar despesas e impostos ordinários os levaria a pedir “prêmios de risco” mais polpudos, dificultando a rolagem da dívida pública. Este quadro, onde uma elevada remuneração nominal ex-ante, acaba se traduzindo em taxas reais negativas ou nulas, parece condizente com a experiência brasileira no período 1987-91.

Assim, a política de juros elevados enfrentava limites políticos, mas sua existência parecia ser uma resposta ao quadro de fragilidade fiscal e financeira reinante. Ademais, a distinção conceitual entre moeda indexada e poupança financeira poderia influenciar a percepção sobre o nível e trajetória das taxas de juros, gerando impactos importantes a nível macroeconômico.

Nas aplicações de alta liquidez, constituídas basicamente por sobras de caixa, a demanda tende a ser inelástica à remuneração, ou seja, a verificação de rendimentos reais nulos ou negativos não deve acarretar fuga substancial ou imediata de recursos.

Por outro lado, as aplicações que podemos relacionar com poupança financeira, formadas a título de reserva de contingência ou para aquisição de bens duráveis de maior valor, ou mesmo para formação de patrimônio com vistas à idade inativa, demandam uma perspectiva de lucratividade real acima da inflação, sem a qual podem ser desviados para mercados e aplicações especulativas.

A tentativa de derrubar as taxas de juros nominais, dependendo do comportamento da taxa de inflação esperada, pode sinalizar na direção de uma taxa real “ex-ante” próxima de zero ou negativa. Na presença de altas taxas de inflação, uma elevada dispersão das taxas setoriais de variação de preços em torno da média pode representar rentabilidade negativa para certos segmentos, detonando movimentações mais intensas de recursos entre setores.

Neste sentido, os poupadores podem antecipar compras na perspectiva de que a remuneração financeira esperada seja incapaz de cobrir a variação prospectiva do preço dos bens sob mira. Adicionalmente, os empresários, tal como os poupadores em relação às reservas de contingência, podem aplicar recursos nos mercados de risco e reter ativos na expectativa de realizar ganhos de curto prazo, o que pode ter impactos desarticuladores sobre o sistema financeiro, sobre a rolagem da dívida pública e sobre a formação de expectativas inflacionárias, como veremos a seguir.

É lícito imaginar que alguma antecipação de consumo e/ou retenção especulativa da oferta, bem como a valorização dos preços de ativos de risco e bens duráveis, pode ter desdobramentos inflacionários não desprezíveis. O aumento do preço de demanda destes bens, vis-à-vis seu custo de reprodução, tende a aumentar o investimento privado, ao mesmo tempo que a valorização dos ativos pode ser interpretada como antecipação de uma inflação mais alta no futuro, ou de falta de controle governamental sobre as expectativas inflacionárias.

A nosso ver, sob um ambiente marcado pelo comportamento especulativo e defensivo dos agentes econômicos, as expectativas de inflação podem ser influenciadas pela relação entre alocação de portfólio e demanda agregada, o que condiciona a discussão dos eventuais impactos inflacionários.

Imaginemos a resposta dos empresários ao aumento de demanda, resultante de uma hipotética redução das taxas reais de juros. Os produtores, primeiramente, tendem a reagir elevando a produção e o emprego. Posteriormente, a antecipação dos rebatimentos intersetoriais das tendências altistas ao nível de formação de preços e salários, ou ainda pela percepção de uma deterioração na situação fiscal e monetária, levarão as expectativas de inflação no médio prazo para cima.

Ora, o que julgavam elevação real de preços era indicador de um deslocamento da inflação, e, para a mesma escala de taxas nominais, a taxa real de juros esperada reduz-se ainda mais. Isto reforça o ciclo, já que reduz-se o custo de oportunidade da retenção de estoques em antecipação à elevação de preços, tornando-se mais interessante para os consumidores não só antecipar consumo, como liquidar aplicações financeiras e tomar crédito.

Em suma, este movimento recorrente pode resultar numa expansão inicial dos agregados monetários de maior liquidez, na fuga das aplicações financeiras, na escassez de crédito, numa retomada da atividade produtiva de fôlego curto e num perfil altista para as expectativas de inflação, com grandes chances de vir acompanhada, embora com alguma defasagem, de salários reais reduzidos pela aceleração inflacionária. Importa salientar que o comportamento defensivo de produtores e consumidores, detonado com a antecipação do quadro acima, acaba aumentando a probabilidade de que ele se efetive.

Na direção oposta, a ocorrência de taxas reais de juros muito elevadas, como as observadas em alguns meses do final de 1991 até o primeiro trimestre de 1992, poderia suscitar diversos efeitos negativos⁶, como aqueles ligados ao ajuste na taxa de lucro do setor produtivo da economia. Tal ajustamento poderia realizar-se através: do sucateamento e da redução do valor presente do estoque de capital; pela elevação dos lucros operacionais, seja via corte de custos ou expansão de vendas; pela busca de retornos não operacionais, inclusive com o concurso das aplicações financeiras; pela redução do estoque de capital desejado e dos investimentos programados, bem como pela maior utilização do estoque de capital existente.

Naturalmente, tais ajustes acabariam por estimular um ambiente recessivo, concentrador de renda e de propriedade, via de regra, marcado por: redução do nível de utilização da capacidade instalada; elevação das margens de lucro nos setores oligopolizados; aumento do desemprego e do subemprego e/ou pela informalização das atividades econômicas. É razoável considerar que

⁶ Uma abordagem clara e rica dos efeitos negativos de uma taxa de juros real persistentemente elevada encontra-se em ARIDA, Pérsio. & RESENDE, André Lara. [1985].

este processo recessivo tenha efeitos deletérios também sobre a arrecadação tributária.

Apesar dos efeitos negativos, é possível sustentar que, diante do grau de incerteza e de instabilidade macroeconômica reinantes entre 1991 e 1994, a redução dos juros reais “ex-ante” viria agravar o quadro inflacionário, em virtude inclusive da realocação de portfólios acima discutida.

A análise muito interessante e rica feita em MESSENBURG(1994a) permite reforçar esta percepção. Um dos objetivos de seu trabalho é explicar as interações entre a política econômica e a aceleração inflacionária logo após cada um dos planos de estabilização fracassados. O trabalho mostra formalmente que uma deterioração fiscal pode, através de rebatimentos sobre a dinâmica inflacionária e sobre a alocação de portfólios, levar a uma trajetória hiperinflacionária.

Ainda segundo aquela abordagem, um aumento na taxa de juros real, cujo nível tende a ser função do tamanho da dívida pública, bem como a manutenção da estabilidade cambial, parecem ser as alternativas principais para manter o controle (estabilidade) do preço dos ativos reais e do custo de reposição (ou de uso, segundo Keynes) dos insumos importados, evitando-se assim o agravamento do processo inflacionário⁷.

Recessão e Taxa de Juros: O Brasil nos Primórdios da Década de 1980. Revista de Economia Política, 5(1), jan./mar. 1985.

⁷ Deve-se reconhecer que os eventuais impactos negativos da política monetária restritiva sobre a oferta agregada neutralizam em parte os potenciais efeitos favoráveis sobre a inflação.

3.1.3. A Atuação do BCB num Contexto de Política Monetária Defensiva⁸

A política seguida pelo BCB, privilegiando a fixação da taxa básica de juros no mercado secundário de títulos públicos federais, sanciona um sofisticado sistema que evita a dolarização das transações e da riqueza, pois fornece um substituto monetário com atributo de rentabilidade e liquidez. Assim, apesar de haver uma lógica defensiva que justifica as políticas monetária e cambial praticada, sua aplicação apenas evitava a hiperinflação aberta, sendo pouco eficaz para deter a aceleração inflacionária no médio prazo, como veremos adiante.

Em face da desmonetização paulatina mas firme em termos de agregados monetários restritos, como a base monetária e o M1, os impactos dos influxos de capitais externos sobre a liquidez da economia eram relativamente elevados, dificultando o manejo da política monetária. Adicionalmente, como a conta-única do Tesouro Nacional figura no passivo do BCB, variações nos fluxos de gastos e receitas do governo federal repercutem também no processo de criação de moeda primária na economia.

A atuação da autoridade monetária, no contexto de um mercado de reservas bancárias pressionado por fluxos relativamente elevados, ligados ao setor externo ou ao tesouro nacional, resulta em colocações (resgates) líquidas (líquidos) de títulos junto ao sistema de modo a manter a estabilidade nas taxas de juros nominais básicas. Ou seja, o BCB realiza vendas com recompra, ou compras com revenda, de títulos públicos federais, de modo a calibrar a liquidez do mercado, evitando flutuações desnecessárias nas taxas de juros. Neste

⁸Referências interessantes no tratamento deste tópico, e que subsidiam nossas reflexões a

sentido, é como se a instituição operasse no mercado aberto fixando uma "banda" estreita para variação do custo do dinheiro na economia.

Caso as operações ativas da autoridade monetária injetem moeda primária em quantidade maior que a requerida naquele momento, a taxa de juros tenderia a cair, o que levaria a autoridade monetária a vender papéis de alta liquidez, eliminando a situação potencial qualificada de "undersold"⁹.

Por outro lado, quando os impactos predominantes sobre a liquidez são contracionistas, o custo das reservas do sistema é puxado para o alto, apenas até o limite aceito pelo BCB. Neste ponto, caracterizada a carência de liquidez, a mesa de mercado aberto entraria comprando títulos e injetando moeda primária, tendendo a diminuir o nível potencial de "oversold"¹⁰ da autoridade monetária.

Após as transações normais de cada dia, a mesa de mercado aberto ainda ofereceria uma oportunidade final para que o agente financeiro que ainda apresentem faltas (ou excessos) possam demandar (vender) reservas (livres) com taxas de juros não punitivas, ou seja, com spreads reduzidos em relação às taxas médias do dia, praticamente eliminando o risco de iliquidez (liquidez sobrança) da instituição, bem como a necessidade de que a mesma recorra à assistência financeira de liquidez caso necessário. Este procedimento é conhecido como "zerada automática"¹¹.

seguir, incluem: GARCIA & CARNEIRO(1993), MARTONE(1993a), CARNEIRO(1994) e GARCIA(1994 a e b).

⁹ Diz-se da situação na qual o BC está "subvendido" (comprado) em títulos, enquanto o mercado estaria vendido, ou seja, possuiria reservas livres para aplicações ativas adicionais.

¹⁰ Situação representada pela posição de "sobrevendido" por parte do BC, enquanto o mercado estaria comprado, ou seja, carregando um volume de títulos superior à capacidade de financiamento do sistema àquela taxa de juros.

¹¹ Cabe alertar que a "zerada" é uma prática operacional de importância tópica, não se confundindo com a "zeragem automática", termo que se refere à sistemática operacional global de atuação da autoridade monetária no mercado aberto. Em palestra publicada em CYSNE(1995c), A C Pastore define a "zeragem automática" como: "... [prática] de garantir a

Como seria formada esta banda de taxas de juros e porque não fazê-la larga, de modo a enfatizar o controle monetário ? Na verdade, operando com uma faixa tolerável de taxas mais ampla, o BCB permitiria que os fluxos afetassem o custo das reservas com alguma intensidade, aumentando a variabilidade das taxas de juros básicas da economia, ou seja, incrementando o risco das instituições financeiras, dos fundos de investimento e dos eventuais tomadores finais de papéis públicos.

Estes agentes, por seu turno, seriam paulatinamente induzidos a diminuir sua exposição em termos de operações ativas, ou seja, teriam de trabalhar com algum volume de reservas livres, reduzindo-se sua rentabilidade global sobre a carteira de títulos e valores mobiliários, ou sobre as demais operações ativas. Num contexto de inflação elevada, e altas taxas nominais de juros, isto representaria uma redução significativa na lucratividade dos bancos, repercutindo na sua capacidade de oferecer aplicações para o público com retorno e grau de liquidez compatíveis com a instabilidade inflacionária. Neste caso, tanto a rentabilidade para o poupador final, quanto a liquidez a curtos intervalos, ver-se-iam prejudicadas.

Por exemplo, num dia de concentração de recolhimento de tributos, o setor privado (famílias e empresas) teria de repassar os recursos para o governo, que os deixaria na conta-única do Tesouro Nacional no BCB, para fins de liberação gradual no restante do mês. Os agentes econômicos diriam a seus bancos para disponibilizar os recursos. No entanto, se não houvesse comprador residual (neste caso, o BCB) para os títulos públicos, a taxa de juros cresceria de

recompra por um dia, durante n dias, de quaisquer títulos no mercado secundário, com preços determinados sobre a sua curva de *yield*" (Cf. p. 33).

maneira marcante na ponta de captação, e/ou os papéis teriam de ser desvalorizados, caso as instituições quisessem honrar o resgate do público. A autoridade monetária entraria de maneira compensatória, minimizando as flutuações e sancionando a capacidade do sistema financeiro oferecer aplicações líquidas com rentabilidade atrativa.

Por outro lado, o Banco Central do Brasil tomaria como referência, na determinação da “banda estreita” de juros, as estimativas de índices de inflação, bem como procuraria seguir proximamente as taxas de juros praticadas nos leilões primários de títulos públicos¹², de modo a evitar a imposição de ganhos ou perdas aos detentores e tomadores diretos ou indiretos da dívida mobiliária federal, inclusive aquela na carteira das instituições financeiras.

Tal procedimento viabilizaria a ampliação do potencial de carregamento das obrigações do governo, além de tirar a necessidade de poupadores e bancos aumentarem substancialmente os prêmios de risco nos leilões de títulos públicos federais. Esta opção de política econômica é compreensível, à medida que o raio de manobra reduzido do ponto de vista da política fiscal, bem como as necessidades de realizar operações volumosas de esterilização da entrada de divisas, tendiam a fazer com que o BCB, e em menor medida o Tesouro Nacional, fizessem emissões/colocações substanciais de papéis federais.

Assim, a condução da política monetária acabava procurando maximizar o espaço, de um lado, para a rolagem da dívida pública federal em mercado enquanto, de outro, mantinha a atratividade das aplicações financeiras domésticas, de modo a evitar um movimento mais intenso de migração para

¹² Segundo CARNEIRO(1994), a sofisticada regra de balizamento das taxas de juros seguida pelo BCB equivalia a um sistema “forward-looking”, na medida em que dependia das expectativas implícitas nos mercados financeiros, a vista e a futuro.

ativos reais ou para a moeda estrangeira, procurando conservar, como lembrado acima, o controle do processo de aceleração inflacionária.

No entanto, a lógica deste regime monetário era perpetuada e agravada pela política de esterilização da entrada de divisas, que tendia a exacerbar tanto o movimento de elevação das taxas de juros, quanto as possibilidades de arbitragem com os capitais ingressados, através de seu direcionamento para aplicações com rentabilidade real substancialmente maior que as taxas internacionais, risco quase nulo, como títulos do BCB de 28 dias, e liquidez mensal ou até diária em alguns casos.

Neste sentido, é compreensível que as autoridades tenham oscilado entre a permissão e a proibição de que capitais de curto prazo fossem investidos direta ou indiretamente em títulos públicos, como registra a evolução da legislação apresentada no Anexo A (ver também item 3.2. a seguir).

Uma possibilidade atrativa seria autorizar tais aplicações apenas em papéis "casados", ou seja, com correção compatível com a das reservas internacionais e spreads cadentes pelo fato de ter risco cambial coberto, de modo a diminuir o custo *quasi-fiscal*¹³ da autoridade monetária.

Contudo, existiriam duas razões pelas quais não obter-se-ia quer a queda do custo, quer o alongamento do endividamento governamental: i) a incerteza com a proximidade de um plano de estabilização tenderia a elevar os spreads demandados pelo mercado; ii) não seria razoável para as autoridades aceitar o alongamento, mesmo com custos apenas marginalmente maiores, pois estes tornar-se-iam extremamente elevados se de fato a economia se estabilizasse.

¹³ Fala-se da diferença entre o retorno em geral das operações ativas (especificamente dos ativos externos líquidos, ou seja, reservas internacionais) e o custo das operações

Enfim, com a aceleração inflacionária vivida nos últimos anos, especialmente no período 1991-1994, era provável que, de acordo com a análise usual da relação entre a média e a variância, tanto o spread associado às taxas de juros básicas, quanto a sua variabilidade, subissem¹⁴. Isto tornaria a atividade financeira mais arriscada, ou seja, capaz de ensejar grandes ganhos ou queimas de capital, podendo vulnerabilizar o sistema financeiro, e/ou restringir o espaço para o financiamento ao setor público, razões pelos quais o BCB exercia o monitoramento exaustivo das taxas de juros básicas.

A lógica defensiva da política econômica estimulava a formação de uma estrutura financeira para economizar no uso da moeda, apoiada em facilidades de conversão ou privilégios de convertibilidade¹⁵ em base monetária, concedidos pelo BCB a custos baixos, mantendo os incentivos à ampliação da atividade financeira¹⁶.

3.1.4. Implicações de um Regime de Política Econômica Hiperinflacionário

Qual a implicação deste regime do ponto de vista de controle monetário¹⁷? A partir de uma base monetária e de M1 muito reduzidos, a autoridade monetária instituiu um esquema operacional para viabilizar a rolagem da dívida pública, tanto

passivas, ou seja, o financiamento monetário e quase-monetário (geralmente títulos de curto prazo de emissão do BC) da autoridade monetária.

¹⁴ Cf. GARCIA(1994) pp. 15-16.

¹⁵ Este último termo é usado por MARTONE(1993a).

¹⁶ Cf. GARCIA(1994) p. 19 e CUNHA(1994b) p. 5, a atividade financeira chegou a absorver recursos reais da ordem de 2,25% do PIB como média anual no triênio 1992-94.

¹⁷ Esta discussão foi iniciada, embora em outro contexto, por PASTORE(1990) e CARVALHO(1993). Existe um debate em torno da importância da “zeragem automática” enquanto mecanismo que prejudica o controle monetário. Parte da discussão está retratada em CYSNE(1995c), e o debate parece estar centrado na contraposição entre PASTORE(1990) e RAMALHO(1995). A discussão sobre a inviabilidade do controle monetário quando existe a “zeragem automática” escapa a nossos propósitos aqui, embora o tópico esteja a merecer uma abordagem empírica e teórica abrangente.

através das aquisições dos bancos, lastreadas na emissão de CDB em vista do reduzido papel das operações de crédito, como das compras dos fundos de investimento, ligadas à manutenção das aplicações indexadas para a população. Ao mesmo tempo, viabiliza-se a convivência com meios de pagamento convencionais de reduzida monta. Vamos a um exemplo.

Uma firma efetiva um pagamento a seus funcionários que, inicialmente (hipótese) não gastam nada, e o banco A libera os recursos aplicados em quotas de fundos de titularidade da empresa. O referido banco é obrigado a vender títulos para o mercado ou para o BCB. Digamos que o banco B, que recebeu os depósitos e aplicações dos empregados, adquira os títulos federais antes de posse do banco A. Agora imaginemos que os recursos comecem a girar. Neste caso, os assalariados fazem compras em um supermercado que é correntista do banco A, sacando contra suas aplicações de curto prazo no banco B.

Caso as defasagens temporais fossem desprezíveis, perceberíamos que um volume extremamente baixo de agregados restritos seria necessário para fazer funcionar esta economia. No entanto, de um lado, parte dos indivíduos e empresas não têm acesso ao sistema financeiro, ou pelo menos à sofisticação máxima com a gestão das aplicações de curto prazo, enquanto que, de outro, as inovações financeiras vão reduzindo as necessidades de caixa, sendo uma parcela do impacto permanente¹⁸.

Suponha que existam assincronias e defasagens, de modo que o ritmo do gasto é desigual ao longo do mês. Como seriam quitadas as transações? Como existe o compromisso tácito pelo qual o BCB estabiliza o custo da liquidez

¹⁸ CARNEIRO(1994) argumenta que esta é uma dificuldade que afeta a capacidade de previsão sobre o processo de remonetização. Veja também ALBUQUERQUE(1994 a e b), e a discussão muito sumária sobre metas monetárias realizada em 3.5.1. adiante.

primária, os recursos demandados são injetados passivamente, ou seja, permite-se que o M1 varie de modo a sancionar um volume mais elevado de transações, tendendo os agregados a responder ao processo inflacionário, embora possam exibir retração real paulatina, tornando-se cada vez menos elásticos à taxa de juros nominal.

Assim, se houver um aumento na demanda de moeda, a oferta reagiria em função da regra de atuação seguida pelo BCB. Do lado real da economia, o sistema de indexação tenderia a perpetuar a inflação através da correção de salários e tarifas públicas. Para fechar o elo, a taxa de câmbio real seguiria aproximadamente a paridade do poder de compra relativa. Enfim, não é difícil perceber que um sistema assim constituído não possui âncora nominal, podendo-se caracterizá-lo como um regime hiperinflacionário de política econômica¹⁹.

Segundo LATIF(1995 a e b), a presença deste regime não dependeria da configuração dos respectivos patamares inflacionários, podendo ser caracterizada pelo fato da dinâmica da inflação sair do controle da política monetária que passa a estar, por exemplo, subordinada à redução do custo de financiamento da dívida pública.

Mas qual a eficácia do regime monetário em questão do ponto de vista da inflação? A idéia de evitar a fuga para ativos reais e moeda estrangeira visaria impedir a deterioração das expectativas inflacionárias. No entanto, é difícil conceber que haja restrição efetiva a empresas e famílias, já que o setor privado era liquidamente credor, exceto no caso dos estoques, que tendem a se ajustar

¹⁹ Interessante notar que a lógica deste resultado foi exposta de maneira essencial e simples já em MARTONE(1984). O salto da inflação em 1983, com uma maxidesvalorização

de maneira rápida, mostrando-se inelásticos a partir daí. Por outro lado, a elevação dos juros reais aumentava a transferência de renda para a sociedade, podendo estimular o dispêndio.

Contrariamente, parecia haver sólidas indicações de que, não obstante o aumento da taxa de juros fosse pouco eficaz, sua redução poderia despertar efeitos indesejáveis para a estabilidade doméstica. Isto torna-se mais provável pois não só a variância tende a crescer com o nível da taxa de inflação, como a dispersão de índices de preços também se eleva quando a inflação se acelera. Tal possibilidade tende a tornar pouco precisas as expectativas de inflação e, por consequência, as estimativas da taxa real de juros. Neste caso, em contextos de incerteza, o reforço ao comportamento conservador por parte dos agentes econômicos tende a gerar um padrão de ação compatível com uma taxa de juros real mais reduzida²⁰.

Em suma, a fixação da taxa de juros nominal, de maneira a ajustá-la à inflação crescente, bem como a manutenção da taxa de câmbio real, resultavam num regime de política econômica instável e insustentável, na medida em que a hiperinflação era apenas adiada. Logo, uma potencial reformulação do regime fiscal teria de estar muito relacionada com as mudanças no regime monetário (e cambial), o que poderia ser adequadamente equacionado através de um programa de estabilização completo²¹.

cambial, bem como o avanço no processo de indexação, reforçaram a base empírica do argumento.

²⁰ Cf. GARCIA(1994) pp. 22-24.

²¹ Cf. LATIF(1995 a e b). Veja a este respeito PASTORE(1995 a e b). Este resultado se encontra racionalizado na maioria dos trabalhos de política econômica escritos à época (1993-1994).

3.2. OS DILEMAS NA CONDUÇÃO DAS POLÍTICAS GAMBIAL E MONETÁRIA SOB MOBILIDADE DE CAPITAIS

Argumentaremos aqui que a compreensão do conflito entre as políticas monetária e cambial sob mobilidade de capitais é importante para o entendimento da política econômica no Plano Real, analisada mais de perto no restante deste capítulo.

Com este propósito, iniciamos com uma apresentação sobre a retomada dos fluxos de capital para a América Latina. Após uma reflexão mais detida sobre o conjunto de opções disponíveis, discutiremos o posicionamento geral para a política econômica doméstica diante do ingresso de capitais estrangeiros. Por fim, analisamos a política econômica brasileira destinada a lidar com esta questão no período que antecede a implementação da terceira etapa do Plano Real.

3.2.1. A Retomada dos Fluxos de Capitais para a América Latina²²

Depois de um crescimento espetacular nos anos 60, os movimentos de capital experimentaram um avanço mais agudo com a onda de liberalização financeira que acompanhou as décadas de 70 e 80. O avanço nas telecomunicações e nas técnicas de operação financeira permitiram a agilização e multiplicação destes fluxos, tanto em escala nacional quanto internacional.

Assim, com o crescimento do grau de integração dos mercados financeiros internacionais, os fluxos de capitais para a América Latina também foram ampliados já na década de 70. Após a retração nos ingressos, associada à

²² Sobre a problemática geral desta seção, veja INTERNATIONAL MONETARY FUND(1994).

crise financeira internacional verificada no início da década de 80, a região voltou a receber um forte afluxo de capitais na década de 90.

A nível geral, os fluxos de capitais tem permitido uma utilização mais intensiva da capacidade produtiva através do aproveitamento da maior capacidade de importar, com impactos benéficos sobre a renda e o emprego, além de propiciar uma elevação nas reservas internacionais, financiando a conclusão de esforços de ajustamento estrutural já iniciados²³.

Assim, à primeira vista, a absorção de capitais externos seria compatível com outros objetivos que a política econômica nacional geralmente contempla. Contudo, apesar dos efeitos benéficos dos fluxos de capitais, impactos negativos foram sentidos, em especial na gestão das políticas monetária e cambial domésticas, bem como no aumento da vulnerabilidade externa de várias destas economias²⁴.

Alguns analistas têm devotado bastante atenção à análise dos fatores explicativos do influxo de capital estrangeiro²⁵. Embora deva-se reconhecer a atuação simultânea de diversas causas, a distinção entre fatores externos e internos pode ser ilustrativa, na medida em que dê balizamento para a discussão do acerto da estratégia de ajustamento seguida e dos riscos da mesma para a economia recipiente. Esta apreciação tem se concentrado na consideração, seja dos riscos de uma valorização cambial, seja da possibilidade de reversão rápida dos fluxos ingressados²⁶.

²³ Outro efeito dos fluxos de capital foi a elevação no preço das ações negociadas nas bolsas de valores dos países em desenvolvimento. Cf. CALVO, LEIDERMAN & REINHART(1993b), p. 8.

²⁴ Cf. DEVLIN & FFRENCH-DAVIS (1994).

²⁵ Veja, por exemplo, a seção III de CALVO, LEIDERMAN & REINHART(1993b).

²⁶ A avaliação a seguir, baseia-se em STEINER (1994) pp.7-10.

Entre os fatores explicativos externos²⁷, o mais lembrado parece ser a reversão nas políticas monetárias dos países da OCDE, responsável por redução apreciável na rentabilidade das aplicações naqueles mercados, além da recessão vivida por alguns destes países, envolvendo queda na taxa de retorno dos investimentos²⁸.

Outra razão para o ingresso substancial de capitais externos na América Latina é a ocorrência de repatriação de capital, com reversão das fugas verificadas nos anos 80, período onde a instabilidade macroeconômica e política levou a crises cambiais em diversos países do continente²⁹.

A experiência passada chama atenção para a necessidade de prudência, em virtude das numerosas reviravoltas no relacionamento entre os centros financeiros e os países em desenvolvimento, nem sempre ditadas por condicionantes internos ou sujeitos à ação dos governantes locais. Isto advertiria para a fragilidade destes fluxos no médio prazo no caso de uma eventual reviravolta nas políticas dos países da OCDE.

Neste sentido, a discussão de salvaguardas para impedir crises financeiras futuras, evitando grandes expansões creditícias com descasamento de prazos, a busca de uma composição mais adequada, associada à maior

²⁷ Os fatores relevantes ligados ao país recipiente serão discutidos abaixo, ainda neste subitem.

²⁸ CALVO, LEIDERMAN & REINHART(1993b) lança mão de resultados empíricos que dão a predominância do poder explicativo, no caso de países da América Latina, para os fatores externos(pp.4-5). Veja também CALVO, LEIDERMAN & REINHART(1993a).

²⁹ Cf. CALVO, LEIDERMAN & REINHART(1993b) p. 7. Estes autores sugerem que várias medidas favoráveis ao retorno destes capitais teriam sido tomadas, incluindo maior liberalização cambial, anistias e criação de instrumentos financeiros denominados em moeda estrangeira. Isto ocorreu também no Brasil, como podemos verificar pela leitura do Anexo A.

estabilidade e sustentabilidade do fluxo de recursos externos, bem como o estímulo ao investimento, parecem esforços adequadamente perseguidos³⁰.

Esta cautela pode ser reforçada a partir da avaliação da trajetória geral da maioria das economias da região. O efeito expansivo na demanda agregada e na renda tem sido acompanhado de uma recuperação na absorção de poupança externa da ordem de 3% do PIB. No entanto, a parcela incorporada ao nível de inversão teria crescido em apenas um ponto percentual do PIB³¹.

Aparentemente, uma parte apreciável dos fluxos estaria sendo canalizada para o consumo e a compensação de perdas de renda real originadas de eventuais variações nos termos de troca das economias. Desta forma, embora uma parte maior que a observada nos anos 70 tenha sido incorporada às reservas internacionais, ter-se-ia constituído um excesso de dispêndio sobre a produção interna, marcado por uma predominante redução na poupança doméstica³².

Na mesma direção, caberia destacar a tendência para apreciação da taxa de câmbio real, e rápida redução nos superávits da balança comercial, confirmando a tendência para elevação nos déficits em conta-corrente do balanço de pagamentos.

Caso estes movimentos não se revertam, o prolongamento da abundância de recursos poderia aumentar demasiadamente a vulnerabilidade externa das

³⁰ Estes esforços permitem reduzir a chance de crises financeiras ou de problemas no balanço de pagamentos. Sobre a relação entre crises bancárias e crises no balanço de pagamentos, veja KAMINSKY, Graciela L. & REINHART, Carmen M.[1996]. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. Mimeo, 10 feb. 1996.

³¹ Segundo DEVLIN, FFRENCH-DAVIS & GRIFFITH-JONES(1994) p.32, comparando a média do período 1983-90 com o ano de 1993, observa-se que a poupança externa captada, medida como a diferença entre os fluxos de capitais líquidos e a acumulação de reservas, teria crescido 3 pontos percentuais do PIB. Conforme o Quadro 4 (p.50), o valor teria saído de 1%, atingindo 4% em 1993, considerando-se a América Latina como um todo. Já a inversão, por outro lado, passou de 16,9% para 17,9%, como proporção do PIB.

economias, tornando a evolução das variáveis macroeconômicas incompatível com uma súbita reversão ou redução acentuada nos ingressos de divisas. O dilema que as autoridades enfrentam depende, entre outros fatores, da natureza dos fluxos, ou seja, da medida em que sejam mais ou menos estáveis ou voláteis.

Seria possível considerar, em alguma medida, a proporção dos investimentos diretos no total dos fluxos como indicador relevante desta distinção, condicionando a opção de política econômica a esta avaliação³³. Assim, quanto maior a participação do investimento estrangeiro direto, mais acertada seria a percepção de sustentabilidade e consistência³⁴.

Todavia, mesmo estas análises reconhecem o grau de dificuldade envolvido na separação entre fluxos mais ou menos temporários, inclusive por tratar-se de uma demarcação endógena e dependente, entre outros fatores, das políticas internas³⁵, podendo o canal de ingresso escolhido ajustar-se às condições vigentes e esperadas para o prospecto das economias.

Outra dificuldade com a utilização deste tipo de indicador decorre da baixa representatividade relativa dos investimentos diretos, mesmo nos países onde seu montante absoluto foi mais elevado³⁶. Neste sentido, mesmo os países que teriam feito esforços substanciais para formular e implementar reformas

³² Cf. DEVLIN & FFRENCH-DAVIS(1994) pp. 31-32.

³³ Por exemplo, STEINER(1994) pp. 10-15 adota esta posição.

³⁴ Por outro lado, o aumento da fatia do investimento direto vis-à-vis a dos empréstimos pode ser desfavorável para o balanço de pagamentos no longo prazo, dependendo do diferencial entre as remessas futuras de dividendos vis-à-vis o custo potencial alternativo de juros.

³⁵ No caso brasileiro, devemos lembrar que o tratamento tributário também parece ser outro elemento importante.

³⁶ Segundo STEINER(1994) p.14, no caso mexicano, o montante de investimentos diretos foi de US\$ 5,4 bilhões, representando apenas 22% do influxo total em 1992. Os números sobre o desempenho brasileiro podem ser obtidos olhando-se os quadros C.42 e C.43 de nosso Anexo C abaixo.

estruturais³⁷, poderiam tornar-se dependentes de uma parcela grande (algo como 2/3) de recursos considerados potencialmente voláteis.

Como a formulação da resposta do “policy-maker” depende não só do suposto grau de permanência dos fluxos, mas também dos prováveis fatores subjacentes ao ingresso, a observação de uma matriz construída por STEINER(1994) pode ser interessante na caracterização do tipo de fluxo de capital:

MATRIZ DE FLUXOS DE CAPITAL

NATUREZA DO CAPITAL X FATOR ASSOCIADO AO FLUXO	FATORES ENDÓGENOS	FATORES EXOGENOS
VOLÁTIL/TEMPORÁRIO	TIPO 1	TIPO 2
ESTÁVEL/PERMANENTE	TIPO 3	POUCO PLAUSÍVEL

FONTE: STEINER(1994) p.14a.

Olhando a matriz, percebemos que na opção 1 estariam incluídos os fluxos atraídos, predominantemente, por medidas de incentivo conjunturais, padrão talvez predominante nos casos do Brasil, Colômbia e Chile (em algum momento anterior). Nestes casos, os fluxos estariam associados a taxas de juros domésticas elevadas e a uma taxa cambial “desvalorizada”³⁸ onde, provavelmente, apesar de um déficit em conta corrente do balanço de

³⁷ Não queremos vincular a concepção ou a execução de reformas econômicas mais abrangentes a objetivos externos, visto que, em geral, claramente existem objetivos domésticos de variada ordem a elas associados.

³⁸ Portanto capaz de ensejar uma expectativa de valorização real sustentada ao longo do tempo.

pagamentos pequeno ou nulo, a intervenção esterilizada³⁹ das autoridades manteria o incentivo ao ingresso adicional de divisas. Diante desta situação, lidando com capitais mais voláteis, a resposta da política econômica deveria privilegiar alternativas como a esterilização e os controles de capital.

Com fluxos do tipo 2, também seria adequado evitar uma trajetória de valorização cambial, déficits significativos em conta-corrente do balanço de pagamentos e intermediação financeira dos recursos, sob pena de incorrer em grau de vulnerabilidade elevado para a posição externa e o sistema financeiro do país.

Tratando-se de recursos do tipo 3, a taxa de câmbio real poderia permanecer “valorizada”⁴⁰, dando lugar a déficits em conta-corrente financiáveis através de recursos captados no mercado internacional e intermediados domesticamente⁴¹.

Políticas macroeconômicas e reformas estruturais, com adoção de medidas de orientação para o mercado, podem estar associadas aos movimentos de capital para alguns países, em especial, Argentina, Chile e México. Tais políticas têm envolvido, em maior ou menor grau, além da consecução da estabilidade de preços, reformas tributárias, privatização de empresas públicas, liberalização das políticas comerciais e renegociação das dívidas externas passadas, dentre outras⁴².

³⁹ As vantagens e limites desta opção serão analisadas adiante. Esta alternativa é entendida aqui como envolvendo a aquisição do excesso de oferta incipiente no mercado de divisas, acompanhada de esterilização do impacto correspondente na oferta monetária.

⁴⁰ Neste ponto seria importante distinguir taxa de câmbio real de equilíbrio mais baixa (valorizada) de taxa de câmbio real divergente do valor de equilíbrio (desalinhada). Veja item 3.4. adiante.

⁴¹ Sobre os problemas associados à intermediação doméstica dos recursos externos, consulte a seção V de CALVO, LEIDERMAN & REINHART(1993b).

⁴² Claramente, como veremos adiante, esta linha de fatores é menos relevante para o caso brasileiro, pelo menos até junho de 1994.

No entanto, existiria a possibilidade de uma economia com preponderância de fluxos avaliados como tipo 3 vir a terminar em uma situação macroeconômica insustentável, devido, por exemplo, à percepção pelo mercado de um desequilíbrio fundamental no balanço de pagamentos, estando ou não associado isoladamente à taxa cambial⁴³.

Embora as reformas estruturais encaminhadas por países como Argentina, México e Chile possam ser vistas como praticamente irreversíveis, o mesmo não se dá em relação à política cambial. Esta última, em função da maior mobilidade de capitais, passa a depender também das oscilações erráticas, relacionadas aos efeitos de revisões em fatores políticos ou econômicos com impactos na formação de expectativas dos agentes financeiros.

Oscilações significativas podem decorrer, por exemplo, da dinâmica de uma "bolha especulativa", onde os agentes teriam consciência de que as variáveis são incompatíveis com os fundamentos no médio prazo, mas seu horizonte de cálculo, abrangendo apenas o futuro imediato, os compelia a agir como se assim não fosse para que a bolha não estourasse⁴⁴. Em algum momento, porém, fatores exógenos (políticos, sociais ou geopolíticos, por exemplo) poderiam precipitar movimentos defensivos de grande intensidade e rapidez, que terminariam por levar a uma mudança no curso das políticas, gerando custos mais elevados e talvez evitáveis⁴⁵.

Enfim, a nível geral, bem como de cada experiência concreta, é importante avaliarmos os fatores subjacentes aos movimentos de capital, visando subsidiar a análise da tolerabilidade externa e interna dos mesmos, inclusive porque isto

⁴³ Cf. STEINER(1994) pp.15-6.

⁴⁴ Cf. ZAHLER(1992) pp.169-70.

condicionará a escolha da estratégia de resposta em termos de política econômica.

Assim, retomando as idéias levantadas até aqui, podemos estabelecer quatro elementos mais importantes associados à atração de capitais para a América Latina⁴⁶: I) a queda da rentabilidade no mundo desenvolvido; II) a redução nos prêmios de risco (fiscal e cambial), associada à percepção favorável quanto às reformas estruturais e as políticas macroeconômicas das nações recipientes; III) a prática de taxas de juros elevadas, ligadas a políticas de combate à inflação; IV) a verificação de uma “subvalorização cambial”, num contexto onde a eventual valorização futura é provável, ou quando a intervenção no mercado cambial com esterilização do impacto monetário mantém o incentivo para ingressos adicionais.

De acordo com a experiência internacional, e considerando de maneira simplificada como dois objetivos conflitantes, a redução da inflação e a obtenção de uma taxa de câmbio real competitiva, México⁴⁷ e Argentina⁴⁸ teriam optado pela primeira, o Brasil pela segunda⁴⁹, enquanto que a situação de Colômbia⁵⁰ e Chile⁵¹ ficaria algo a meio caminho. Numa primeira aproximação, a valorização cambial seria uma opção mais palpável para o Chile, dúbia para Argentina e

⁴⁵ Este parece ter sido o caso da crise do México, vivida ao final de 1994. Veja DORNBUSCH & WERNER(1994), que fazem um alerta nesta direção.

⁴⁶ Cf. STEINER(1994) p.17.

⁴⁷ A estratégia de resposta do México aos fluxos de capital é examinada em CALAFELL(1993) e TREVIÑO(1994).

⁴⁸ Para detalhes da experiência argentina, veja FANELLI & MACHINEA(1994).

⁴⁹ Poderíamos associar esta opção, no caso brasileiro, não apenas com a gerência das políticas industrial e de comércio exterior, num contexto de liberalização comercial em andamento, como também com a recomposição das reservas internacionais. Já na fase que antecede mais proximamente o Plano Real, a política adotada parece consistente com uma acumulação de divisas capaz de propiciar uma posição confortável, aumentando a credibilidade da política de estabilização em elaboração.

⁵⁰ Cf. STEINER(1994) p.20.

⁵¹ Sobre o caso chileno, veja ZAHLER(1992) e FFRENCH-DAVIS, AGOSIN & UTHOFF(1994).

México, e temerária para Colômbia e Brasil, este último seguramente até junho de 1994.

Portanto, é possível considerar que em países com fatores de atração mais permanentes, provavelmente refletidos em fluxos menos voláteis, e condições mecroeconômicas peculiares ao uso proveitoso dos capitais externos, os retornos líquidos da sua absorção, do ponto de vista da política econômica, tenderão a ser maiores. Este parece justamente não ser o caso brasileiro antes do Plano Real, como veremos em maior detalhe a seguir.

3.2.2. Alternativas Principais para a Política Econômica

Analisaremos as opções disponíveis para as autoridades, a fim de subsidiar a discussão geral sobre a resposta de política econômica, enfatizando-se em seguida a situação do Brasil diante dos dilemas colocados pela abundância relativa de divisas.

Podemos agora concentrar nossa atenção nas alternativas disponíveis⁵²:

a) intervenção no mercado cambial sem esterilização

É a escolha compatível com a adoção de uma âncora cambial estrita, ou seja, com taxa de câmbio fixa associada a uma política monetária passiva. As compras de divisas para acomodar os fluxos de capital levam a uma redução nas taxas de juros internas, pois o impacto monetário das intervenções das autoridades no mercado cambial não é esterilizado.

A redução nas taxas de juros tende a diminuir a atratividade para novos ingressos, evitando o custo *quasi-fiscal* associado à intervenção no mercado

monetário. O ponto central para o sucesso desta trajetória está na confiança na manutenção da paridade nominal ("âncora nominal"), que depende da convergência da inflação para os níveis internacionais.

Em um contexto de componentes inerciais na taxa de inflação, e existência de defasagens para que a elevação das importações exerça seus efeitos na formação de preços e no abastecimento domésticos, pode-se acentuar a elevação do dispêndio e a mudança na sua composição no sentido dos bens comercializáveis, enquanto são reduzidos os incentivos à sua produção, o que está associado a uma valorização da taxa de câmbio real⁵³.

Embora os resultados em termos de inflação possam até tornar-se satisfatórios, a valorização cambial, frequentemente acompanhada de uma liberalização comercial prévia, intensa e/ou rápida, sobrepõe-se ou reforça a elevação do nível de atividade doméstica, originando um significativo déficit em conta-corrente do balanço de pagamentos.

Com isto, a trajetória da economia passa a depender da sustentabilidade do financiamento externo, havendo risco mais elevado de soluções abruptas e com maior potencial desestabilizador, como a reversão da abertura comercial ou a desvalorização cambial. Por outro lado, o caminho "natural" é a recessão, geralmente uma opção política e socialmente onerosa e de eficácia lenta, em vista da rigidez nominal nos preços e salários praticados em modernas economias de mercado.

⁵² A exposição a seguir consolida resultados de CALVO, LEIDERMAN & REINHART (1993 a e b), DEVLIN, FFRENCH-DAVIS & GRIFFITH-JONES(1994), ZAHLER(1992) e STEINER(1994).

⁵³ Esta estratégia de estabilização, associada a alguns experimentos como os realizados na Argentina e no Chile ao final dos anos 70, apresenta uma série de fragilidades, sendo criticável em função da elevada vulnerabilidade externa e do reduzido raio de manobra para as políticas econômicas domésticas. Veja a este respeito, RODRIGUEZ(1982 a e b) e a seção I de FANELLI & MACHINEA(1994), bem como o item 2.8 acima.

b) intervenção no mercado cambial com esterilização⁵⁴

Além de manter a sinalização pretendida para a taxa real de câmbio⁵⁵, o objetivo da esterilização é isolar a política monetária e a demanda agregada das flutuações nos fluxos de capital. Neste caso, a taxa de juros é mantida como instrumento adicional, contendo-se a expansão da economia e o potencial inflacionário, e evitando-se uma valorização cambial mais intensa. A produção no setor de bens comercializáveis mantém-se incentivada, limitando-se também a vulnerabilidade externa devida a qualquer mudança no sinal dos fluxos de capital, embora o investimento em geral seja desestimulado pelas taxas de juros reais mais elevadas.

No entanto, além do déficit *quasi-fiscal* que onera o Banco Central, a manutenção de um diferencial de juros positivo em relação ao custo de oportunidade dos recursos externos repõe o incentivo a entradas adicionais de capitais, especialmente os de curto prazo.

A perda de eficácia desta alternativa é maior quando a política fiscal e tributária é pouco flexível. Neste contexto, as autoridades podem dispor somente de instrumentos limitados para controlar, ao mesmo tempo, a taxa de câmbio real e a taxa de juros real, visando um cenário de estabilidade de preços com promoção da atividade no setor de bens comercializáveis. Justamente pela restrição requerida para uma aplicação bem sucedida, a intervenção com

⁵⁴ Esta foi a resposta mais comum observada em países da América Latina e da Ásia entre 1990 e 1992. Sobre o caso asiático, veja CALVO, LEIDERMAN & REINHART(1993b) p. 16.

⁵⁵ No caso (a), tal objetivo é atendido apenas em tese, pois a elevação dos preços dos bens domésticos, que pode acompanhar a elevação do estoque nominal de moeda e do dispêndio, também deve gerar uma valorização da taxa de câmbio real. É necessário ter em mente a distinção entre o preço relativo entre bens comerciáveis e bens domésticos, que determina o saldo em conta-corrente em um modelo de 2 setores, da taxa de câmbio real, como definida a partir da paridade relativa do poder de compra aplicada a determinada moeda. Embora seja usual tomar-se a segunda razão como indicativa da primeira, trata-se

esterilização pode (deve) ser complementada por outras medidas, como veremos adiante⁵⁶.

c) a liberalização do mercado cambial e da conta de capital do balanço de pagamentos

Em primeiro lugar, cabe destacar que iniciativas nesta linha dependem de considerações gerais sobre a questão da pertinência de uma maior liberalização financeira externa⁵⁷, estando sujeitas a qualificações de várias naturezas, inclusive de "timing" e intensidade. Em princípio, embora claramente favorável do ponto de vista de eficiência para a alocação de recursos, a abertura financeira pode levar a custos de transição não desprezíveis, como parecem sugerir a experiência de alguns países da América Latina no final dos anos 70⁵⁸.

Quando tratamos da liberalização no sentido de remoção de restrições para uma ampla gama de operações com divisas, desregulamentação do mercado, etc, temos em mente o potencial para incrementos nas remessas e saídas de capitais. Contudo, não podemos descartar a possibilidade de que tais medidas possam gerar uma entrada inicial de capitais ainda mais intensa⁵⁹. O efeito cumulativo destes ingressos, se concentrado na taxa cambial, pode conduzir a um déficit em conta-corrente do balanço de pagamentos insustentável.

de uma aproximação do conceito teoricamente relevante (o primeiro), cuja comparação deve ser relativizada, inclusive por ser difícil consenso sobre a melhor forma de medi-la.

⁵⁶ A seguir procuramos mostrar como a esterilização foi acompanhada de outros instrumentos no caso brasileiro. Maiores detalhes no Anexo A.

⁵⁷ Boa parte das qualificações e limites à eficácia da liberalização financeira, como aqui retratado, valem para a alternativa de redução do nível de proteção comercial, com o agravante de que o custo para reversão, em caso de uma mudança de cenário, tende a ser ainda maior nesta última. Naturalmente, ambas as alternativas estão senso propositadamente circunscritas ao dilema aqui analisado, preservando sua importância em outros campos, inclusive a nível microeconômico.

⁵⁸ Veja as seções 2.6 e 2.8 acima.

⁵⁹ Cf. STEINER(1994) p. 29. Este ponto de vista é ratificado por ZAHLER(1992) p. 170.

Por outro lado, através do aumento do risco cambial e da formação de expectativas em torno da provável reversão na trajetória da taxa de câmbio, o aparato liberalizante teria conduzido a situação de "equilíbrio", no sentido de reduzir a atratividade dos movimentos de divisas em questão. No entanto, caso a situação seja percebida como insustentável, a maior liberdade na conta de capital serviria para aumentar as chances de um ataque especulativo, podendo ser abandonada sob pena de levar a maior volatilidade no mercado cambial e a uma recessão ainda mais severa⁶⁰.

Neste sentido, talvez seja desejável que a abertura avance gradualmente, evitando transtornos para a economia doméstica. Alguns instrumentos coadjuvantes poderiam aumentar a chance de sucesso, como a concessão de incentivos adicionais para a poupança interna e para o esforço de investimento no setor de bens comercializáveis da economia⁶¹.

Ademais, a abertura da conta de capital deve estar orientada por considerações de estratégia de desenvolvimento e eficiência microeconômica, como a diversificação de riscos, o aproveitamento da disponibilidade de *funding* de longo prazo, e não apenas por fenômenos eventualmente transitórios.

Poderíamos, a nível geral, erigir dois argumentos contrários à utilização da liberalização cambial e da abertura da conta de capital do balanço de pagamentos. Um deles associado à ineficácia ou mesmo ao efeito contrário que pode advir de sua adoção. Um segundo ligado à inexistência ou à incipiência da estabilidade macroeconômica e política da economia em questão. Neste caso, seria inadequado avançar no "front" liberalizante sem que as reformas que

⁶⁰ Isto poderia resultar de uma desvalorização cambial inicial maior que a necessária, trazendo efeitos deflacionários a curto prazo, embora a médio prazo deva aumentar a demanda pela produção no setor de bens comercializáveis da economia.

garantam a estabilidade de preços a longo prazo estivessem concretizadas, e sem que a estabilidade política e institucional fosse um traço marcante da sociedade em questão⁶².

d) política fiscal contracionista

Um aumento da poupança pública através de um superávit fiscal evitaria significativa parcela dos efeitos indesejados dos fluxos positivos de capital. Mesmo que fosse resultante de um esforço privado, o crescimento da poupança em geral facilitaria o manejo da política monetária, dando maior liberdade para a manipulação da taxa de juros e o controle da demanda agregada e evitando flutuações mais fortes na taxa de câmbio real.

No primeiro caso, nem sempre a política fiscal está ao alcance do poder executivo, não apenas devido a tramites legais e legislativos, como também em decorrência de limites econômicos e políticos às alterações no orçamento. Ademais, a magnitude requerida para a sustentação de um nível para a taxa de câmbio real pode ser maior que o montante factível para as autoridades, a partir do cenário social e político prevalescente. Tampouco é claro se dever-se-ia ajustar a peça orçamentária, que deve reter significado alocativo, social e político em si mesma, com base em movimentos eventualmente transitórios e passíveis de rápida reversão.

Pode-se ainda objetar na linha da existência de canais de dependência entre a política fiscal e cambial, não sendo claro que a melhora na situação do Tesouro seja sustentável a partir de alterações na taxa cambial, o que pode

⁶¹ Cf. ZÄHLER(1992) pp.166-8.

⁶² A relação entre estabilidade macroeconômica e conversibilidade monetária está sujeita a muita discussão. A nosso juízo, a primeira é que pode levar à segunda, e não o contrário, como postulam os defensores das alternativas do tipo "currency board".

depende das condições do endividamento externo existente⁶³, e da possibilidade do governo em termos globais, incluindo empresas, ser ou não gerador líquido de divisas, entre outras.

Outra fonte de dúvida deve-se ao fato da correção estrutural nas contas públicas ser vista como sinal de consistência nas políticas econômicas, conferindo maior atratividade ao país.

Adicionalmente, o dispêndio privado pode mostrar-se relativamente insensível às eventuais mudanças na política tributária, tanto em vista do deslocamento das expectativas de lucratividade associadas às reformas estruturais (investimento e consumo de bens duráveis), quanto em face das relações de crédito constituídas com base nos capitais ingressados (consumo e investimento), de modo que a opção para atingir-se um ajuste fiscal satisfatório seria o corte de despesas governamentais, em princípio, talvez ainda mais restritivo politicamente.

Todavia, embora o corte de gastos seja consistente do ponto de vista de política monetária e financeira⁶⁴, pode materializar-se um custo de transição devido à realocação de recursos, especialmente se os gastos públicos forem, como parece usual⁶⁵, intensivos em bens domésticos.

⁶³ Em princípio, apenas com a existência de uma parcela do endividamento interno indexado à taxa cambial, o efeito favorável inicial sobre o déficit fiscal consolidado pode ser comprometido pela alteração da taxa cambial.

⁶⁴ Neste caso, do ponto de vista das fontes de criação de moeda primária, o impacto contracionista do setor público compensaria as intervenções da autoridade monetária no mercado cambial.

⁶⁵ Um exemplo distinto é o do Brasil no início dos anos 80, onde o corte de gastos teria incidido sobre os investimentos de empresas estatais, relativamente intensivos em bens importados, facilitando o ajuste então enfrentado.

e) controles de capital⁶⁶

A ação dos controles à entrada de capital⁶⁷ associa-se à redução do diferencial entre os juros internos e externos da ótica do investidor estrangeiro, viabilizando a manutenção de um diferencial positivo do ponto de vista do mercado doméstico. Esta redução do diferencial, que afeta topicamente os recursos externos, pode ser produzida através de restrições tributárias, de limitações de prazo de permanência ou de exigências de aplicação ou retenção compulsória, dentre outros mecanismos.

Desta forma, a autoridade monetária mantém o controle sobre a política monetária doméstica e, conseqüentemente, sobre o equilíbrio entre dispêndio e produção agregadas. Seriam evitados ou reduzidos, adicionalmente, os compromissos com a aquisição do excedente de divisas no mercado cambial, bem como a tendência à sobrevalorização cambial.

Uma das vantagens desta opção é a possibilidade de ganhar-se tempo para apreciar, de modo mais completo, a natureza dos fluxos de capital recebidos, pois tal distinção não é óbvia ou simples. Outra vantagem da adoção deste instrumento é que ele permite discriminar, embora de maneira limitada, quanto à forma de ingresso, em função do prazo de permanência, da magnitude do custo financeiro, etc, sendo possível operar também através da necessidade de autorização prévia, registro, etc. Ademais, a imposição de depósitos compulsórios poderia favorecer a restrição à expansão excessiva do crédito

⁶⁶ Se o interesse for uma boa justificação teórica para a imposição de controles de capital, bem como por uma abordagem empírica com resultados pouco favoráveis a este instrumento, veja FIELEKE(1993). O caso considerado é o de obstáculos à saída de recursos, no bojo da crise do Sistema Monetário Europeu (SME) em 1992.

⁶⁷ Uma parte muito interessante da experiência brasileira com controles de capital é revisitada de passagem em LUNDBERG & PARKISON DE CASTRO(1987).

interno, bem como levar à redução do grau de exposição do sistema financeiro doméstico.

No entanto, a imposição de tributos ou depósitos compulsórios não é isenta de custos. Por exemplo, a possibilidade de burla e manipulação dos controles é crescente com o tempo, contribuindo para a perda gradativa de sua eficácia, não apenas devido à perspectiva de lucratividade associada à criação de expedientes alternativos, como também em função da facilidade e agilidade dos mercados financeiros globalizados. Ademais, a ampliação do diferencial de custos financeiros relevante para a tomada de decisão privada impõe custos microeconômicos, na medida que cerceia o acesso dos setores produtivos do país aos capitais mais atrativos e, provavelmente, de prazos mais dilatados que os disponíveis internamente.

f) valorização real da taxa de câmbio

Muitos analistas se perguntam se o dilema que tem tomado nosso tempo neste item não poderia ser minimizado ou sanado com a flexibilização da política cambial, de sorte que o aumento da expectativa de desvalorização futura esperada, bem como o eventual crescimento do "risco-país", pudessem reduzir a atratividade dos movimentos de capitais em questão.

Uma das razões para descartar a opção pela valorização cambial, pelo menos em geral, deriva da natureza do capital ingressado. Como vimos acima, mesmo em países de prospecto econômico animador e reformas estruturais adiantadas, seria inadequado considerar que a maior parte dos capitais é estável ou mais permanente, ou ainda que os fluxos estariam vinculados a alterações estruturais seja nas contas comerciais, seja na atratividade do capital de longo prazo.

Deste modo, sujeita a variações ditadas por fenômenos transitórios, a taxa de câmbio nominal (e real) seria um preço mais volátil⁶⁸, o que poderia afetar negativamente os fluxos de comércio e investimento. Tais efeitos seriam mais intensos se as elasticidade-preço das contas externas forem menores, visto serem induzidas maiores variações no câmbio para obter o equilíbrio de curto prazo no mercado de divisas. Assim, poderiam ser substanciais os impactos sobre a atividade econômica real.

Por outro lado, o nível rebaixado da taxa de câmbio real, especialmente no caso de tratar-se de fenômeno mais permanente⁶⁹, também poderia ensejar efeitos potencialmente indesejáveis, como a fragilização das empresas no setor de bens comerciáveis, e o desestímulo a novas inversões.

O maior controle da inflação, uma das potenciais vantagens deste expediente, seria assimetricamente beneficiado pela valorização da taxa cambial, pois existem indícios de que a reversão futura desta situação pode trazer impactos inflacionários maiores que a componente deflacionária inicial⁷⁰.

Uma forma de compensar os efeitos de uma valorização cambial poderia incluir alterações na política comercial. Uma elevação proporcional nos subsídios

⁶⁸ Sobre a questão do comportamento da taxa cambial diante de choques monetários, bem como sobre a relação entre política cambial e ingressos de capital, veja também seções 3.4.1. e 3.4.2.1. adiante.

⁶⁹ Não que as atividades exportadoras ou substituidoras de importação tenham que ser sempre prioritárias. O que é problemático é desviar a trajetória por períodos prolongados em resposta a fatores externos circunstanciais. Como veremos no item 3.4, num contexto de defesa de um programa de estabilização, a lógica do ajuste aponta na direção de favorecer o abastecimento interno e a credibilidade, o que poderia ser incompatível com um elevado incentivo a estas atividades, tornando-se mais aceitável uma taxa de câmbio real valorizada.

⁷⁰ Esta possibilidade é mencionada na literatura, denominando-se "ratchet effect". Naturalmente, os impactos de uma desvalorização cambial podem ser deflacionários ou inflacionários dependendo do horizonte temporal considerado. Deve-se distinguir também a noção de "inflacionário", como dizendo respeito, seja ao impulso na taxa de inflação associado à existência de rigidez de preços reais na economia (inclusive salários), seja à tendência para geração de um excesso de demanda por bens e serviços. A sensibilidade a

às exportações e nas tarifas à importação visaria manter a atratividade para o setor de bens comerciáveis, evitando uma modificação na relação de preços no mercado interno entre exportáveis e importáveis⁷¹.

No entanto, este expediente enfrenta objeções. Primeiro, pode conduzir a um déficit fiscal, além de gerar perdas potenciais de eficiência e bem estar. Segundo, pode esbarrar em restrições multilaterais e acordos de integração regional. Terceiro, e mais grave, além de reforçar a apreciação cambial, tal alternativa envolve instrumentos setoriais que tendem a formar grupos de pressão interessados em sua manutenção, mesmo após removidas as condições iniciais que os originaram.

3.2.3. A Política Econômica e a Resposta aos Fluxos de Capitais⁷²

Sugerimos no subitem 3.2.1. que a posição inicial de cada economia é um dos indicadores de sua capacidade de absorção eficaz de capitais externos, ao mesmo tempo que a natureza do capital recebido e os objetivos de política econômica prioritários seriam elementos importantes na avaliação da estratégia de ajustamento, bem como na escolha do mix de instrumentos adequados a cada situação.

Vimos acima que a intervenção no mercado cambial, acompanhada de esterilização de seus efeitos monetários, pode evitar uma série de desdobramentos não recomendáveis associados à oferta abundante de capitais externos. No entanto, devido a seus custos relativamente elevados e a

ambos pode depender também do objetivo de política econômica prioritário, bem como do processo de formação de preços e salários na economia. Veja WILLIAMSON(1983) pp.43-44.

⁷¹ Cf. CALVO, LEIDERMAN & REINHART(1993b) pp. 20-1.

possibilidade de reduzida eficácia, seria interessante investigar a hipótese de combinação desta estratégia com movimentos em três outros níveis: a) ações no mercado de divisas, visando reduzir a necessidade de intervenção compradora da autoridade monetária; b) regulação da demanda com instrumentos adicionais, de modo a diminuir o peso atribuído às taxas de juros elevadas; c) adoção de medidas que afetem o diferencial de rentabilidades relevante para a decisão de ingresso, através de expedientes tributários ou financeiros, bem como pela geração de maior incerteza acerca das flutuações da taxa de câmbio no curto prazo. Podemos tecer considerações adicionais sobre a relevância de cada uma destas frentes.

Quanto ao primeiro aspecto, podem ser adotadas iniciativas visando incentivar a saída de divisas, por exemplo, através da flexibilização de regras para inversão no exterior e para repatriação de lucros, bem como pela autorização para antecipação de pagamentos referentes a obrigações futuras. Por outro lado, pode-se estimular o investimento que envolva a utilização intensiva de bens de capital e insumos importados.

No segundo caso, seriam úteis medidas de incremento da supervisão e fiscalização do sistema financeiro doméstico, não só em termos de evitar um grau de fragilidade financeira crescente, como de controlar a multiplicação da oferta geral de créditos bancários na economia. Neste sentido, uma maior disciplina fiscal também contribuiria para a adequação do ritmo de expansão da demanda global.

⁷² Esta seção serve-se de diversos resultados e observações contidos em DEVLIN, FFRENCH-DAVIS & GRIFFITH-JONES(1994) pp. 35-9.

Para atuar no terceiro nível, pode-se cogitar o estabelecimento de intervenções da autoridade monetária, embora sem compromissos claros com limites e metas, de modo a manter um determinado grau de incerteza sobre a evolução da taxa de câmbio no curto e curtíssimo prazos. Outro esforço nesta direção, refere-se à imposição de controles quantitativos sobre a entrada de divisas, como acima sugerido.

É difícil falarmos em um "mix" ideal, tanto em geral, quanto a nível da verificação empírica, pois a situação de cada economia e os condicionantes da entrada de recursos são sempre muito específicos. Porém, a experiência chilena, que parece ter envolvido o arcabouço delineado a pouco, é considerada um "paradigma" de resposta a dilemas deste tipo, associando ações em múltiplas frentes, de modo a preservar os demais objetivos da autoridade monetária.

Os objetivos da estratégia chilena envolvem a manutenção do controle sobre a demanda agregada, através de políticas fiscal e monetária ativas, bem como o monitoramento da taxa de câmbio no médio prazo, de modo a garantir o dinamismo do setor exportador. A atuação marcante no mercado cambial traz subjacente a idéia de que as autoridades monetárias perseguem objetivos de longo prazo, em maior medida que os agentes de mercado, tendo melhor noção acerca da evolução do balanço de pagamentos⁷³.

Diante de um fluxo positivo de capitais, as autoridades permitiriam certo nível de valorização cambial, em virtude da natureza mais estável e permanente

⁷³ Cf. ZAhLER(1992) pp. 169-70. Este pressuposto quanto à natureza da percepção das autoridades é um fator importante na defesa de sistemas cambiais com maior espaço para intervenções do governo. Uma defesa fervorosa de uma política cambial ativa, na qual a taxa de câmbio real seria um objetivo genuíno de política econômica, diferentemente da visão clássica ou monetarista onde ela é variável endógena, encontra-se em DORNBUSCH, Rudiger, GOLDFAJN, Ilan. & VALDES, Rodrigo. [1995]. *Currency Crises and Collapses*. Massachusetts Institute of Technology, Mimeo, ago. 1995.

de uma parcela destes recursos. No entanto, evitariam a continuidade deste movimento, intervindo de maneira ampla e ativa, inclusive com o estabelecimento de regulação restritiva aos capitais de curto prazo, atingindo os dois objetivos elencados anteriormente (estabilidade doméstica e incentivo ao setor de comercializáveis) de maneira satisfatória, ou seja, fugindo ao conflito aqui enfocado⁷⁴.

3.2.4. O Caso Brasileiro: Considerações Gerais

O objetivo deste subitem não é detalhar o conjunto de medidas adotadas pelo Brasil para conviver com o afluxo de capitais⁷⁵, mas dar uma idéia geral sobre o padrão de resposta adotado. Neste sentido, a natureza da situação enfrentada e a hierarquia dos objetivos de política econômica são elementos importantes.

Desde a volta ao gradualismo após o fracasso do Plano Collor II, a política econômica vinha devotando atenção especial para a retomada do engate do Brasil com a comunidade financeira internacional.

Na verdade, desde 1990 o governo vinha procurando executar um programa de reformas, contemplando entre seus objetivos a maior abertura da economia. Enquanto esta intenção teve andamento imediato a nível do movimento de mercadorias, através do anúncio do cronograma de uma reforma

⁷⁴ O México, não parece ter seguido quer a variante argentina (de intervenção não esterilizada), quer o "pacote chileno". Não obstante tenha atuado em certo sentido ao nível da demanda agregada e incluído algumas medidas tópicas relativas ao movimento de capitais, experimentou considerável valorização da taxa de câmbio real, provavelmente devido à aderência prolongada e/ou demasiada ao objetivo antiinflacionário.

⁷⁵ Para ter uma idéia da evolução da legislação, veja Anexo A.

comercial paulatina, os fluxos de investimentos estrangeiros estavam em patamares muito reduzidos desde a crise da dívida externa.

Na área financeira, o ímpeto liberalizante já havia conduzido a importantes alterações no sistema cambial, como a criação do mercado de taxas flutuantes, bem como a transformação do mercado cambial comercial em um mercado de taxas livres, ou seja, determinadas pelo mercado. Na prática, contudo, em face de um regime cambial bastante regulado e intervencionista, bem como da tendência superavitária do mercado após 1991, a autoridade monetária influenciava fortemente a formação das taxas de mercado, embora gradualmente fossem tomadas medidas para propiciar maior liberdade aos bancos e agentes do mercado cambial.

A legislação cambial foi sendo modificada, especialmente durante (e após) 1991, de modo a alargar o leque de opções de financiamento externo, bem como facilitar o acesso dos agentes econômicos a transações com moeda estrangeira, buscando aumentar a eficiência do processo de abertura e o papel da oferta e da demanda na determinação dos preços de mercado.

Diante de um ambiente externo favorável, o fluxo de recursos voluntários cresceu consideravelmente já em 1991, inclusive respondendo à prática de uma taxa cambial satisfatória e de um diferencial de juros interno X externo atrativo e estável.

No entanto, como vimos acima, as intenções de manter uma taxa de cambial real aproximadamente constante, bem como uma taxa de juros real positiva, colocavam a política econômica sob pressão. As autoridades realizavam uma política de esterilização da entrada de recursos externos bastante agressiva,

principalmente após o primeiro semestre de 1992, embora outras iniciativas, como a adoção de controles de capital, tenham ocorrido a partir de 1993.

Por outro lado, a acomodação das taxas de juros reais não parecia indicada, visto ser a eficácia da política monetária algo assimétrica: a alta dos juros era incapaz de deter a aceleração inflacionária, embora a redução pudesse acentuar a fuga da moeda indexada, agravando o problema inflacionário.

Seria relevante à esta altura fazermos um balanço acerca da direção seguida pelas autoridades brasileiras. Para tal é útil retomarmos a preocupação dominante em cada período, mesmo que demarcado de maneira sutil, e a conduta seguida para administrá-la.

No primeiro intervalo, envolvendo aproximadamente o período entre 1991 e meados de 1992, a preocupação dominante é a normalização das relações do país com o exterior, bem como a tentativa de não perder o controle sobre o processo inflacionário. Foi realizada uma acumulação razoável de reservas, ao mesmo tempo que o endividamento federal em mercado crescia a taxas preocupantes.

Assim, após meados de 1992, inicia-se uma etapa onde o foco da política é a redução do ritmo de esterilização associado à intervenção no mercado cambial, a partir da imposição de regulamentação indutora do alongamento dos prazos, bem como de discreta inibição aos fluxos de recursos externos.

Durante o primeiro semestre de 1993 ocorreu uma redução das taxas reais de juros que favoreceu a acomodação da entrada de capitais estrangeiros, mas só ao final de 1993 diante de uma forte elevação do diferencial de juros interno/externo, tem lugar a adoção de controles quantitativos identificados

claramente não só com o balizamento do perfil da entrada de capitais, mas também com a redução do incentivo aos fluxos adicionais.

Apenas após julho de 1994, o desenho básico anterior teria sido alterado, com o abandono da agressiva política de intervenção no mercado cambial com esterilização dos efeitos monetários⁷⁶.

Apesar de existir uma complexa conciliação de objetivos em torno desta política, poder-se-ia considerá-la adequada até junho/94 ?

Desde o início de 1992 era crescente o número de analistas que chamavam a atenção para a natureza explosiva desta trajetória de política econômica⁷⁷. Porém, do ponto de vista dos dilemas de política econômica, como colocado neste item, podemos considerar que a ausência de um horizonte claro de implementação das reformas estruturais, bem como o elevado grau de instabilidade macroeconômica e política, impediam que as autoridades optassem por um grau de intervenção menor no mercado cambial⁷⁸.

Isto era reafirmado pela natureza dos recursos ingressados, onde predominava o capital ligado a aplicações em renda fixa com prazos de carência reduzidos e os investimentos em ações, ou seja, fluxos de natureza instável e volátil. Tal retrato, nos termos da estratificação feita na matriz do item 3.2.2., colocava o Brasil na opção 1.

Por que o "pacote chileno" não seria apropriado para conduzir a reação do Brasil no período que envolve 1991 até o Real ? Ou seja, ao invés da

⁷⁶ Esta iniciativa, a nosso ver, teria sido fundamental para sinalizar a quebra do regime de indexação de preços básicos e moeda vigente em nossa economia. Veja discussão no item 3.4. adiante.

⁷⁷ Uma análise interessante, que enfatiza a inconsistência da política econômica adotada no período, encontra-se em CUNHA(1994a).

⁷⁸ Para uma análise dos limites da política adotada no Brasil, que aparentemente justifica, de modo geral, a postura adotada, veja MEYER(1993).

predominância da intervenção esterilizada, por que não aumentar o papel dos controles quantitativos, reduzir um pouco mais as taxas de juros internas e permitir uma valorização mesmo que discreta da taxa cambial ?

A redução das taxas de juros foi perseguida ao longo do primeiro semestre de 1993, acoplada a uma efêmera tentativa de alongar o endividamento governamental, realizada sobre pressão intensa do então presidente da república contra o sistema financeiro doméstico. Tal curso de ação foi abandonado já no terceiro trimestre, com a percepção pela gestão do Ministro Cardoso de que a preparação do plano de estabilização demandava algum controle sobre a forte aceleração inflacionária vivida à época.

Já a utilização menos intensa de controles quantitativos é mais difícil de interpretar. Porém, pode-se inferir seguramente que o BCB considerava necessário um volume mais alto de reservas para enfrentar o desafio da estabilização. Ademais, controles de capital tendem a perder eficácia com rapidez, devendo ser utilizados em momentos de real necessidade. Deste modo, ao final de 1993, tal opção passou a ter papel mais decisivo⁷⁹.

Outra hipótese relaciona-se à natureza dos fluxos de divisas associados à antecipação de exportações, claramente consideráveis como incentivo à indústria, em face do elevado diferencial de rentabilidade financeira propiciado aos exportadores, e da participação crescente dos manufaturados e semi-manufaturados em nossa pauta. Neste caso, a adoção de medidas mais fortes para prejudicar este canal seria indesejável, visto tratar-se de momento de atividade interna deprimida. Assim, à medida que a atividade econômica foi se

⁷⁹ Veja BANCO CENTRAL DO BRASIL(1993a).

recuperando, o benefício relativo destas operações para a política governamental foi-se reduzindo.

Já no que concerne à taxa de câmbio, é necessário lembrar que alguma valorização deve ser respaldada numa perspectiva de sustentação, ou seja, de condições externas e domésticas que não conduzam a um perfil insustentável para as contas externas. Neste sentido, as condições vigentes até junho de 1994 não recomendavam tal postura, pois em meio a um processo de liberalização comercial e demanda interna fraca, a valorização viria a ser não apenas recessiva, como elevaria demasiadamente o grau de vulnerabilidade externa incorrido.

Assim, apesar dos custos fiscais, foi correto privilegiar a esterilização, dada a natureza dos recursos ingressados e a instabilidade macroeconômica e política do período. No item 3.4. avaliaremos a questão no que concerne ao período após julho/94, tendo em mente um conjunto mais amplo de objetivos de política econômica.

3.3. O PLANO REAL: GESTÃO E RESULTADOS PRINCIPAIS

Este item busca fazer uma descrição algo sumária do que foi o Plano Real, enfatizando a sequência e a lógica das suas etapas, bem como os resultados principais. Iniciamos com uma retomada geral da estrutura e das fases mais importantes.

A gestão conjuntural dos primeiros 9 meses será analisada rapidamente a seguir, de modo a realçar alguns fatores críticos para o seu sucesso. Ademais, serão ressaltados os principais resultados obtidos, demarcando-se algumas linhas em torno das quais residirá sua virtual consolidação, tema que será

abordado também no item 3.6. adiante. Aspectos adicionais ligados à complexa administração do programa em 1995 serão discutidos no restante do capítulo, especialmente nos itens 3.4. e 3.5.

3.3.1. A Estrutura do PAI e do Plano Real

O Plano de Ação Imediata (PAI) foi lançado em junho de 1993, com o objetivo de administrar de maneira pragmática o desequilíbrio financeiro do setor público. O programa incluía as seguintes frentes principais de ação governamental⁸⁰:

a) corte nos gastos do setor público, com o governo federal procurando sensibilizar as demais esferas de governo;

b) elevação da receita fiscal, através de combate à sonegação, mas especialmente da arrecadação do IPMF (Imposto Provisório sobre Movimentações Financeiras); o governo reconheceu assim que a verdadeira reforma fiscal só seria possível com a revisão constitucional;

c) combate à inadimplência dos estados e municípios, através de retenção de repasses de receitas compartilhadas, suspensão de avais, além da conclusão do processo de renegociação das dívidas destas unidades federativas para com a União;

d) controle e saneamento dos bancos estaduais e federais, inclusive com previsão de aplicação da “Lei do Colarinho Branco”, que proíbe as referidas entidades de realizar empréstimos a seus controladores ;

⁸⁰ Cf. ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO ABERTO(1994), pp. 9-15.

e) medidas para acelerar o processo de privatização, dando-se prioridade a empresas dos setores siderúrgico, petroquímico e de fertilizantes, e iniciando-se a desestatização do setor elétrico e de transporte ferroviário;

O PAI não impediu que a inflação se acelerasse fortemente em 1993, e ficou patente a falta de entusiasmo da classe política e demais esferas de governo para com uma agenda ambiciosa de reconstrução gradual da capacidade de financiamento do setor público.

A agenda do PAI era bastante ambiciosa, e se levada às últimas consequências resultaria numa reconstrução paulatina do regime fiscal e monetário. Embora a maioria dos analistas enfatizassem o ajuste fiscal como primeira prioridade, foi ficando claro que uma reforma desta envergadura era inviável do ponto de vista político e de economia política. Isto nos remete à natureza das terapias para os processos de inflação extrema discutidos no capítulo 1, onde ficou claro que a situação fiscal não é definitivamente equacionada antes da reversão das altíssimas taxas de inflação.

Diante destas dificuldades, o executivo prosseguia com a estratégia do contingenciamento das dotações orçamentárias, que tinham reduzida relevância como peça de alocação de recursos e prioridades, pois adicionalmente haveria rígido controle das liberações na “boca do caixa”, configurando assim uma estratégia de repressão fiscal insustentável a longo prazo.

Por volta de setembro/93 parecia haver um plano antiinflacionário em elaboração dentro do governo brasileiro, sendo que em dezembro o ministro da fazenda anuncia a agenda que culminou na criação do Real como nova moeda nacional.

Eram três as etapas principais do Plano Real:

a) o ajuste fiscal transitório, representado pelo Fundo Social de Emergência (FSE)⁸¹. Este dispositivo representou a formação de uma massa de recursos da ordem de US\$ 9,3 bilhões (em 1994 e 1995), destinada a atenuar a rigidez orçamentária, permitindo uma alocação mais livre dos recursos, e um aumento da carga tributária. Um exemplo era o dos pagamentos a inativos e pensionistas, que puderam contar com os recursos da Cofins e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), antes indisponíveis para este tipo de dispêndio.

O Congresso introduziu vinculações parciais do produto da arrecadação adicional de impostos, tendo ainda rejeitado o aumento no IRPJ, de modo que a componente de expansão de receitas novas (exceto IPMF) foi pouco significativa. A discussão do FSE retirou de foco algumas alternativas de medidas tributárias de maior profundidade, ao mesmo tempo que não impediu que a repressão fiscal atingisse o mais alto nível desde 1988.

Assim, ficou a lição de que o fundamental para atingir o equilíbrio fiscal era uma visão sistêmica das atribuições do Estado, de modo a definir suas fontes de arrecadação e os gastos. No entanto, tal agenda era politicamente inviável como discutido acima.

b) a fase da criação de um indexador preferencial, chamado de URV, Unidade Real de Valor, cujo princípio era o de constituir um “embrião” de moeda, mas que contivesse inicialmente apenas o atributo de unidade de conta. Na

⁸¹ Detalhes em AFONSO & CARVALHO(1994) e BANCO CENTRAL DO BRASIL(1994), nos quais nosso ligeiro resumo é baseado.

verdade, a URV e o Real não representavam duas moedas, mas duas partes da mesma moeda, que se encontrariam por ocasião da primeira emissão do Real.

Esta forma de encarar a moeda indexada, restringindo a aquisição de funções monetárias, parece ter sido uma inovação do programa, constituindo uma diferença em relação às propostas mais conhecidas de moeda indexada, como a “Moeda Real” de LOPES(1989), ou a Proposta “Larida”⁸².

Os principais pontos da Medida Provisória (MP) da URV (depois aprovada e sancionada como Lei nº 8.880) eram: i) dava prazo de um ano para entrada em vigor do Real; ii) proibia contratos vinculados à correção cambial, indicando a URV como parâmetro para revisão dos contratos com periodicidade anual; iii) introduzia uma sistemática de conversão de salários e obrigações pecuniárias em URV-Real; iv) estabelecia que os índices de correção monetária deveriam ter como referência a URV-Real; v) o BCB passa a administrar a divulgação e fixação da relação CR\$/URV, mantendo seu poder de compra com base em uma cesta de índices relativamente contemporâneos (veja Tabela C.31); vi) a autoridade monetária comprometer-se-ia a vender dólares pela cotação máxima da URV diária, estando autorizada a ir permitindo a extensão gradual e paulatina da utilização da URV para os contratos financeiros e para as transações em geral (e.g. etiquetas de preços).

Houve uma discussão sobre o tempo que deveria transcorrer entre a adoção da URV e a primeira emissão do Real (que marcaria a Reforma Monetária). Embora o debate fosse complicado pela existência de um timing paralelo, ligado à eleição presidencial, acabou prevalecendo a noção de que os

benefícios da “moeda indexada” só seriam maiores que os custos durante uma curta fase de transição, inclusive porque sua aplicação deixaria aberta a possibilidade de conduzir a economia à hiperinflação (vide item 1.6. acima). Deste modo, a fase de transição da URV para o Real durou 4 meses.

c) estabelecidas as conversões de preços e tarifas públicas em URV-Real, estaríamos na fase final, ou seja, a emissão do Real e a mudança no regime monetário e cambial.

As principais novidades foram: i) o estabelecimento de um lastro para as emissões da nova moeda (base monetária), através da vinculação de reservas internacionais à razão de 1 R\$ = 1 US\$; ii) o estabelecimento de metas quantitativas para a evolução da base monetária, com raio de manobra de 20% a critério do CMN; iii) redefinição da composição e do papel do Conselho Monetário Nacional (CMN) e criação da Comissão Técnica da Moeda e do Crédito (COMOC)⁸³, de modo a dar mais ênfase ao objetivo de estabilidade monetária e aumentar a agilidade decisória; d) especificação de um teto para a taxa cambial de 1 R\$ = 1 US\$, mas sem limite especificado de compra, constituindo uma “banda assimétrica”, de forma que se abriu espaço para uma imediata apreciação do Real, pois as intervenções do BCB no mercado cambial teriam de se adequar às metas monetárias⁸⁴.

Enfim, a URV tinha como objetivo sincronizar os preços, salários e contratos, mas apenas no último mês da transição, que durou de março a junho, os preços à vista foram cotados em URV. Resultados empíricos sugerem que a

⁸² Segundo FRANCO(1995), o princípio que diferencia a URV das demais propostas de moeda indexada é o tratamento dispensado à questão da separação formal entre as funções da moeda, Cf. pp. 35-36. Veja também LOPES(1989), p. 45 e WHITE(1989).

⁸³ O regimento interno do Conselho Monetário Nacional, inclusive as regras da COMOC, foram regulamentados através do Decreto nº 1.307, de 09.11.1994.

inflação em URV no período que antecedia a entrada do Real não estava inercializada, ou seja, a URV foi um instrumento eficaz para a desindexação da economia⁸⁵.

3.3.2. Gestão Conjuntural e Resultados do Plano Real

Os resultados do Plano Real foram quase instantâneos, lembrando um pouco a lógica hiperinflacionária pela qual “inflation stops overnight”. No entanto, a inflação residual foi um pouco elevada no primeiro semestre do programa (Tabela 46), o que deveu-se a: a) remarcação na ponta do varejo realizada entre meados e final de junho, na expectativa da adoção de algum tipo de controle de preços; b) conversão inadequada ao Real (dever-se-ia dividir os preços em CR\$ por 2.750 e não por 1.000 como nas reformas monetárias anteriores); c) pressão dos produtos sazonais e de preços contratuais ainda não plenamente ajustados na fase da URV⁸⁶ (Tabelas 46, C.1 e C.3); d) alterações de preços relativos promovidas pela própria estabilização, como as relacionadas aos serviços, na forma discutida no item 1.6.4. acima.

Dentre os produtos sazonais chama atenção o grande aumento no preços das verduras e legumes, que usualmente mostravam deflação no período, o que pode ser atribuído a uma geada intensa no centro-sul do país, responsável também pelo aumento mais acentuado das frutas (Tabela 47).

⁸⁴ A questão das metas monetárias será melhor explorada nas seções 3.5.1. e 3.6.1.

⁸⁵ Cf. SILVA & SANTOS(1994).

⁸⁶ O exemplo mais representativo é o dos aluguéis residenciais, cuja sistemática de contratação vinha se ajustando gradualmente desde a edição de uma legislação mais flexível em 1991. Soma-se também, no caso dos aluguéis, a existência de contratos antigos (com duração de até 5 anos) cujos valores ainda defasados faziam parte da amostra dos institutos de pesquisa. Isto ocasionou variações neste componente dos índices que não

TABELA 46
EVOLUÇÃO DOS GRUPOS ESPECÍFICOS NO INPC/IPC-r: 1994

Itens	Pesos no índice	Variação no Real jul-out/94
INPC/IPC-r	100,00	15,67
Alimentos	31,37	15,61
Industriais	10,28	3,49
Tarifas	12,36	10,82
Sazonais	3,42	56,32
Serviços	9,96	37,82
Diferenciáveis	21,04	19,37

Fonte: IBGE. Elaboração: SPE/MF.

TABELA 47

VARIAÇÃO REAL DOS PREÇOS DE FRUTAS, VERDURAS E LEGUMES ^{1/}

Período	1991	Máx	1992	Máx	1993	Máx	Média 91-93	1994	Máx
FRUTAS									
Jul1/Out4	0,48	2,57 (set2)	0,51	11,52 (ago3)	8,96	29,26 (set3)	3,24	17,52	41,00 (ago2)
VERDURAS									
Jul1/Out4	-9,15	4,95 (out4)	-6,21	-2,13 (ago3)	-12,50	13,44 (out4)	-9,32	10,06	60,52 (jul4)
LEGUMES									
Jul1/Out4	-4,86	7,24 (out4)	-0,07	7,95 (ago1)	-10,24	-0,45 (ago4)	-5,15	19,73	77,58 (ago1)

1/ Variação percentual média no intervalo de quadrissemanas assinalado, com base no IPC-FIPE.

Elaboração: SPE/MF.

Outro “choque” do início do Plano Real deveu-se ao feijão, que exibiu aumentos pronunciados, conforme mostra a Tabela 48. Os preços reais da carne bovina, grande “vilã” do Plano Cruzado, ameaçaram dar um repique logo no início da terceira etapa (1.7.1994), mas refluíram nas semanas seguintes (Tabela 49).

A estabilidade de preços foi aparentemente sustentada numa deflação dos preços industriais no varejo e, em menor escala, no atacado (Tabelas C. 47, C.31 e C.32). O ambiente favorável parece ter dependido da apreciação cambial inicial e dos juros reais positivos, que tendiam a passar uma sensação de controle e credibilidade à nova moeda.

Ademais, a divulgação de taxas de inflação cadentes nos primeiros três meses, embora mais elevadas que o previsto anteriormente devido à ação das remarcações de preços à véspera do Real, também foi fundamental para a formação de expectativas favoráveis por parte dos agentes econômicos.

Apesar das taxas de juros elevadas, o nível de consumo e de atividade mostrou elevação substancial, conforme mostram as Tabelas 50, para o comércio, e as Tabelas 51, 52 e 53 para a indústria. Note-se que o faturamento real do comércio mostra aumento inicial mais intenso, mas se retrai com o pacote de restrições adicionais ao crédito adotado em outubro/94 (elucidado a seguir). Por outro lado, os índices de utilização de capacidade mostraram-se próximos aos do Plano Cruzado.

O aquecimento da atividade econômica suscitou uma percepção nos agentes econômicos de que as pressões inflacionárias seriam acomodadas, o

podem ser atribuídas ao programa de estabilização em si. Por fim, podemos mencionar também os casos das mensalidades escolares e das contribuições aos planos de saúde.

TABELA 48
VARIAÇÃO REAL DOS PREÇOS DO FEIJÃO EMPACOTADO ^{1/}

Período ^{2/}	1991	Máx	1992	Máx	1993	Máx	Média 91-93	1994	Máx
Jul1/Out4	-13,30	5,32 (ago3)	10,72	18,65 (ago3)	-7,65	5,03 (set3)	-3,94	3,90	28,97 (out4)
Jul2/Ago1	-16,76	-15,25 (jul2)	-18,08	12,45 (ago1)	-17,68	-16,33 (n.d.)	-17,51	9,71	17,55 (jul4)
Out1/Out2	-3,42	0,58 (out2)	8,68	10,26 (out1)	-4,82	-4,19 (n.d.)	-0,03	10,81	14,91 (out2)

^{1/} Em relação à variação média do IPC-FIPE (%).

^{2/} Variação no intervalo de quadrissemanas assinalado.

Elaboração: SPE/MF

TABELA 49
VARIAÇÃO DOS PREÇOS DA CARNE BOVINA ^{1/}

Período ^{2/}	1991	Máx.	1992	Máx.	1993	Máx.	Média 91-93	1994	Max
Jul1/Out4	11,39	24,64 (ago3)	5,68	17,67 (ago3)	6,16	23,61 (ago3)	7,71	2,49	18,0 (out4)
Jun2/Jul1	6,20	10,82 (jul1)	-10,26	-9,65 (jul1)	-6,72	-5,49 (jul1)	-3,84	12,39	20,4 (jun4)
Set3/Out2	2,70	6,20 (out2)	8,08	10,70 (set3)	1,00	2,55 (set3)	3,88	5,41	11,4 (out2)

1/ Em relação à variação média do IPC-FIPE (Em %).

2/ Variação no intervalo de quadrissemanas indicado.

Elaboração: SPE/MF.

TABELA 50
FATURAMENTO REAL DO COMÉRCIO, FCESP ^{1/}

Meses	Cruzado ^{2/}	Collor ^{3/}	Real ^{4/}
0	-	-	-
1°	-2,0%	8,2%	2,6%
2°	16,2%	15,7%	19,4%
3°	4,1%	-11,1%	-1,0%
4°	-3,3%	-7,2%	-3,1%
5°	5,8%	11,4%	-1,5%
5° ^{5/}	121	115	116

1/ Varejo em Geral no Estado de São Paulo, Variação Mensal (%), Dessazonalizada.

2/ Cruzado: março-julho/86.

3/ Collor: abril-agosto/90.

4/ Real: julho-novembro/94.

5/ Número índice, supondo mês 0:100.

Fonte: FCESP. Elaboração: SPE/MF.

TABELA 51
CAPACIDADE UTILIZADA NA INDÚSTRIA, FIESP (%)

Setor	1986	Setembro/94
Minerais Não Metálicos	81	87
Metalurgia	96	92
Mecânica	86	91
Material Eletro-Eletrônico	96	91
Material de Transporte	94	104
Mobiliário	100	95
Papel e Papelão	100	97
Química	92	97
Material Plástico	97	89
Têxtil	98	92
Alimentos	89	91

1/ O pico histórico (100%) refere-se ao maior valor de utilização da capacidade instalada observado desde 1975.

Fonte: FIESP. Elaboração SPE/MF.

TABELA 52
UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE PRODUTIVA, FIESP ^{1/} (%)

Plano/Período	Meses*	%
Ano de Pico	Janeiro-Dezembro/1980	84,4
Cruzado	Março-Junho/86	79,7
Collor	Abril-Junho/90	68,7
1990-93	Janeiro-90/Dezembro-93	72,6
Real	Julho-Outubro/94	77,9

^{1/} Valores Dessazonalizados.

Fonte: FIESP.

TABELA 53
UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE PRODUTIVA, FGV ^{1/}

Setores	Outubro-86	Outubro-94
Minerais Não Metálicos	87	84
Metalurgia	96	92
Mecânica	91	85
Mat. Elétrico-Comunicações	94	88
Material Transporte	85	96
Madeira	98	98
Mobiliário	100	94
Papel e Celulose	98	100
Borracha	92	89
Couro e Peles	76	77
Química	97	91
Produtos Farmacêuticos	98	87
Perfume, Sabão, etc.	86	99
Produtos Plásticos	100	90
Têxtil	98	95
Vestuário	96	83
Calçados	98	84
Produtos Alimentares	84	94
Bebidas	93	86
Fumo	89	71
Editorial e Gráfica	95	97

^{1/} O pico histórico (100%) refere-se ao maior valor de utilização da capacidade instalada observado desde 1970.

Fonte: FGV. Elaboração: SPE/MF.

que está refletido nos resultados da Tabela 54. Por outro lado, a evolução dos salários reais para funções gerenciais, em torno de 30% no semestre abril-setembro sugeria que os empresários trabalhavam com taxas de inflação esperada superiores às compatíveis com a estabilidade de preços (Tabela 55).

Deste modo, o governo adotou dois conjuntos de medidas restritivas a nível da política monetária e creditícia, respectivamente no final de agosto/94 e em meados de outubro/94 (ocasião em que também baixou medidas abrangentes na área cambial). Os efeitos foram sentidos nas consultas ao SPC e Telecheque, válidas para a grande São Paulo, conforme Tabela 56. Paralelamente, apesar de indicações inequívocas sobre o crescimento nas operações de crédito, os índices de inadimplência ainda não mostravam grande elevação, conforme Tabela 57 (veja também a Tabela C.14 e o Gráfico C.1).

Outra forma de ver a natureza da bolha de demanda especulativa seria olhar para as projeções de inflação para janeiro/95, Tabelas 58 e 60, e dezembro/94, Tabela 59. Elas indicam que para taxas de inflação ocorridas em torno de 1,2%, as expectativas estariam apontando para 2,5-3,0% mensais, ou seja, para a rigidez do patamar máximo atingido em outubro/novembro 1994. Assim, as projeções privadas eram compatíveis com um grau substancial de rigidez inflacionária.

A situação de excesso de demanda era inclusive acompanhada de componentes especulativos. Um exemplo está associado à brutal demanda de veículos, especialmente carros de passeio populares, sujeitos a abatimento tributário, conforme mostra a Tabela 61.

Um dos sustentáculos da estabilidade de preços parece ter sido o aumento das importações, especialmente de bens de consumo duráveis,

TABELA 54
PRINCIPAIS FATORES DE AUMENTO NOS CUSTOS DAS EMPRESAS,
RESPOSTAS MÚLTIPLAS: 2º SEMESTRE 1994

	Haverá aumento nos custos ^{1/}	Tipo de Aumento		
		Mão-de-Obra	Matéria-prima	Outros
Geral				
jul-set/94	44	21	21	9
out-dez/94	53	37	21	7
Bens de Consumo				
jul-set/94	48	36	10	8
out-dez/94	67	41	26	13
Alimentos				
jul-set/94	23	1	18	4
out-dez/94	55	34	26	3

1/ % do total de respostas.

Fonte: 113ª. Sondagem Conjuntural FGV (outubro/1994).

Elaboração: SPE/MF.

TABELA 55
EVOLUÇÃO DOS SALÁRIOS EM REAIS ^{1/}, 1994

Cargo	Abril	Mai	Junho	Julho	Agosto	Setembro
Presidente	100	104	109	109	115	126
Dir. Financeiro	100	101	101	103	104	110
Dir. Marketing	100	103	106	109	114	121
Dir. Eng.Industrial	100	103	107	112	118	130
Dir. Exportação	100	103	106	110	115	122
Dir. Rec.Humanos	100	105	109	114	120	128

1/ Salário em URV antes de julho. Índice Base: Abril/94=100.
 Fonte Primária: Deloitte Touche Tohmatsu. Elaboração: SPE/MF.

TABELA 56
CONSULTAS AO SPC E TELECHEQUE - ACSP ^{1/}

Período	S P C		Telecheque		SPC + Telecheques
	Índice	Var. s/ano anterior %	Índice	Var. s/ano anterior %	Índice
Julho	100	20,25	100	-19,58	100
Agosto	117	40,17	110	-6,99	114
Setembro	117	35,87	115	-6,17	116
Outubro ^{2/}					
20 dias antes	120	35,10	116	-11,55	118
10 dias antes	129	36,64	118	-10,05	124
5 dias depois	94	14,51	115	-18,88	104
Novembro ^{3/}	112	22,66	114	-10,86	113

1/ Média Diária (Dias Úteis). Índice Base: Julho/94=100.

2/ Em relação às medidas de restrição ao consumo.

3/ Até 15/11/94.

Fonte: ACSP e BACEN. Elaboração: SPE/MF.

TABELA 57
TÍTULOS PROTESTADOS EM SÃO PAULO ^{1/}

Período	Índice	Variação Mensal %
Janeiro-Junho/94	100	-
Julho	92	-8,0
Agosto	86	-6,5
Setembro	73	-15,1
Outubro	79	8,2
Novembro	95	20,3

1/ Índice: Média Janeiro-Junho/94=100.

Fonte: Serasa. Elaboração: SPE/MF.

TABELA 58
PROJEÇÕES DE INFLAÇÃO PARA JANEIRO/95 (%)

	Mercado	MCM	Rosenberg	LRC	Macrom.	Observado
IPC-FIPE	2,24	3,00	2,45	2,90	1,52	0,80
IPC-r	-	-	2,40	2,85	1,76	1,67
IGP-M	-	-	2,60	2,50	1,50	0,92
Média	-	-	2,48	2,75	1,59	1,13

Elaboração: SPE/MF. Data-base: última semana de novembro/94.

TABELA 59
PROJEÇÕES DE INFLAÇÃO PARA DEZEMBRO/94 (%)

	Mercado	MCM	Rosenberg	LRC	Macrom.	Observado
IPC-FIPE	2,55	2,40	2,30	2,70	2,01	1,25
IPC-r	2,62	2,50	2,45	2,50	2,34	2,19
IGP-M	2,30	-	2,30	2,30	1,94	0,84
Média	2,49	2,45	2,35	2,50	2,10	1,43

Elaboração: SPE/MF. Data-base: 1ª semana de dezembro/94.

TABELA 60
PROJEÇÕES DE INFLAÇÃO PARA JANEIRO/95 (%)

	Mercado	MCM	Rosenberg	LRC	Macrom.	Observado
IPC-FIPE	2,70	3,00	2,35	2,55	1,48	0,80
IPC-r	2,65	2,80	2,35	2,50	1,81	1,67
IGP-M	2,62	-	2,45	2,30	1,73	0,92
Média	2,66	2,90	2,38	2,45	1,67	1,13

Elaboração: SPE/MF. Data-base: 1ª semana de dezembro/94.

TABELA 61
ACORDO AUTOMOBILÍSTICO: EFEITOS FISCAIS

Data	IPI - automóveis em R\$ mil a preços de jul/94		Produção de veículos automotores (quant)	
	no mês	no ano	no mês	no ano
jan/92	52.386	52.386	71.690	71.690
Fev	87.101	139.487	84.857	156.547
Mar	94.649	234.136	64.709	221.256
Abr	24.059	258.195	72.913	294.169
Mai	95.239	353.434	85.731	379.900
Jun	62.489	415.923	99.875	479.775
Jul	56.755	472.679	100.462	580.237
Ago	89.234	561.912	100.599	680.838
Set	83.726	645.638	100.333	781.169
Out	87.474	733.112	107.931	889.100
Nov	107.284	840.396	106.193	995.293
Dez	87.481	927.877	75.780	1.071.073
jan/93	130.913	130.913	75.914	75.914
Fev	88.821	219.735	85.901	161.815
Mar	74.044	293.779	112.374	274.189
Abr	60.326	354.105	109.172	383.361
Mai	54.264	408.369	124.069	507.430
Jun	56.512	464.881	123.355	630.785
Jul	68.710	533.590	121.917	752.702
Ago	54.704	588.294	134.368	887.070
Set	46.443	634.737	129.038	1.016.106
Out	53.306	688.043	130.923	1.147.029
Nov	93.036	781.079	133.248	1.280.277
Dez	41.250	822.329	110.735	1.391.012
jan/94	51.508	51.508	106.498	106.498
Fev	52.180	103.688	114.781	221.279
Mar	65.943	169.630	147.803	369.082
Abr	50.721	220.351	118.895	467.977
Mai	25.819	246.170	142.824	630.801
Jun	30.560	276.730	131.700	762.501
Jul	63.400	340.130	138.800	901.301
Ago	56.319	396.449	152.100	1.053.401
Set	39.069	435.518	128.900	1.182.301
Out	23.788	459.306	132.700	1.315.001

Fontes: Anfavea, Boletim do Banco Central, julho/94 e MF/SRF.

conforme mostram as Tabelas 62 e C.46. A abertura comercial, juntamente com a ancoragem cambial, parecem ter estabilizado os preços industriais com muita rapidez (Tabela 63). Ressalte-se que a velocidade com que cresceu a sensibilidade dos preços internos a parâmetros dados pela competição internacional não foi antecipada ou adequadamente pela quase totalidade dos analistas à época.

Apesar do clima de incerteza eleitoral e do grande aquecimento de demanda, os preços se estabilizaram conforme sugerem as Tabelas 63 e 64, embora tenha sido importante contar com o grande aumento de produção mostrado na Tabela 65. Registrou-se um patamar de produção elevado, equivalente a um nível médio de 93% em relação ao pico de capacidade utilizada, e apenas ligeiramente inferior ao verificado no Plano Cruzado, mas sugerindo que era provavelmente mais reduzido o número de pontos de estrangulamento observado no segundo semestre de 1994⁸⁷ (Tabela 66).

Em alguma medida, a queda da inflação no último trimestre de 1994 não era prevista pela maioria dos analistas. A ausência de rigidez ou inexistência de uma “inercialização” dos patamares em torno de 3,5% registrados até outubro/94 parece estar associada também ao efeito expectacional resultante de um suprimento adequado da demanda interna.

Por outro lado, a ancoragem nominal (cambial e monetária) mantinha os parâmetros para formação dos preços internos à partir da concorrência externa,

⁸⁷ A análise dos índices de utilização de capacidade instalada é dificultada pelo fato de certos setores, especialmente os que exportam, exibirem níveis potencialmente elevados, mas que seriam relativamente invariantes em função de mudanças no mix entre mercado externo e interno.

TABELA 62
IMPORTAÇÕES DE BENS DE CONSUMO DURÁVEIS, 2º SEMESTRE DE 1994^{1/}

Período	Máq. e apar. de uso doméstico	Veículo de transp. particular	Part. e peças
jul	-14,0	-12,7	-10,6
ago	50,0	81,9	25,7
set	5,8	-16,5	-4,7
out	31,9	51,7	14,4
nov	36,4	-7,0	-12,5
média	22,0	19,5	2,5

1/ Taxa de Crescimento Mensal (%).

Fonte: SPE/MF.

TABELA 63
EVOLUÇÃO DOS PREÇOS NO ATACADO (OFERTA GLOBAL) EM
DIFERENTES PLANOS DE ESTABILIZAÇÃO

	Pesos	Collor I abr-jun 90	Collor II mar-mai 91	Real ago-out 94
IPA-OG	100,00	29,92	23,73	7,93
Agrícola	30,36	99,21	56,72	26,41
Industrial	69,64	15,34	10,94	0,05

Fonte: FGV e SPE/MF.

TABELA 64
PROJEÇÕES DE ÍNDICES DE PREÇOS, 1º TRIMESTRE 1995 (%)

	IPC-FIPE			IPC-r			IGP-M		
	Jan	Fev	Mar	Jan	Fev	Mar	Jan	Fev	Mar
Mercado	-	1,30%	1,60%	-	1,50%	-	0,80%	1,10%	-
MCM	1,30%	1,00%	1,50%	-	1,60%	-	0,70%	1,10%	-
Rosenberg	1,10%	1,00%	1,50%	-	1,00%	1,30%	0,70%	1,10%	1,10%
Macrométrica	1,10%	1,20%	1,10%	-	1,60%	1,40%	-	1,10%	1,10%
Ocorrido	0,80%	1,32%	1,92%	1,67%	0,99%	1,41%	0,92%	1,39%	1,12%

Elaboração: SPE/MF - Data-base última semana de janeiro/95.

TABELA 65
UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA: PICO PRÉVIO x REAL (%)

Gêneros	Nível de Utilização (A)	Pico Prévio Mensal (B)	A/B (%)
Minerais Não Metálicos	83,8	92,8 (Abr/77)	90
Metalúrgica	78,4	90,5 (Ago/76)	87
Mecânica	81,4	89,7 (Set/86)	91
Mat. Elétrico e Comunicações	73,5	83,9 (Set/80)	88
Material de Transporte	81,6	85,6 (Ago/89)	95
Mobiliário	79,4	84,5 (Set/86)	94
Papel e Papelão	91,2	92,6 (Fev/87)	98
Química	84,7	88,0 (Out/76)	96
Produtos de Material Plástico	82,3	85,8 (Mai/79)	96
Têxtil	88,8	94,3 (Mar/79)	94
Alimentação	76,6	87,1 (Mar/77)	88
Agregado Total	79,8	85,8 (Mar/80)	93

Fonte: FIESP. Elaboração: SPE/MF.

TABELA 66
CAPACIDADE UTILIZADA NA INDÚSTRIA: CRUZADO x REAL (%)

Fonte	Pico Histórico	Cruzado	Real
FIESP	92 (1976)	84 (setembro)	78 (setembro)
FGV	90 (1973)	86 (outubro)	83 (outubro)

Fonte: FGV e FIESP. Elaboração: SPE/MF.

indicando também que concessões salariais e/ou aumentos nas margens de lucro incompatíveis com a estabilidade de preços não seriam sancionadas⁸⁸.

Desta forma, o Plano Real parece ter superado seu primeiro teste em termos de gestão conjuntural, ao demonstrar por 3 trimestres consecutivos⁸⁹ que a taxa de inflação era cadente, realidade flagrantemente diversa da observada em programas anteriores (Tabela 67).

3.3.3. Alguns Esforços para a Consolidação dos Resultados do Real

Ao longo do segundo semestre de 1995, confirmou-se o ganho de consistência da política de estabilização iniciada em 1993. A manutenção de uma posição sustentável no balanço de pagamentos, inclusive através da potencialização da eficácia das alterações de preços relativos a favor do setor externo, depende, em alguma medida, dos efeitos da acomodação do nível de atividade e da convergência da variação dos preços dos serviços e bens domésticos em direção à evolução dos preços industriais.

Os índices de inflação têm mostrado que o movimento ascendente em alguns preços ou grupos, seja de natureza sazonal ou episódica, resulta em oscilação de curta duração na taxa de inflação, apesar das projeções mais pessimistas dos agentes privados (Tabelas C.1, C.3 e C.6).

Embora alguns resultados (como em 1995) tenham dependido de uma queda no IPA agrícola (Tabela C.6), bem como de uma redução no grupo alimentação no IPC (Tabelas C.3 e C.4), ressalte-se a estabilização, após uma

⁸⁸ Por ocasião da reforma monetária de julho/94, existia grande expectativa com relação aos dissídios e negociações salariais de importantes categorias do setor industrial, e que teriam lugar ao longo do segundo semestre de 1994.

TABELA 67
COMPORTAMENTO DA INFLAÇÃO (IPC-FIPE) APÓS OS PLANOS (%)

Médias Mensais	Cruzado	Bresser	Verão	Collor	Real
1º Trimestre	2,02%	6,81%	10,06%	13,37%	3,24%
2º Trimestre	1,30%	13,16%	23,31%	12,09%	2,48%
3º Trimestre ^{1/}	2,92%	15,58%	34,69%	16,80%	1,12%

1/ Valores esperados para o primeiro trimestre de 1995. Data-base: última semana de janeiro/95.

Elaboração: SPE/MF.

subida mais forte no primeiro semestre de 1995, tanto nas variações do IPA industrial (Tabelas C.6, C.7 e Tabela 63 acima), quanto em itens do IPC associáveis aos bens industrializados, diminuindo assim a possibilidade de uma resistência mais forte do patamar inflacionário.

Por outro lado, o comportamento dos serviços médicos, aluguéis e demais serviços apresentou uma trajetória de desaceleração, confirmando a tendência exibida em outras experiências, estando tal movimento associado também à redução do nível de atividade observada em 1995.

Com o intuito de aprofundar os esforços para consolidar os resultados do primeiro ano do Plano Real, a política econômica elegeu uma agenda básica de esforços em três direções:

a) em primeiro lugar, deu-se continuidade ao processo de desindexação da economia, incluindo definições sobre política salarial, tratamento a tarifas públicas, contratos, etc. O lançamento de legislação a este respeito (Vide Anexo B) marcou o aniversário de um ano do Plano Real.

Esta frente é decisiva na consolidação da flexibilidade de preços relativos e nominais verificada no novo ambiente de estabilidade, sinalizando para a eliminação gradativa da resistência inflacionária.

b) em segundo lugar, foram empreendidos esforços para redesenhar a estrutura do mercado financeiro e reformular as políticas monetária e creditícia. Acreditamos que o ritmo e a intensidade das medidas adotadas neste front, especialmente a reestruturação das aplicações financeiras, foram bastante conservadores. Argumentaremos adiante que algumas mudanças, de modo a

⁸⁹ A batalha seguinte, ligada sem dúvida alguma à resposta doméstica para a crise mexicana, será analisada ao longo do capítulo.

aumentar a eficácia das políticas monetária e creditícia, poderiam ter sido implementadas, no limite, já a partir do segundo trimestre do Plano Real.

c) uma terceira direção envolve a aprovação das reformas fiscais, de cunho constitucional e infra-constitucional, relacionadas ao ajustamento estrutural das finanças públicas, paralelamente aos esforços para acelerar o Programa Nacional de Desestatização (PND).

Neste sentido, as principais medidas estão relacionadas às mudanças no sistema previdenciário, nas normas de administração pública, bem como na estrutura tributária. Os impactos esperados a médio prazo relacionam-se ao aumento na eficiência da máquina estatal, bem como à desoneração dos investimentos e das exportações.

O aumento dos investimentos é fundamental para viabilizar uma taxa de crescimento mais elevada, mas é necessário que a poupança privada e pública cresça mais adiante. Embora seja possível adotar algumas medidas mais imediatas de incentivo à poupança privada, avanços mais substanciais podem depender não só da consolidação da estabilidade, como também da conclusão do processo de ajuste estrutural do Estado Brasileiro, processos demorados e custosos politicamente.

Enquanto isto não ocorre, é importante que aumente a parcela dos investimentos direcionada para a produção de bens exportáveis ou que podem substituir importações, pois isto contribui para que a trajetória de financiamento externo seja sustentável a médio prazo. Como é difícil prever a trajetória das importações de bens de capital e insumos, ligadas à modernização do setor produtivo, é importante que as exportações cresçam, reduzindo o recurso ao financiamento externo.

Já as mudanças na ordem econômica são consideradas relevantes para a retomada dos investimentos privados, bem como para a redução dos custos sistêmicos da atividade produtiva, o que poderia ser atingido com o reforço ao investimento nos setores de infra-estrutura.

Por outro lado, o programa de privatizações e concessões (PND) deverá trazer contribuição importante para o aumento na oferta de serviços públicos e de infra-estrutura, fundamentais não só para remover gargalos existentes, mas também para obter reduções nos custos sistêmicos da atividade produtiva. Ademais, o PND também deve gerar receitas para o abatimento da dívida pública, propiciando economia de juros, bem como representa abertura de espaços para ingresso de investimento estrangeiro direto.

Não obstante os esforços do Executivo no ano de 1995 e primeiro trimestre de 1996, muitos avanços ainda são tênues, em função não só das dificuldades administrativas, legais e culturais, como dos reflexos da fragmentação social e política e das distorções do sistema representativo. Na verdade, não é possível minimizar a grandeza do processo de reconstrução do Estado Nacional, tarefa eminentemente política.

Neste sentido, o governo parece ter subestimado os eventuais ganhos, em termos não só de racionalidade econômica, como de agilidade política, propiciados por uma prévia e ampla reforma nos mecanismos de representação política, abrangendo o sistema partidário, a questão federativa, dentre outros aspectos.

3.4. A POLÍTICA CAMBIAL NO PLANO REAL

Nosso objetivo é apreciar a política cambial do Plano Real, não só à luz dos aspectos teóricos mais relevantes, como também da evolução concreta do mercado cambial e da articulação desta política com o restante do programa.

Neste sentido, este item envolverá, a princípio, a recuperação de alguns aspectos teóricos ligados aos modelos onde a taxa de câmbio é vista como variável determinada a partir da manutenção do equilíbrio nos mercados monetários e de ativos, especialmente a curto prazo, quando as variáveis reais podem ser consideradas algo rígidas. A partir desta abordagem teórica, analisaremos o comportamento do mercado cambial durante os primeiros meses do programa.

Por outro lado, no restante do item consideraremos a articulação da política cambial com as demais políticas, no bojo de uma entrada crescente de capitais externos, além de enxergá-la como parte da estratégia de ancoragem nominal da economia.

3.4.1. Aspectos Teóricos da Determinação da Taxa Cambial em Economias Abertas

3.4.1.1. A Colocação do Problema

A partir de meados da década de setenta, em grande parte inspirada na experiência do primeiro mundo com taxas flexíveis de câmbio após a queda de Bretton Woods, desenvolveu-se uma vertente de trabalhos teóricos e empíricos enfatizando o papel dos mercados de ativos, da crescente mobilidade de capital e da formação de expectativas enquanto determinantes da taxa de câmbio de

mercado⁹⁰. Ao invés de depender de hipóteses peculiares sobre a formação das crenças dos agentes econômicos relevantes, envolvendo, por exemplo, erros sistemáticos de previsão, tais modelos permitem a extração de resultados interessantes a partir da assimetria de respostas entre os mercados de bens e de ativos (ou seja, ajustes extremamente mais rápidos nestes últimos), a partir, por exemplo, de choques monetários⁹¹.

Neste sentido, as economias nacionais poderiam, caso submetidas, por exemplo, a mudanças bem marcadas na condução da política monetária, exibir trajetórias para a taxa de câmbio fortemente determinadas pelo ajuste de curto prazo dos mercados financeiros, e, possivelmente, mostrando uma aproximação muito grosseira ou mesmo divergências algo duradouras em relação à sinalização dada pelos níveis de preços relativos, pelos diferenciais entre taxas de inflação, ou pela evolução no crescimento da produtividade.

O papel da política monetária é fundamental nestas circunstâncias, estando a determinação das taxas de juros e de câmbio intrinsecamente interligadas. Os níveis de câmbio e juros compatíveis com estes rápidos ajustes tendem a "realimentar" o sistema, através de decisões de investimento e comércio que se cristalizam por meio de impactos sobre as posições de ativos líquidos (por exemplo, via resultados no balanço de pagamentos em conta-corrente). Paralelamente, à medida que os ajustes nas variáveis reais ocorrem, é possível observar uma acomodação nas trajetórias de câmbio e juros⁹².

⁹⁰ Uma expansão algo didática deste tipo de abordagem pode ser encontrada em BRANSON(1979).

⁹¹ Um dos trabalhos clássicos nesta linha é o "paper" de DORNBUSCH, Rudiger.[1976]. *Expectations and Exchange Rate Dynamics. Journal of Political Economy*, 84(6), 1976.

⁹² Uma das variantes mais conhecidas deste tipo de modelo é referida como "Modelo da Ultrapassagem" (overshooting), visto que as variações da taxa cambial, inicialmente, são maiores que as necessárias para manter o equilíbrio da economia no longo prazo. Uma

3.4.1.2. A Determinação das Taxas de Câmbio e Juros em uma Economia Aberta com Mobilidade de Capitais

A lógica do modelo pode ser captada através de um exemplo simples. Admitindo-se uma elevação na quantidade nominal de moeda, sob as hipóteses de rigidez para preços e renda real, tem-se um aumento no estoque real de moeda. O equilíbrio no mercado de ativos (incluindo as decisões de alocação entre ativos domésticos e externos) é restabelecido através da geração de uma expectativa de apreciação da taxa cambial, suficiente para compensar a redução da taxa de retorno dos ativos domésticos.

Uma forma simples de entender estas relações é considerar uma economia aberta com três ativos, inicialmente sob oferta fixa⁹³: moeda⁹⁴, títulos domésticos e ativos externos. Na verdade, para reter sua riqueza total sob estas 3 formas, os agentes econômicos otimizaram suas escolhas em função da constelação de taxas de retorno para as opções mencionadas, de modo que uma divergência entre qualquer taxa referencial (indutora de determinada distribuição entre as opções existentes) e a taxa observada, leva a ajustes de portfólio. Assim, seja a riqueza total da sociedade dada por:

$$W = M + B + eF$$

onde os ativos internos (B) e externos (F) podem crescer através do investimento interno ou externo⁹⁵.

exposição resumida desta abordagem pode ser encontrada em: DORNBUSCH, Rudiger & FISCHER, Stanley.[1987]. Macroeconomics. 4th edition, 1987, pp. 748-62.

⁹³ Boa parte da exposição a seguir está baseada em BRANSON(1979).

⁹⁴ A moeda (M) é um ativo com retorno nominal nulo, sendo que sua demanda depende diretamente do nível de renda nominal e inversamente da taxa de juros.

⁹⁵ Moeda e títulos podem ser considerados ativos não-transacionáveis, de modo que a definição de ativos externos líquidos seja consistente com a definição do Balanço de

A demanda por cada ativo depende positivamente, tanto de suas taxas de retorno relativo (ou seja, inversamente com relação à rentabilidade dos ativos alternativos) , quanto da riqueza total (W). Neste contexto, é possível determinar a taxa de juros doméstica (r) e a taxa cambial (e)⁹⁶ a partir do equilíbrio entre oferta e demanda para cada um dos 3 ativos.

Podemos utilizar o modelo em alguns experimentos, seja envolvendo a acumulação de ativos para elevar a riqueza total, ora conduzindo a uma mudança na composição da riqueza, por exemplo, uma operação de "open-market", fazendo com que $dM = -dB$, de modo que W permaneça constante. A partir daí, são gerados um "efeito riqueza" e um "efeito substituição", sendo que a predominância de um deles define o sentido das alterações sobre as variáveis endógenas ("e" e "r").

O efeito de várias alterações, seja envolvendo um aumento de W , seja apenas de troca entre ativos, pode ser contemplado a partir da matriz abaixo, onde os sinais dão a direção de variação para a taxa de juros e de câmbio em cada respectiva alteração inicial nesta economia.

Exemplificando, no caso de uma operação de "open-market", passa a existir um excesso de oferta de moeda e excesso de demanda por títulos. Isto tende a elevar os preços dos títulos, deprimindo a taxa de juros. Esta diminuição tende a aumentar a demanda por ativos externos, pressionando a taxa cambial para cima.

Pagamentos (BP). Assim, o saldo do BP em conta-corrente determina a taxa de acumulação dos ativos externos líquidos no tempo.

⁹⁶ A taxa de câmbio compatível com a equação para a riqueza total é expressa em unidades de moeda nacional por unidade da divisa estrangeira considerada.

EFEITOS DE AUMENTOS NO ESTOQUE DE ATIVOS SOBRE OS VALORES DE EQUILÍBRIO A CURTO PRAZO: TAXA DE JUROS (r) E TAXA DE CÂMBIO (e)

EFEITOS SOBRE	EFEITOS DA ACUMULAÇÃO DE ESTOQUES			EFEITOS DAS OPERAÇÕES DE "OPEN-MARKET"	
	dM	dB	dF	-dB = +dM	-e dF = + dM
r	-	+	0	-	-
e	+	?	-	+	+

FONTE: BRANSON(1979).

Outra situação dá-se quando ocorre elevação da oferta de títulos, por exemplo, através de um deficit fiscal financiado por aumento da dívida pública. Deve acontecer uma redução no preço dos títulos, elevando seus rendimentos. A subida nas taxas de juros tende a pressionar para baixo a taxa cambial ao reduzir a demanda por ativos externos (F). No entanto, o aumento da riqueza total contribui para o aumento da demanda por ativos externos, sinalizando para a elevação da taxa cambial. Assim, o efeito final é ambíguo⁹⁷.

3.4.1.3. Um Exercício Envolvendo a Suposição de um Choque Monetário Expansionista

A partir da discussão feita acima, podemos examinar mais detidamente o efeito de uma perturbação monetária, seja ela originada de mudanças nos parâmetros de condução da política monetária (oferta), bem como de flutuações

⁹⁷ O impacto final sobre a taxa cambial deverá ser negativo (apreciação), desde que predomine o "efeito substituição".

na demanda de moeda⁹⁸. Nossa preocupação principal é com a trajetória da taxa cambial vis-à-vis a do nível geral de preços.

Nosso ponto de partida é a presunção de que alguma elevação de preços deva suceder tal choque monetário, havendo, porém, dúvidas sobre a velocidade ou a magnitude envolvidas, de modo que a hipótese inicial será de ajuste gradual na direção de um aumento no longo prazo, proporcional ao verificado no estoque monetário (ou seja, inicialmente $dp/p \leq dm/m$). Mas com esta trajetória de preços, o que deve ocorrer com a taxa de câmbio?

Inicialmente, vamos supor equilíbrio pleno, envolvendo conta-corrente do BP em equilíbrio, dados os estoques iniciais dos 3 ativos. O impacto imediato do aumento na oferta monetária é uma desvalorização da taxa cambial, de modo que o seu novo nível é maior que aquele sinalizado pelo nível geral de preços (aqui esta a idéia do "overshooting"). Este movimento (assumindo a validade da condição Marshall-Lerner) deve incrementar as exportações líquidas, gerando uma acumulação de ativos externos.

À medida que isto ocorre, a taxa cambial vai se apreciando até que o ajuste seja completado com o restabelecimento do equilíbrio na conta-corrente⁹⁹. No entanto, como o acúmulo de ativos externos líquidos elevou o componente financeiro da conta-corrente ($r^* F$), o nível de longo prazo da relação (e/p), ligada à taxa de câmbio real, é menor que o anterior.

⁹⁸ A análise a seguir terá como base uma operação de "open-market" expansionista ($dm = db$), no entanto, poderíamos considerar também uma redução comparável na demanda de moeda. O caso de uma operação análoga no mercado cambial teria a complicação adicional associada à realocação entre setor privado e governo da renda obtida a partir dos ativos externos.

⁹⁹ Sobre as possibilidades de ajuste não monotônico para preços e/ou taxas de juros, veja BRANSON(1979) seção 4.4.

Paralelamente, à medida que as exportações líquidas são acrescidas, o dispêndio agregado¹⁰⁰ se eleva¹⁰¹, induzindo um aumento dos preços domésticos¹⁰². Como a princípio os preços estão relativamente rígidos, o aumento do estoque real de moeda deprime a taxa de juros doméstica, o que também pressiona a demanda agregada. Ao longo do tempo, graças aos aumentos do dispêndio global, os preços vão crescendo e a taxa de câmbio nominal vai apreciando (com base no nível mais "desvalorizado" logo após o choque monetário).

Por outro lado, a taxa de juros mais baixa é neutralizada pela expectativa de apreciação, de modo que o equilíbrio no mercado de ativos é mantido. Com a elevação de preços, tanto via preço relativo externo quanto via taxa de juros, passa a existir uma pressão no sentido do reequilíbrio no mercado de bens levando à convergência da taxa de câmbio de mercado para a taxa de equilíbrio de longo prazo (que deve ter sido alterada em relação ao nível de "e/p" inicial como já mencionado). No novo equilíbrio pleno, teremos preços constantes e expectativa de variação da taxa cambial nula, bem como equilíbrio no mercado de bens e de ativos.

Podemos inferir a partir de nossa análise que: i) quando a taxa de câmbio e o nível de preços variam em função de uma perturbação monetária, devemos

¹⁰⁰ Ao longo de todo o item, lidamos com uma economia aberta. Neste caso, o gasto agregado com bens produzidos domesticamente difere do dispêndio agregado dos residentes, na medida em que o primeiro inclui adicionalmente as exportações líquidas, ou seja, a demanda líquida (pois exclui-se a demanda dos residentes por bens internacionais) dos não-residentes por bens produzidos domesticamente.

¹⁰¹ Além do efeito direto das elevações da demanda externa por nossos produtos, o dispêndio agregado pode crescer em função dos impactos indiretos via multiplicador e efeito-renda do comércio exterior.

¹⁰² Para fins de determinação da renda e do emprego nesta economia, bem como para a análise de curto prazo sobre repartição de variações da renda nominal entre renda real e nível geral de preços, a magnitude relevante é o dispêndio total com bens produzidos domesticamente, conforme definido acima.

esperar que os movimentos da taxa de câmbio sejam irregulares e marcados pelo "overshooting", ou seja, um efeito de curto prazo mais forte que o implícito na nova cotação de equilíbrio de longo prazo: ii) se o nível de preços ou a taxa de inflação flutuam em razão de choques reais, as variações na taxa cambial serão maiores devido às mudanças na posição de ativos externos líquidos durante o processo de ajustamento.

3.4.2. A Política Cambial do Plano Real e o Ingresso de Capitais Externos

Discutiremos a relação entre a política cambial do Plano Real e as alternativas para a política econômica diante de uma oferta abundante de capitais externos. Naturalmente, estamos nos servindo e, ao mesmo tempo, complementando a discussão realizada no item 3.2 acima.

3.4.2.1. Câmbio Flexível e Capitais Estrangeiros nos Anos 90

É possível argumentar, pelo menos a nível teórico, na direção de um sistema cambial mais flexível onde, por definição, o balanço de pagamentos está sempre em equilíbrio e o BC não compromete a política monetária com intervenções no mercado cambial¹⁰³. Neste caso, tampouco o setor público tem de arcar com o chamado déficit *quasi-fiscal* resultante da esterilização dos fluxos de capitais.

¹⁰³ Naturalmente, este é um modelo polar que admite diversas variações, como o chamado regime de flutuação administrada (ou "suja") da taxa cambial, onde a autoridade monetária intervém, de maneira mais ou menos esporádica, no mercado cambial. Sobre a determinação da taxa de câmbio em economias abertas sob mobilidade de capitais, veja seção 3.4.1. acima.

Esta opção de regime cambial apresenta algumas propriedades interessantes, especialmente na variante onde supõe-se existir grande mobilidade de capitais externos¹⁰⁴. Neste caso, a política monetária doméstica tende a ser plenamente eficaz para alterar o nível de emprego e renda domésticos, mas a política fiscal tende a ser neutralizada por movimentos compensatórios em outros itens da demanda global.

Por exemplo, uma política fiscal expansionista tende a elevar a taxa de juros doméstica (desde que a política monetária não seja acomodatória, hipótese razoável se o objetivo é controlar a inflação), o que atrai capitais externos, deprimindo a taxa de câmbio nominal (e provavelmente a real). Isto deve reduzir o superávit (ou aumentar o déficit) na conta-corrente do BP, através da diminuição das exportações e/ou aumento das importações. Este movimento, pelo qual um aumento no déficit fiscal desloca (“crowd-out”) a demanda líquida por exportações, é chamado de “efeito-deslocamento” (“crowding-out”).

A nível geral, os regimes de câmbio flexível com política monetária independente tornaram-se mais conhecidos após a quebra do Sistema Monetário de Bretton Woods, onde a moeda-reserva era o dólar e as taxas cambiais eram, em geral, fixas. Uma das razões porque o novo sistema tornou-se popular foi sua suposta capacidade de isolar os países de choques nominais (ou monetários) vindos do exterior, por exemplo, a política monetária extremamente frouxa praticada pelos EUA desde o início dos anos 60. Isto permitia que as nações desenvolvidas, como a França, o Japão e a Alemanha, não “importassem” a inflação americana.

¹⁰⁴ Para uma discussão completa da abordagem clássica em termos de equilíbrio macroeconômico com taxas fixas e flexíveis (conhecida como “modelo Mundell-Fleming”),

Diz-se, assim, que este sistema cambial, pelo menos em tese, é capaz de isolar (ou insular) a economia interna de choques nominais (ou monetários), ao mesmo tempo que ele aumenta a capacidade de reação do sistema econômico a choques reais, como por exemplo, uma mudança nos termos de troca, hipótese na qual a taxa de câmbio tenderia a se mover rapidamente na direção de efetuar o ajuste das contas externas.

No entanto, esta opção acabou não se mostrando tão atrativa à medida que o sistema foi sendo testado, entre outras razões porque as taxas cambiais nominais mostraram-se sensíveis aos diferenciais relativamente duradouros entre as taxas de juros, o que ocasionou volatilidade cambial em resposta ao crescimento e à instabilidade nos fluxos internacionais de capitais, bem como variabilidade das taxas de câmbio reais. Estes aspectos são ilustrados no item 3.4.1. acima.

Desta forma, a aderência a esta alternativa permitiu que fosse atingido um período de taxas de inflação bastante reduzidas nas principais economias, mas a virtual tendência a efetuar ajustes externos rápidos e relativamente indolores, bem como o melhor gerenciamento frente a capitais externos voláteis, parecem não ter sido satisfatoriamente atingidos.

Esta discussão guarda alguma relação com a experiência brasileira recente. O recurso a taxas cambiais flexíveis, embora administradas, marcou a fase inicial do Plano Real¹⁰⁵.

Durante a fase inicial do Plano Real, a imposição de metas para a evolução da base monetária veio acompanhada de uma margem para flutuação

veja SACHS, Jeffrey D. & LARRAIN, Felipe B. *Macroeconomia*. São Paulo, Makron Books, 1995.

nominal da taxa cambial. Não obstante os eventuais méritos desta alternativa em termos de combate à inflação, num momento onde a quebra da indexação possa ter sido importante para aumentar a credibilidade inicial do programa, sua aplicação não parece ter sido eficaz, tanto em termos de gerenciamento de capitais externos, quanto de redução na volatilidade do setor externo da economia.

Embora a economia tenha caminhado de maneira rápida para uma situação de equilíbrio no balanço de pagamentos, ou seja, variação de reservas internacionais praticamente nula, no período de junho a dezembro de 1994 (Tabelas C.18, C.20 e C.43), a existência de um substancial diferencial de taxas de juros levou a uma apreciação significativa da taxa de câmbio nominal (Tabelas C.31, C.32 e C.47), só contida depois que as autoridades introduziram restrições fortes à entrada de divisas, inclusive as relacionadas com as contas comerciais¹⁰⁶.

Poderíamos esperar alguma valorização nominal do câmbio, de modo que se o superávit na conta de capital fosse algo rígido, teria que surgir um déficit nas contas comerciais de modo a resultar em acumulação nula de reservas internacionais. Considerando a relação existente entre os preços nos setores mais sujeitos à concorrência externa e a taxa cambial, é lícito afirmar que a economia teria de se acomodar a uma pressão deflacionária nos mercados de bens e fatores, ou seja, provavelmente o nível de atividade e a inflação doméstica seriam puxados para baixo.

¹⁰⁵ Sobre a questão da flexibilidade cambial e da maior liberdade no mercado cambial brasileiro, veja FREITAS(1990) e (1996).

¹⁰⁶ Cabe destacar que isto tendeu a aumentar a vulnerabilidade externa, dado que as decisões ligadas à conta de capital são muito mais flexíveis que aquelas relacionadas ao setor produtivo, ou seja, aos fluxos de exportações e importações de bens.

No entanto, como ocorre na maioria dos programas, a inflação residual verificada foi importante (Tabelas C.1, C.4 e C.6), resultando numa valorização cambial (Tabelas C.48 e C.49)), que pode ser superior à eventual margem de “subvalorização” típica dos finais de hiperinflação¹⁰⁷. Isto conjugou-se a um brutal aumento conjuntural (em parte especulativo) e estrutural (associado à expectativa de fim da inflação) da demanda agregada, imprimindo às contas externas uma trajetória perigosa no médio prazo.

Apesar dos efeitos benéficos sobre a inflação, este regime cambial magnificou o problema, já que as exportações líquidas teriam sido “deslocadas”, em função de um “shift” negativo experimentado pelas contas públicas ao longo do primeiro ano do programa, tendo parte do efeito sido neutralizado pela política monetária extremamente restritiva praticada no período.

Por outro lado, a flexibilidade cambial não trouxe um ganho duradouro na gestão dos capitais externos. Embora a apreciação nominal tenda a reduzir o prêmio cambial, ao formar no mercado uma expectativa de desvalorização futura¹⁰⁸, durante a trajetória de queda da taxa nominal podem ocorrer ingressos substanciais de recursos, especialmente de curto prazo, e que deverão buscar o retorno ao exterior antes que uma eventual desvalorização torne-se previsível¹⁰⁹.

¹⁰⁷ Discussões sobre o eventual espaço para uma valorização cambial podem ser encontradas em: ARAÚJO & FEIJÓ FILHO(1993) pp. 83-88 e WORLD BANK(1994) pp. 72-73.

¹⁰⁸ Consideramos aqui que o prêmio cambial relevante é formado pela remuneração interna em reais, descontadas as taxas externas de juros e a expectativa de desvalorização/depreciação (somada se for valorização/apreciação). Naturalmente, deve-se abater os impostos para chegar ao prêmio líquido. Espera-se que o prêmio cambial bruto, que esteve extremamente elevado no segundo semestre de 1994, chegue a 17-20% em 1996, após registrar o nível ainda muito elevado de 35% em 1995.

¹⁰⁹ Assumindo-se que a taxa de câmbio de equilíbrio no longo prazo dependa dos fatores de competitividade que governam a conta-corrente do BP exceto juros, ou seja, a balança de serviços não-fatores mais balança comercial, é razoável considerá-la constante apesar dos influxos de capital, daí tornar-se provável uma desvalorização futura, exceto se houvessem grandes reduções nos preços e custos dos fatores de produção, o que, em geral, é muito pouco provável nas economias modernas.

Assim, a substituição da intervenção no mercado cambial, acompanhada de esterilização do impacto monetário, pela flutuação administrada da taxa de câmbio não evitou uma apreciação cambial significativa, o que obrigou as autoridades a introduzir controles cambiais mais intensos no segundo semestre de 1994¹¹⁰, inclusive afetando parte da conta-corrente do balanço de pagamentos (BP), na forma, por exemplo, de limitações ao financiamento das exportações.

3.4.2.2. A Recolocação do Dilema dos Capitais Estrangeiros no Plano Real

No primeiro semestre de 1995, com o advento da crise mexicana, a legislação restritiva adotada no segundo semestre de 1994 foi quase que totalmente revertida em função da perda de reservas e da aparente incompatibilidade entre a trajetória para o déficit em conta-corrente do BP e as novas condições externas de financiamento¹¹¹. Outras medidas foram tomadas, tanto no sentido de melhorar o desempenho das contas externas¹¹², quanto de reduzir o dispêndio global¹¹³, de modo que a economia brasileira convergiu para um equilíbrio com inflação baixa e contas externas em ordem, embora a atividade econômica tenha sofrido uma retração aparentemente mais forte do que a necessária, e do que esperavam as autoridades.

Em meados de maio/95, a situação internacional dava crescentes sinais de reversão, sinalizando para uma retomada gradual dos fluxos de capitais para

¹¹⁰ Vide Anexo A.

¹¹¹ No primeiro trimestre de 1995, tratava-se de uma absorção de poupança externa da ordem de 5% do PIB e um crescimento do PIB da ordem de 10% anuais, ambos na margem.

¹¹² Veja Anexo A.

¹¹³ Veja Anexo B.

os países emergentes, embora a crise cambial mexicana tenha deixado mais cautelosos tanto os “policy-makers”, quanto os investidores estrangeiros.

Ao longo do segundo semestre de 1995, o Brasil voltou a receber capitais externos em magnitude mais que suficiente para financiar o déficit em transações correntes do BP, da ordem de 3% do PIB (Tabelas C.41 e C.43). Apesar da imposição de IOF sobre determinadas formas de ingresso, houve substancial ganho líquido de reservas ao longo do segundo semestre de 1995 e primeiro quadrimestre de 1996.

Desta forma, juntamente com a retomada da oferta de capitais externos, o retorno do BCB à condição de demandante residual de divisas, no bojo da política de gradual deslizamento da taxa cambial nominal, recolocou novamente o debate sobre a compatibilidade entre as políticas econômicas num contexto de significativa mobilidade de capitais.

Ao final de 1995 e início de 1996, diante de uma redução adicional das taxas de juros internacionais, e num contexto de liquidez abundante, a questão aqui colocada permanece importante, devendo agravar-se pois projeções e avaliações preliminares sugerem que as reservas cresçam mais do que o previsto em 1996.

Este é um dos dilemas fundamentais na formulação da política econômica nos últimos anos. Trata-se de adotar uma configuração de políticas e instrumentos que minimiza os impactos fiscais e monetários da manutenção de metas nominais ou reais para a taxa de câmbio, em um contexto de oferta abundante de divisas¹¹⁴.

¹¹⁴ A respeito deste debate, veja CYSNE(1995a) e (1995b).

De fato, existem perdas de graus de liberdade na gestão das políticas econômicas sob mobilidade de capitais. No caso de uma política cambial ativa, representada por uma desvalorização cambial predeterminada, as autoridades defrontam-se com os problemas ligados à esterilização, como a expansão da dívida pública, bem como convivem com a previsibilidade que os movimentos da taxa nominal de câmbio assumem dentro da banda¹¹⁵.

No atual cenário, esta questão não está resolvida, mas a literatura e a experiência internacional fornecem indicações, como vimos no item 3.2 acima. Um dos exemplos é a experiência chilena¹¹⁶, onde são conjugadas várias alternativas, como bandas cambiais móveis¹¹⁷, controles de capitais mais rigorosos, queda das taxas reais de juros, dentre outros. Assim, embora não exista um pacote pronto e acabado para lidar com este dilema, é possível adotar vários instrumentos, elaborando uma resposta dinâmica ajustada a cada contexto.

Enfim, a introdução do regime de câmbio flexível no Brasil deu apenas uma solução temporária e parcial para o gerenciamento das políticas domésticas sob mobilidade de capitais externos. Assim, parece que a utilização de uma taxa cambial flutuante não pode prescindir de outros instrumentos, como impostos e medidas administrativas.

Os movimentos construtivos e mais promissores por parte da política econômica envolvem novas e mais eficazes barreiras à entrada de capitais e

¹¹⁵ Diversos analistas de mercado e economistas sugerem também que a intervenção do BCB dentro da chamada “banda larga” não tem conseguido evitar a sinalização de uma “indexação” cambial em relação aos preços por atacado. Sobre a forma de administração da banda cambial aplicada no Brasil, veja seções 3.4.3.2. e 3.4.3.3. abaixo.

¹¹⁶ Veja seção 3.2 acima.

modelos alternativos de bandas cambiais¹¹⁸, inclusive móveis, comentadas mais adiante.

Por outro lado, a experiência de outros países, inclusive a nossa no período recente, sugere que a eficácia dos controles de capital é limitada e decrescente no tempo¹¹⁹, requerendo que as autoridades atualizem as medidas de modo a acompanhar a grande agilidade dos mercados financeiros privados no atual cenário globalizado.

3.4.3. A Política Cambial do Real: Vantagens e Desvantagens

3.4.3.1. A Abordagem Agressiva com Apreciação Nominal do Real

Após a introdução da sistemática de câmbio flexível, verificou-se uma apreciação nominal do Real, especialmente forte no primeiro trimestre do programa (vide Tabela C.47), e que resultou, como vimos no item 3.4.1, de um fenômeno associado ao ajuste mais rápido no mercado de ativos.

Desta forma, como resultado de mudanças de tendências quanto à evolução da política monetária, bem como da presença de um grande diferencial favorável às taxas de juros domésticas, a taxa cambial corrente se ajustaria de modo a permitir espaço para uma desvalorização futura compatível com o diferencial de rentabilidades entre as moedas.

A maioria das medidas adotada durante o primeiro semestre do programa visava inibir a entrada de recursos externos, a fim de evitar uma apreciação

¹¹⁷ Uma discussão sobre a utilização de bandas cambiais móveis, como sinalizador para as contas externas, mas mantendo algum grau de variabilidade como forma de restringir a entrada de capitais voláteis, está em LEIDERMAN & BUFMAN(1995).

¹¹⁸ Sobre a questão das bandas cambiais, veja ARAÚJO & FEIJÓ FILHO(1993) e LEIDERMAN & BUFMAN(1995), entre outros.

ainda maior do Real. Ao mesmo tempo, as autoridades procuraram não estabelecer um balizamento para a intervenção do BCB, o que criou alguma incerteza e imprevisibilidade sobre o curso da taxa cambial no curto prazo, cerceando movimentos de curtíssimo prazo na conta de capital.

Mesmo antes da edição do pacote de outubro/94, no qual as autoridades visaram reduzir substancialmente o ingresso de recursos, pequenas mudanças a nível operacional¹²⁰, como o anúncio de intervenções localizadas (sem recurso a leilões eletrônicos e globais de compra ou venda de câmbio), já haviam levado o mercado a estabilizar-se entre R\$ 0,83-0,87 por 1 US\$, abandonando o que os analistas financeiros vieram a chamar de “banda assimétrica”¹²¹, visto não possuir limite inferior especificado.

A política implementada no primeiro semestre do Plano Real parecia ser consistente à primeira vista, pois dava ao BCB a possibilidade de controlar os agregados monetários restritos, como a base monetária, o que era salutar em função do papel das metas de expansão previstas em Lei como sinalizador de controle monetário¹²², aspecto importante num ano eleitoral.

A nível da política cambial e de comércio exterior¹²³, a gestão da primeira fase teria sido ousada, classificada por um dos principais formuladores como

¹¹⁹ Veja, por exemplo, FIELEKE(1993) e Anexo A.

¹²⁰ Vide Anexo A.

¹²¹ A opção pela banda assimétrica havia sido sugerida, aparentemente pela primeira vez, por ARAÚJO & FEIJÓ FILHO(1993), p. 18.

¹²² Cabe lembrar, contudo, que a abordagem feita nos capítulos 1 e 2 aponta para a reduzida utilização deste tipo de instrumento, em função, especialmente, da imprevisibilidade acerca da demanda de moeda logo após ou no limiar de um episódio de hiperinflação. Argumentaremos adiante que a lógica das metas monetárias é a de indiretamente representar uma sinalização sobre a política fiscal. Uma abordagem geral das propriedades do desenho monetário será realizada no item 3.5. adiante.

¹²³ Uma exposição sobre a política cambial do Plano Real está contida em A.C. PASTORE & ASSOCIADOS(1994), OLIVEIRA & TOLEDO(1994), PASTORE & PINOTTI(1994) e (1995), SIMONSEN & LEMOS(1994), VON DOELLINGER(1994), ALMEIDA JÚNIOR(1995), FRANCO(1995) e ZINI JÚNIOR(1996).

abordagem "big bang" no sentido da abertura da economia ao exterior¹²⁴. Neste sentido, seria interessante discutirmos algumas das vantagens e desvantagens da política adotada.

Em primeiro lugar, cabe ressaltar os efeitos positivos obtidos em termos de ancoragem nominal, aparentemente obtidos mais cedo do que o esperado sob um regime de taxa cambial fixa. Ademais, deu-se um impulso em termos de credibilidade¹²⁵, apesar de ter sido preservada a flexibilidade para ajustes futuros na taxa cambial.

Neste sentido, em termos de âncora nominal, a apreciação inicial da taxa de câmbio funcionou como uma "hiper-desindexação", contribuindo fortemente em termos de geração de credibilidade e sinalização de maior consistência nas políticas econômicas. Por outro lado, obteve-se um incentivo à utilização da nova moeda, associável a uma forma de "desdolarização"¹²⁶, ao mesmo tempo que foi mantida a estabilidade de um parâmetro básico para a formação de preços à partir da disciplina do mercado externo.

Além disso, a estabilidade cambial tendeu a magnificar e potencializar a construção de canais de comercialização a partir das importações, surpreendendo a maioria dos analistas, que consideravam que tal evolução seria muito lenta no caso brasileiro¹²⁷.

¹²⁴ Cf. FRANCO, Gustavo H. B.[1996]. The Real Plan. PUC-RJ, Texto para Discussão Interna nº 354, mar. 1996.

¹²⁵ Uma outra dimensão importante a considerar diz respeito ao eventual ganho em termos de controle de capitais estrangeiros. Comentamos acima que tal vantagem não materializou-se, pois os efeitos foram temporários e não parecem ter compensado as perdas em termos de vulnerabilidade externa.

¹²⁶ Este ponto foi inclusive reconhecido por André Lara Resende, um dos formuladores do programa que havia defendido enfática e publicamente a adoção de uma taxa cambial fixa, em debate promovido na Folha de São Paulo em 26.02.1996.

¹²⁷ Uma boa análise sobre as perspectivas de entrada no Plano Real, mas que não é exceção em relação a esta percepção, encontra-se em NAKANO(1994).

A disciplina competitiva imposta aos setores oligopolizados da economia parece ter sido fundamental para a manutenção da estabilidade dos preços industriais, tendo cabido um papel de destaque às importações¹²⁸ (Tabela C.6, C.7, e C.46).

Uma visão mais radical dos efeitos da política cambial e de comércio exterior do Plano Real encontra-se nos trabalhos e exposições de Gustavo Franco¹²⁹, um dos formuladores mais ligados à definição destas políticas. Segundo Franco, são três os impactos fundamentais da nova orientação adotada com o Plano Real:

a) a lógica de uma economia fechada, praticada até o início da década, veio sendo substituída, adquirindo impulso com a combinação de políticas comercial e cambial implementadas em 1994 e 1995. A nível microeconômico, o setor privado reagiu intensamente, determinando grande dinamismo, patenteado nas alterações nos padrões de consumo e nos laços financeiros e tecnológicos do país com o exterior. Isto correspondeu a uma mudança na estrutura do processo de competição.

b) o resultado deste processo, caracterizável como um processo de “destruição criadora” (conceito utilizado por Schumpeter), está refletido na melhoria da qualidade e na diversidade dos produtos nacionais, bem como nos indicadores de produtividade (produção em relação a horas trabalhadas). Estes indicariam uma variação média anual de -1% entre 1980 e 1991, e um

¹²⁸ Uma abordagem nesta direção encontra-se em OLIVEIRA & TOLEDO(1994).

¹²⁹ Cf. FRANCO, Gustavo H. B.[1996]. The Real Plan. PUC-RJ, Texto para Discussão Interna nº 354, mar. 1996. Tomamos como base também a apresentação oral do autor no Seminário: “O Que Esperar de 1996 ?”, realizado em São Paulo em 24.11.1995.

crescimento de 7,6% anuais desde então¹³⁰. Isto teria compatibilizado a baixa inflação com o aumento do salário real.

c) no que tange ao aspecto macroeconômico, a desindexação da taxa cambial, com o aumento da participação do mercado de câmbio na formação do preço, quebrou o nexos automático entre as políticas monetária e cambial vigente até junho de 1994, problematizando a questão do custo de acumulação de reservas internacionais¹³¹.

Não obstante os eventuais ganhos associados à política cambial praticada, existem aspectos negativos muito relevantes, destacando-se pelo menos dois pontos:

a) em primeiro lugar, devemos discutir a relação entre taxa cambial e liberalização do comércio exterior. A literatura tem sugerido que uma depreciação da moeda seja feita no início do processo de liberalização, de modo que os custos em termos de produto e emprego sejam menores, evitando-se também um desequilíbrio excessivo na conta-corrente do BP. Tem sido mencionada também a possibilidade de que isto comprometa o processo de liberalização mais adiante¹³².

Neste sentido, a liberalização iniciada em 1990 não teria envolvido uma desvalorização inicial, limitando-se a reverter a valorização cambial ocorrida ao final da administração Sarney (limiar da hiperinflação). Assim, acelerar o

¹³⁰ Estas referências a indicadores de produtividade serão qualificadas no item 3.6.2. adiante.

¹³¹ A referência parece aplicar-se aos altos custos incorridos no processo de esterilização da entrada de recursos externos, o que explicitaria os efeitos e limites da intervenção do BCB no mercado cambial. Pode-se inferir que Franco estaria atribuindo então um papel adicional relevante à flexibilidade da taxa cambial, enquanto instrumento para lidar com os capitais externos. Veja a abordagem contida em FRANCO(1995), capítulo 2, bem como WORLD BANK(1994).

¹³² Cf. ZINI JÚNIOR(1993), capítulo 4.

cronograma de abertura, em um momento onde não só a economia já vinha crescendo moderadamente, mas na expectativa de um boom de consumo, poderia levar a uma desproteção muito intensa e concentrada no tempo. Tal opção certamente poderia ter colocado o processo de liberalização em risco, como parece ter ocorrido ao longo do primeiro semestre de 1995, embora a crise mexicana tenha magnificado tais riscos, condicionando as políticas econômicas e os resultados daquele período.

b) uma segunda consideração, muito bem estudada na literatura, relaciona-se aos efeitos estruturais e de longo prazo de uma valorização persistente da taxa de câmbio real. Ademais, poderíamos relembrar os resultados comentados acima, em particular no que concerne à experiência internacional com o câmbio flexível. Contrariamente ao esperado, tais sistemas levaram a valorizações substanciais da taxa de câmbio real.

Neste sentido, no caso brasileiro, uma valorização cambial forte e prolongada poderia transformar-se em um desalinhamento estrutural da taxa de câmbio real¹³³. Apesar de alterações nos preços relativos muitas vezes não afetarem prontamente os fluxos de comércio, os investimentos nos setores exportadores e de substituição de importações tendem a ser sensíveis a preços relativos, de modo que desalinhamentos (divergências entre a taxa de câmbio real observada e seu valor de equilíbrio) da taxa cambial podem gerar efeitos

¹³³ De acordo com a clássica abordagem de EDWARDS(1992b). No caso brasileiro, contudo, dois argumentos poderiam justificar, pelo menos em parte, uma eventual valorização cambial. Um deles é a idéia de que nos processos de inflação alta e crescente a taxa cambial tende a ficar subvalorizada, o que nos levaria a supor que a reversão da demanda de divisas a título de substituição monetária ("currency substitution") poderia resultar em valorização cambial. Uma segunda possibilidade envolveria um raciocínio do tipo PPP (paridade de poder de compra) relativa ajustada por ganhos de produtividade, caso o Brasil tivesse obtido substanciais incrementos na produtividade de sua economia vis-à-vis os principais parceiros comerciais.

reais em determinados segmentos do setor produtivo, mesmo que a base para a valorização cambial seja transitória ou artificial¹³⁴.

Para Gustavo Franco, a valorização cambial verificada no Plano Real é sustentável, não podendo caracterizar-se como “sobrevalorização” ou “desalinhamento”, já que a referência anterior teria sido perdida com o fim da hiperinflação latente vivida no Brasil até junho/94. Neste sentido, estaríamos diante de uma “apreciação” cambial, termo utilizado para fazer referência ao deslocamento no sentido de uma nova (mais baixa ou valorizada) taxa de câmbio real de equilíbrio¹³⁵.

Um contraponto ao argumento de Franco encontra-se num trabalho acadêmico de fôlego assinado pelo “latinista” Rudiger Dornbusch e outros autores¹³⁶. Estes autores reconhecem que existe polêmica quanto ao “preço correto” (ou taxa cambial de equilíbrio), pois alguns dos fatores em jogo são difusos e prospectivos, da mesma forma que aqueles considerados nos preços dos ativos.

Contudo, tendo analisado uma série de casos onde as “valorizações” teriam sido revertidas posteriormente, argumentam que grandes diferenças acabam se mostrando insustentáveis e culminando numa crise cambial.

¹³⁴ Neste caso estamos definindo uma alteração como artificial não em função de sua origem, mas de sua implicação sobre o equilíbrio intertemporal das contas externas. Neste sentido, um desalinhamento ocorre quando a taxa de câmbio real se desvia, significativamente e de maneira duradoura, do valor que garantiria a compatibilidade entre os saldos atuais e futuros da conta-corrente e os fluxos de capitais sustentáveis. Cf. EDWARDS(1992b) pp. 46-47 e WILLIAMSON(1983).

¹³⁵ Esta mudança teria se dado em função do fim das fugas de capital, típicas da instabilidade macroeconômica anterior, bem como do ingresso substancial de capitais de boa qualidade, como os investimentos diretos. Assim, pensando-se num enfoque de equilíbrio de balanço de pagamentos, e não apenas na lógica “mercantilista” “dos mega-superávits”, a taxa de câmbio real condizente com o equilíbrio externo e interno seria mais baixa. Cf. FRANCO(1996), e manifestações públicas e entrevistas na mídia publicadas durante o primeiro semestre de 1996.

Por isto estes analistas defendem uma política cambial “ativa”, onde a taxa de câmbio real deixa de ser uma variável endógena, portanto determinada por avaliações subjetivas de mercado, para tornar-se uma variável de política econômica, determinada pela avaliação dos “policy-makers” quanto aos mercados de bens e fatores. Por fim, os autores fazem uma defesa de uma desinflação gradual, onde o processo de ajuste estrutural seria compatibilizado com o crescimento econômico, e evitando-se o comprometimento dos preços relativos mais importantes do sistema como a taxa de câmbio real.

Se nossa avaliação da questão depender do grau em que se der a apreciação nominal, seria relevante indagar a margem aproximada de valorização sustentável para o Real. Dois exercícios preliminares apontam em direções opostas.

O primeiro, realizado por ARAÚJO E FEIJÓ FILHO(1993), mesmo não considerando os efeitos cíclicos sobre as exportações e mantendo constante a taxa de câmbio real inicial, indicava uma redução substancial (50%) do saldo comercial brasileiro em função da retomada do crescimento econômico. Na visão destes analistas, o saldo comercial de plena utilização de capacidade seria muito baixo, “existindo muito menos espaço para valorização cambial do que usualmente se pensa”¹³⁷.

O segundo, realizado por WORLD BANK(1994), faz uma avaliação muito mais otimista, chegando a falar em uma valorização da ordem de 30-50%. Isto

¹³⁶ Trata-se do paper: DORNBUSCH, Rudiger, GOLDFAJN, Ilan. & VALDES, Rodrigo. [1995]. *Currency Crises and Collapses*. Massachusetts Institute of Technology, Mimeo, ago. 1995.

¹³⁷ Cf. pp. 83 e 87. Tal resultado seria consistente com uma idéia muito difundida no debate econômico, segundo a qual a capacidade de substituir-se, do ponto de vista das empresas, o mercado externo pelo interno seria elevada, o que seria agravado pela importância mais reduzida dos investimentos claramente voltados para o mercado externo. Cabe lembrar que

levaria o déficit em conta-corrente para níveis anuais de 2-3% do PIB, considerados factíveis diante do cenário de estabilidade e maior confiança no país¹³⁸.

Assim, diante de uma divergência razoável na estimação do nível de valorização “aceitável”, parece inequívoco que a intensidade da apreciação nominal, em função da dinâmica de “overshooting” discutida no item 3.4.1 acima, pode ter elevado demasiadamente a vulnerabilidade externa do Plano Real. Isto reduziu o raio de manobra da política econômica diante de uma alteração súbita no cenário externo, como a crise mexicana, obrigando talvez a uma “guinada” muito forte na política econômica e na trajetória do lado real da economia.

No entanto, embora a política cambial da fase inicial do Plano Real tenha sido extremamente criticada, tanto por analistas, quanto por diversos segmentos do setor produtivo, não é possível dizer se os efeitos qualitativos para a estabilidade monetária seriam similares se outra opção de política cambial, por exemplo, uma taxa cambial fixa, tivesse sido adotada.

Devemos considerar a eficiência e rapidez com que foi obtida a estabilização dos preços dos bens industriais, ainda mais relevante no contexto dos choques agrícolas vividos à época, além do fato de não ter havido um esforço fiscal contracionista no primeiro ano do programa.

o aumento da produção de bens comerciáveis também pode ocorrer através da substituição de importações.

¹³⁸ Cf. pp. 72.

3.4.3.2. A Sistemática de Bandas Cambiais e a Lógica da Atual Política Cambial

A partir de março/95, coincidindo com a pior fase da crise mexicana, as autoridades decidiram implementar um sistema de bandas cambiais explícitas, diferentemente da sistemática anterior que havia estabilizado a taxa cambial dentro de uma faixa informal.

A introdução do sistema foi marcada por um clima de tensão nos mercados interno e externo, tendo a política econômica buscado neutralizar as expectativas desfavoráveis quanto à continuidade do programa e da abertura comercial.

As autoridades especificaram uma banda ampla, com limites inferior de R\$ 0,86 e superior de R\$ 0,98 mas, de modo a acalmar os mercados, ofereceram uma operação de venda a termo, com vencimento no início de maio/95, por R\$ 0,93. No entanto, o Comunicado do BCB deixava a possibilidade de alteração dos limites a qualquer tempo¹³⁹.

Assim, de um lado, o ambiente externo era desfavorável, e de outro, existia não só muita pressão dos setores mais prejudicados pela intensa entrada de produtos importados, como também os números do déficit em conta-corrente do BP aproximavam-se dos 5% do PIB, de modo que a mudança gerou muita tensão e expectativa no mercado. Este avaliou que seu “exposure” em moeda estrangeira vinha crescendo rapidamente, enquanto as autoridades poderiam estar perdendo o controle sobre o custo da moeda estrangeira, já que o

¹³⁹ Não devemos esquecer que uma Resolução do CMN em vigor estabelecia o teto de 1 Real por dólar, mas nada estabelecia sobre o piso.

financiamento externo poderia ser cortado subitamente (Tabelas C.41, C.44 e C.50).

Logo, o BCB teve de enfrentar um ataque especulativo onde realizou volume de vendas relativamente substancial durante a semana de 06 a 10.03.95, inclusive com saídas significativas também no segmento flutuante, em face da unificação tácita das cotações vigente desde o último trimestre de 1993 (vide Tabela C.51).

Por fim, as autoridades baixaram um conjunto de medidas administrativas, visando reverter a onda de desconfiança. Foram incluídas alterações nos prazos mínimos e uma flexibilização geral nas restrições aos canais mais significativos de ingressos na conta de capital, ao mesmo tempo que a posição comprada máxima dos bancos foi radicalmente reduzida. Por outro lado, as taxas de juros básicas foram substancialmente elevadas (Tabela C.31), embora isto só tenha acontecido quase dois dias depois do início do ataque¹⁴⁰, o que segurou um pouco a onda de desconfiança na área externa.

O mercado acabou revertendo o ímpeto comprador, embora as autoridades tenham cedido ligeiramente ao aceitar um piso de R\$ 0,88, ficando o teto em R\$ 0,93 por dólar, ou seja, as taxas de mercado ficaram abaixo das praticadas no meio do ataque, mas a desvalorização parece ter sido um pouco maior que a pretendida inicialmente. Num certo sentido, a introdução das bandas cambiais¹⁴¹ parece ter fugido um pouco à intenção inicial dos formuladores, posto que a redução da amplitude da banda, bem como a redução dos limites de

¹⁴⁰ A taxa básica de juros dos títulos públicos federais foi de 3,8% mensais em fevereiro/95, 2,95% mensais de 01/03/95 a 09/03/95, tendo atingido 4,25% mensais em 10/03/95.

¹⁴¹ ARAÚJO & FEIJÓ FILHO(1993) faz uma interessante sugestão de banda cambial ampla e ajustável, aplicável ao caso brasileiro quando do lançamento de um programa de estabilização.

posição das instituições, indicavam ser necessária uma atuação mais incisiva da autoridade monetária na formação do preço da moeda estrangeira.

Apesar das iniciativas do governo, e inclusive em função do nível do dispêndio e do aquecimento na atividade econômica interna, as importações continuaram elevadas e a sensação de que o manejo escapava às mãos das autoridades permanecia presente ainda na segunda quinzena de março/95.

Assim, ao final de março/95, o governo divulgou um decreto elevando temporariamente as alíquotas de importação de uma série de bens duráveis para 70%. A categoria abrangida pelas restrições representava pequena parcela da pauta, mas seu crescimento nos últimos meses tinha sido excepcional (Tabela C.46), destacando-se o papel dos automóveis. Acreditava-se que parte desta demanda de importados era nitidamente especulativa, ou seja, caracterizada por decisões ligadas à insustentabilidade da estabilidade de preços e do equilíbrio externo da economia¹⁴². Ao mesmo tempo, seu impacto direto nos índices de preços¹⁴³ seria presumivelmente reduzido¹⁴⁴.

¹⁴² Haveria uma chance de que as importações de outras classes de bens pudessem aumentar de maneira preventiva, antecipando-se à eventual imposição de restrições adicionais sobre o comércio exterior, ou mesmo novas desvalorizações cambiais. Contudo, embora houvesse o sentimento de alguns analistas para este fato, é difícil analisar se ele ocorreu, pois as estatísticas não permitem descontar os efeitos do nível de atividade ainda muito aquecido à época.

¹⁴³ Naturalmente, tanto no caso das tarifas, mas em maior medida ainda no caso da taxa cambial, o efeito direto e indireto sobre os preços internos dependeria do nível de alteração nominal pretendido. Claramente, para níveis que fossem interpretados como gravemente danosos ao processo de estabilização e abertura, os impactos seriam significativos.

¹⁴⁴ Existiria uma possibilidade de impacto indireto, associado à apropriação por parte dos produtores e comerciantes domésticos de uma parcela da margem do aumento eventual nos preços dos substitutos importados, o que pode ter ocorrido em parte. A evolução do IPA industrial parece mostrar algum impacto, embora este possa ter decorrido da desvalorização cambial, mas o efeito indireto parece ter sido pouco significativo, dado que uma parcela dos produtos importados acabou não experimentando elevação final nos seus preços em Reais, já que o aumento do imposto podia ser absorvido pela margem financeira (diferença entre o custo de oportunidade dos recursos financeiros nos mercados interno e externo) confortável na importação. Mesmo assim, como veremos no item 3.6.1, as autoridades tomaram em abril/95 medidas ainda mais fortes para restringir o nível de

Após a reversão parcial do ímpeto especulativo interno, a grande alteração no cenário cambial foi o retorno dos saldos positivos pelo critério de câmbio contratado, verificando-se já no mês de maio/95 o melhor desempenho do ano, só comparável ao dos primeiros meses de 1994 (Tabela C.50).

Pode-se atribuir a volta do fluxo positivo de capitais, pelo menos parcialmente, ao aperto creditício verificado entre meados de abril e o fim de maio. No entanto, embora as situações em outros mercados emergentes não estivessem estruturalmente resolvidas, o país recuperou algum espaço para o financiamento de déficits comerciais, embora menores que os projetados no início de 1995.

Apesar da melhoria no sinal emanado do exterior, a possibilidade de outras situações de crise de confiança, similares à experiência de ataque especulativo de março/95, foi parcialmente contornada pela edição do Comunicado DEPIN nº 4637. Este dispositivo veio introduzir uma nova sistemática para os leilões de câmbio do BCB, denominada "leilão de spread", embora a autoridade monetária manteve a possibilidade de intervenções por leilão eletrônico (para todo o mercado e com opção de compra ou venda fixada ex-ante) ou através de negociação com alguns dealers em separado (fixada em Resolução do CMN então em vigor).

O princípio do procedimento operacional então adotado é simples. Como o BCB entra no mercado indicando que aceitará ofertas de compra e venda com diferença (spread) constante, daí o nome "leilão de spread", as instituições não têm clareza sobre se saíram "compradas" ou "vendidas" em câmbio. Ou seja,

dispêndio, de sorte que a bolha de consumo e importação especulativa acabou se dissolvendo.

aumenta-se o custo (logo, o risco) de se especular contra a autoridade monetária. Ademais, com o aumento do número de dealers fica mais difícil avaliar o estado de expectativas do mercado a partir de uma ou várias instituições em particular. Isto é acentuado pela obrigação dos dealers entrarem em cada leilão de spread, fornecendo cotações de compra e venda, sob pena de terem de assumir o lote mínimo na operação que for decidida pelo BCB e pelo preço limite (o mais alto de compra e mais baixo para venda, do ponto de vista da instituição).

A partir da edição deste comunicado, ficou nítido para uma corrente do mercado que o BCB poderia alterar a banda cambial, já que o instrumento permitiria lidar vantajosamente com movimentos especulativos.

De fato, a alteração não tardou. Com o Comunicado DEPIN nº4645, a banda passou aos valores de R\$ 0,91-R\$ 0,99 para cada US\$, mas o mercado reagiu calmamente à mudança, tendo fechado, no dia útil seguinte ao anúncio, a uma cotação similar à da véspera, próxima ao piso da nova banda em R\$ 0,918/R\$ 0,920¹⁴⁵.

Enfim, a transição para a nova banda foi satisfatória, não sendo notada elevação na taxa de juros do mercado interbancário, nem tendo sido necessário realizar qualquer movimento neste sentido. Ademais, os mercados futuros de câmbio e juros se comportaram favoravelmente. Dando continuidade à estratégia, o Comunicado nº 4987 de 30.1.1996 alterou a banda de flutuação nominal do Real para R\$ 0,97-1,06 por US\$ 1. Estando corretas as avaliações do mercado futuro, e não havendo choques externos capazes de afetar o ritmo

¹⁴⁵ Outro ingrediente que inibiu ações especulativas, além das alterações de sistemática e da redução nos limites de posição comprada efetuada em março, foi a oferta de R\$ 4,5

gradual de desvalorização, outra alteração seria necessária talvez ao final de 1996, ou com maior segurança ao longo do primeiro trimestre de 1997.

Em função do clima tranquilo do lado das captações externas, bem como da boa receptividade com o lançamento de “global bonds” (títulos soberanos emitidos nos mercados internacionais), seria legítimo esperar que as cotações pudessem evoluir lentamente, com o BCB assumindo um papel fundamental na determinação das taxas de câmbio.

De fato, o funcionamento do mercado cambial no segundo semestre de 1995 e no primeiro trimestre de 1996 mostrou a prevalência da autoridade monetária, através de uma sistemática de intervenções intrabanda, que foi na maioria das vezes utilizada para balizar o lento deslizamento das cotações nominais. O período foi também marcado pela defesa do piso da minifaixa, por parte do BCB, sendo o intervalo alterado normalmente através de “leilões de spread”, realizados sem prévio aviso e de maneira pouco sistemática.

Porém, analistas do mercado acabaram por reconhecer que a autoridade monetária estaria balizando a evolução da taxa de câmbio nominal mensal, aproximadamente, de acordo com a evolução do IPA.

Em suma, a nosso juízo, a mudança da banda cambial em março, juntamente com a nova forma de administrar a taxa de câmbio, inauguraram uma nova etapa do Plano Real, onde o regime de flutuação administrada deu lugar uma banda cambial real, seguida através de um deslizamento (“crawling-peg”) da paridade nominal, cuja regra não foi anunciada.

Contudo, este expediente, apesar de ter mantido a flexibilidade que havia pautado a evolução do programa no segundo semestre de 1994, gerou alguns problemas.

Primeiro, é muito reduzido o espaço para a utilização da banda cambial como instrumento coadjuvante no controle de capitais externos, pois a taxa cambial tem uma trajetória muito previsível num horizonte mensal.

Segundo, a evolução da base monetária restrita e dos agregados amplos tornou-se muito relacionada à magnitude de intervenções do BCB no mercado cambial, aproximando-se de um perfil de câmbio fixo.

Por fim, discute-se inclusive se este tipo de banda flexível “à-brasileira” permitiria usufruir das vantagens em termos de ancoragem, dado que não existe uma “regra” explícita, o que procuraremos discutir melhor a seguir, olhando a experiência internacional recente.

3.4.3.3. Ancoragem Flexível e Convergência Inflacionária

Procuramos apresentar preliminarmente a motivação e os limites para a aplicação de alternativas mais flexíveis para ancoragem nominal em economias abertas¹⁴⁶, onde destaca-se a alternativa das bandas móveis¹⁴⁷. O tema é relativamente novo, mas a literatura internacional vem se expandindo. A discussão tem sido motivada pelo aparente sucesso de alguns países latino-

¹⁴⁶ Boa parte da exposição terá como base LEIDERMAN & BUFMAN (1995). Veja também: WILLIAMSON, John.[1995]. How to Manage Exchange Rates: Lessons from Israel, Chile and Colombia. Institute for International Economics, 6 sept. 1995.

¹⁴⁷ A adoção deste esquema envolve definições sobre uma série de aspectos operacionais, como: a referência à taxa central (moeda, cesta, etc); a amplitude; o grau e a forma das intervenções intramarginais (antes de atingidos os limites estipulados). Ademais, é

americanos e de Israel¹⁴⁸ na consecução dos objetivos de conservar a inflação baixa, manter a competitividade externa e ajustar-se satisfatoriamente aos intensos e voláteis fluxos de capital externo.

Embora o Brasil esteja ainda em uma fase menos adiantada do processo de estabilização, está diante da compatibilização dos três objetivos citados, bem como enfrenta o desafio de ordenar a passagem da recém-encerrada fase de gestão conjuntural do Plano Real para a fase de convergência gradual para a inflação baixa.

Nesta nova etapa, a experiência internacional mostra ser necessário grande dose de equilíbrio na perseguição dos objetivos acima citados, de modo a evitar desajustes em preços relativos ou variáveis macroeconômicas chaves sob pena de gerar desequilíbrios que comprometam a sustentabilidade do programa. Por outro lado, é muito difícil fugir ao desafio da convergência inflacionária, visto que em um contexto de globalização financeira e produtiva diferenciais inflacionários em relação aos parceiros comerciais não são sustentáveis a longo prazo.

As vantagens básicas deste tipo de regimes híbridos¹⁴⁹ são:

a) evita-se o elevado custo para manter uma taxa de câmbio fixa, já que a rigidez no mercado de trabalho pode trazer grandes oscilações de produto e emprego em resposta a choques reais;

necessário ter presente a divisão entre ajustes de taxa de juros, paridade central e reservas internacionais, no caso de eventuais choques.

¹⁴⁸ Estes autores denominam tais casos de “países em transição”, referindo-se ao fato dos mesmos terem implementado programas de estabilização no passado recente e estarem envidando esforços para atingir uma inflação próxima ou igual à dos países desenvolvidos.

¹⁴⁹ Tal abordagem à ancoragem nominal, aplicável a países abertos em transição para a baixa inflação, pode ser vista como um refinamento da idéia de âncoras múltiplas levantada por Michael Bruno, e discutida no capítulo 1.

b) as inovações financeiras têm requerido mudanças graduais nos regimes monetários a nível mundial, de sorte que o controle de agregados também tende a ser relativamente mais difícil e ineficaz no balizamento das variáveis nominais;

c) as âncoras nominais são importante guia para a política monetária, contribuindo como instrumento de coordenação de expectativas no bojo do processo de formação de preços e salários.

No caso das bandas cambiais, é estabelecida uma meta para a variação nominal da paridade central da banda, o que tende a representar um balizamento para as expectativas de inflação, bem como para a rentabilidade do setor de bens comercializáveis com o exterior. No entanto, são fixados os limites inferior e superior com uma determinada amplitude para acomodar mudanças transitórias na taxa de mercado.

A afirmação de que o reajuste da taxa cambial pode refletir ou representar acomodação quanto ao objetivo de redução da inflação pode ser pouco apropriada, a menos que sejam examinadas as condições sobre as quais uma desvalorização nominal do câmbio é eficaz para alterar a taxa de câmbio real. Isto é especialmente pertinente nas economias que passaram longos e graves processos de inflação crônica ou extrema, como o Brasil.

A nível empírico, testes apontam dois padrões de comportamento alternativos: a) alta correlação entre taxas de câmbio reais e nominais, verificada em países desenvolvidos de inflação moderada (menor que 10% anuais); b) relação mais fraca entre estas duas variáveis, sugerindo que ajustes nominais

podem ser pouco eficazes para atingir valores reais¹⁵⁰, tipicamente em economias com inflação elevada e crônica.

Embora em contextos de relatividade ociosidade no sistema produtivo, países como Chile e Israel vêm conseguindo recuperar o papel alocativo da taxa de câmbio nominal, mas não sem antes enfrentar esforços sistemáticos e prolongados de desinflação.

Resultados empíricos sugerem o relativo sucesso nestes casos. Técnicas econométricas apontam que nestes países a variabilidade da taxa de câmbio nominal é o principal fator explicativo das taxas de câmbio reais, da mesma forma que em países como Canadá, Reino Unido e Suécia. Israel tem exibido queda desde 1985 no coeficiente de resposta da inflação ao câmbio, enquanto o Chile parece ter estabilizado este indicador em torno de 25%, nível inferior ao de Israel, indicando redução da persistência inflacionária.

Análise recente sobre a relação entre ancoragem cambial e inércia inflacionária no caso mexicano aponta na mesma direção¹⁵¹. Existem evidências de que o grau de inércia inflacionária era elevado no período 1988-1991, embora fosse cadente ao longo do tempo. Na fase da “banda cambial” mexicana, após 1991, a inércia foi substancialmente reduzida, paralelamente ao aumento no poder explicativo do agregado monetário M1 sobre as taxas de inflação.

¹⁵⁰ Tal resultado é mais provável quando existem práticas institucionais que conduzem a rigidez em preços relativos e rendas reais, como a indexação generalizada de valores nominais. Em geral, em função dos efeitos distributivos e da redução do crescimento característicos de cenários de alta persistência inflacionária, tais atributos são geralmente acompanhados de passividade nas políticas monetária e fiscal.

¹⁵¹ Veja a este respeito SANTAELLA, Julio A. & VELA, Abraham E. [1996]. The 1987 Mexican Disinflation Program: An Exchange Rate-Based Stabilization ? International Monetary Fund, IMF Working Paper n° 96/24, mar. 1996.

Enfim, no que concerne ao Plano Real, a persistência na consolidação da estabilidade de preços poderá trazer dividendos na forma de maior eficácia da política cambial, como parece indicar a experiência internacional. Isto deve representar uma qualificação significativa a diversas opiniões de que a atual política cambial representa uma reindexação disfarçada.

Enquanto isto não acontece, além da sinalização de que existe pragmatismo na gestão das contas externas, o governo deve tentar obter desvalorizações reais sem recurso a ajustes nominais, ou seja, reduzir custos sistêmicos, remover entraves tributários, etc.

Por outro lado, a adoção de metas inflacionárias viria cumprir objetivos praticamente idênticos: manter uma âncora para a política monetária e para a formação de salários e preços; estabelecer um compromisso para a disciplina monetária, julgada a partir do cumprimento das metas. A experiência dos países que utilizaram tal esquema é favorável, embora sua aplicação tenha coincidido com períodos de relativa ociosidade na economia.

A formulação de uma meta de inflação¹⁵² no caso brasileiro pode ser arriscada, diante das dificuldades ainda existentes para previsão dos efeitos da política monetária sobre a economia, inclusive porque a mesma deve ter seu poder e defasagens de efeito alteradas pelos ajustes estruturais em curso.

Contudo, diante de uma situação de aparente dilema de políticas econômicas¹⁵³, bem como de incertezas no setor privado quanto à forma como

¹⁵² Também neste caso decisões operacionais são requeridas, como: o índice de referência para a meta (IPC/IPA ou modificado, abrangência territorial, metodologia, etc); o intervalo temporal para a projeção e o ajuste; o nível para a variável objetivo e a delimitação de possíveis intervalos de tolerância; a especificação de situações onde pode haver transigência com relação ao planejado.

¹⁵³ Diz respeito à existência de combinações nas quais seja possível obter uma taxa de crescimento positiva e sustentável, uma trajetória cadente para a absorção de poupança

os objetivos de manutenção do equilíbrio externo e interno serão compatibilizados no futuro, talvez seja oportuno introduzir um balizamento mais firme para as políticas econômicas.

Isto pode ser tentado através de uma banda cambial com amplitude maior, onde esteja implícita uma expectativa inflacionária¹⁵⁴, num contexto de taxas de juros mais reduzidas, que tornar-se-ão viáveis à medida que as reformas fiscais e o aumento na eficácia da política monetária forem se consolidando.

Em suma, nesta fase de transição rumo à consolidação da estabilidade, deveremos conviver com duas fontes de fragilidade: a) a acomodação dos preços dos bens domésticos torna-se crucial até que mudanças culturais e econômicas alterem a lógica do processo de formação de preços. Neste trajeto, o controle de demanda pode ter que jogar algum papel, eventualmente aumentando o custo da estabilização;

b) requer-se um horizonte de financiamento externo, de modo a compatibilizar a recuperação do investimento e das importações de bens de capital, sem que haja uma “recuperação” exógena e agressiva da taxa de câmbio real, sujeitando-se o programa a um certo grau de vulnerabilidade em relação a movimentos bruscos do mercado financeiro e/ou da economia internacionais.

externa e uma convergência gradual mas firme da taxa de inflação. Entre os macroeconomistas em geral e nas avaliações de mercado existem muitas dúvidas sobre esta compatibilidade a médio prazo.

¹⁵⁴ Tal formulação deve ser consistente com as demais iniciativas governamentais na área de preços e rendas, no sentido de reduzir a memória inflacionária do sistema.

3.5. AS POLÍTICAS MONETÁRIA E CREDITÍCIA DO PROGRAMA

Nosso objetivo aqui é realizar uma análise crítica da política monetária e creditícia aplicada durante a gestão do Plano Real. Inicialmente, fazemos uma análise do significado das metas monetárias.

Por outro lado, analisamos no item 3.5.2 as limitações da política creditícia empregada no Plano Real, bem como as características da fase de gestão conjuntural mais aguda do programa. As seções seguintes procuram analisar criticamente a introdução e evolução do conceito de base monetária ampliada, bem como o significado e efetividade da programação monetária adotada após o Plano Real.

A lógica e as razões para a menor eficácia da política monetária de juros elevados são objeto da seção 3.5.5, enquanto a seção final deste item apresenta uma agenda para recuperação da política monetária, visando aumentar sua eficácia e reduzir os efeitos colaterais de sua aplicação.

3.5.1. As Metas Quantitativas Iniciais e o Seu Papel

Algumas mudanças sinalizadas e realizadas com a entrada em vigor da terceira etapa do Plano Real, como o redesenho do Conselho Monetário Nacional (CMN), a criação da Comissão Técnica da Moeda e do Crédito (COMOC), a reinstitucionalização de uma programação monetária trimestral com papel mais ativo do Senado, entre outras, pareciam indicar uma opção de retomada da política monetária, ancorada sobre o controle dos fatores de criação primária de moeda, como o setor externo, a conta do Tesouro Nacional no BCB e a assistência a instituições financeiras.

Argumentaremos aqui que a sinalização em termos de independência técnica da política monetária foi muito importante em termos de credibilidade, pois, em conjunção com os demais elementos de economia política discutidos no subitem 3.6.1. adiante, representou uma indicação de que a gestão do programa não seria populista.

No entanto, as metas monetárias têm um outro papel, como discutiremos com maior detalhe em 3.6.1. adiante. Faremos aqui uma descrição do debate técnico em torno da formulação das metas monetárias, sugerindo por fim que sua fixação envolveu um viés baixista aparentemente consciente, e que sua função verdadeira era representar uma “trava” fiscal indireta e, por esta via, reforçar a credibilidade do programa.

Nosso ponto de partida serão os modelos econométricos desenvolvidos no Departamento Econômico do BCB à época do plano¹⁵⁵. A abordagem adotada é a de um Modelo de Correção de Erros (MCE). Isto significa que o modelo busca incorporar na dinâmica de curto prazo os desvios da trajetória das variáveis em relação à posição de equilíbrio de longo prazo, daí a idéia de “correção de erros”¹⁵⁶. Portanto, a hipótese implícita é a de que todo desequilíbrio é temporário, sendo os movimentos das variáveis sensíveis ao diferencial em relação ao equilíbrio de longo prazo.

As versões do modelo foram ajustadas com base em dados mensais no período de janeiro de 1980 a abril de 1994. Duas foram as especificações adotadas.

¹⁵⁵ Veja a este respeito ALBUQUERQUE(1994a).

¹⁵⁶ A este respeito, veja ENDERS, Walter.[1995]. *Applied Econometric Time Series*. John Wiley and Sons, New York, 1995, capítulo 6.

A primeira é uma versão (log-log), que realiza transformação logarítmica das variáveis endógenas (demanda real por moeda - M1) e exógenas (renda real¹⁵⁷ e taxa de juros), de modo que os parâmetros podem ser considerados como elasticidades e são constantes. A segunda é uma versão (log-linear), onde a transformação logarítmica só é aplicada à variável endógena. Neste caso, trabalha-se com uma elasticidade variável e proporcional à taxa de juros nominal¹⁵⁸. São introduzidas também variáveis para captar o efeito das inovações financeiras, bem como o padrão sazonal do agregado.

A performance empírica dos 2 modelos foi verificada para que fossem elaborados cenários de monetização. Simulou-se a dinâmica das variáveis endógenas diante das variáveis exógenas ocorridas nos diversos planos econômicos anteriores. Notou-se que o modelo geralmente subestimava ou estimava corretamente a monetização ocorrida¹⁵⁹.

Ademais, notou-se que a elasticidade-juros do modelo log-log é crescente após o Plano Cruzado, quando pode-se dizer que há uma quebra no modelo. Em função disto, a combinação dos 2 modelos pode ser atrativa, visto que o modelo log-linear incorporaria as transformações ocorridas no sistema financeiro após o Cruzado.

Considerando que a qualidade destes modelos seja aceitável, de modo a indicar o provável curso da monetização, qual a relação entre as estimativas disponíveis dentro da equipe governamental e as metas especificadas

¹⁵⁷ Utilizou-se a produção industrial do IBGE como "proxy".

¹⁵⁸ Isto implica aceitar a hipótese de inelasticidade-juros da demanda por moeda quanto a taxa de juros nominal tende a zero.

¹⁵⁹ Albuquerque deixa claro que testes realizados com modelos em nível (regressões usuais) levaram a grandes superestimativas da monetização ocorrida.

originalmente¹⁶⁰ ? Os valores fixados para a base monetária foram: a) R\$ 7,5 bilhões até 30.09.94; b) R\$ 8,5 bilhões até 31.12.94; c) R\$ 9,5 bilhões até 31.03.95.

As estimativas de M1 dos modelos¹⁶¹ acima descritos situavam-se em torno de US\$ 11,2 bilhões para o M1 em set/94, US\$ 18,1 em dez/94, e US\$ 17,8 bilhões em mar/95.

Convertendo os valores em reais ocorridos de M1¹⁶² para dólares de abril de 1994 (comparáveis aos projetados pelo DEPEC), chegamos a aproximadamente: US\$ 13,0 bilhões em set/94 e US\$ 17,8 bilhões em dez/94, o que denota a performance razoável dos modelos disponíveis. A Tabela abaixo mostra com maior exatidão as projeções então disponíveis.

Por que então as metas para a base monetária teriam sido tão baixas relativamente aos valores ocorridos¹⁶³, conforme indica a Tabela abaixo (ver também Tabela C.17) ? Em primeiro lugar, parte da redução do multiplicador monetário convencional¹⁶⁴ não teria sido considerada na formulação. Em segundo lugar, metas “subestimadas” parecia um instrumento importante do ponto de vista psicológico¹⁶⁵, especialmente em um ano de eleição.

¹⁶⁰ De acordo com a Medida Provisória (MP) n° 542, de 30.06.1994.

¹⁶¹ Considerando uma média entre os valores centrais previstos pelos modelos I e II em duas situações limites, os cenários A (inflação em URV alta, lenta convergência inflacionária e juros reais elevados) e B (inflação mais baixa em URV, rápida convergência inflacionária, juros reais mais reduzidos) considerados pelo BCB. Ressalte-se que os valores considerados para o crescimento da produção industrial foram idênticos nos 2 cenários, mas muito baixos (2% anuais dessazonalizados no segundo semestre de 1994 e 1% anuais em 1995) em relação ao ocorrido. Entre julho/94 e março/95, a produção industrial cresceu a uma taxa média mensal de 1,18% dessazonalizados.

¹⁶² Tanto valores projetados como ocorridos referem-se à média mensal dos saldos diários.

¹⁶³ Cabe salientar que além da faixa de tolerância de 20%, existia um espaço relacionado à especificação do conceito específico a ser utilizado na comparação, estabelecido a critério do CMN. Não seria leviano sugerir que a regulamentação buscou reduzir a necessidade de utilizar a tolerância de 20% em relação às metas originalmente especificadas.

¹⁶⁴ Este teria passado de 1,7 em julho/94 para 1,2 em dezembro/94.

¹⁶⁵ Isto é ainda mais importante se considerarmos que a primeira impressão passada por alguns analistas econômicos sugeria que as metas eram folgadas.

Meios de Pagamento (M1) - Valores Realizados e Projeções de ALBUQUERQUE(1994a)								
								US\$ bilhões
Valor								
Mês	Ocorrido	Modelo I	Modelo II	Média Geral				
		média dos cenários A e B	Modelos I e II		M II - Cen.B	M II - Cen. A	M II - Cen.B	M II - Cen. A
Jan/94		nd	nd		nd	nd	nd	nd
Fev/94		nd	nd		nd	nd	nd	nd
Mar/94		nd	nd		nd	nd	nd	nd
Abr/94	4,93	5,49	5,49	5,49	5,53	5,44	5,53	5,44
Mai/94	4,80	5,45	5,45	5,45	5,54	5,36	5,52	5,24
Jun/94	4,98	5,55	5,55	5,55	5,71	5,38	5,73	5,08
Jul/94	8,71	5,79	6,70	6,24	7,54	5,86	7,94	6,31
Ago/94	10,65	6,42	8,59	7,50	10,05	7,12	11,17	8,32
Set/94	13,13	7,16	10,84	9,00	13,08	8,60	13,27	9,94
Out/94	14,34	7,93	13,02	10,47	15,89	10,14	14,84	11,49
Nov/94	14,49	8,60	15,16	11,88	18,83	11,48	15,79	12,70
Dez/94	17,84	10,04	18,42	14,23	22,46	14,37	19,29	16,14

Fonte dos dados básicos: BCB e ALBUQUERQUE(1994a). Elaboração: Autor.

Apesar da subestimação das metas monetárias, a evolução da base monetária nos primeiros nove meses do Plano Real parece mostrar uma mudança no perfil dos fatores condicionantes, com predomínio das operações expansionistas com títulos federais, ou seja, recompra de dívida mobiliária federal, acompanhada de restrição nas fontes ligadas às operações externas e ao Tesouro Nacional (Tabela C.17 e C.18). Portanto, a parte mais importante da monetização ocorrida nos primeiros nove meses aconteceu sob a forma de resgate de títulos públicos federais¹⁶⁶.

Procuramos argumentar que a consolidação da estabilização deveria demandar reformas mais profundas na política monetária e no mercado financeiro, de modo a propiciar maior segmentação entre ativos monetários e poupança financeira de médio e longo prazos, contribuindo para consolidar a

¹⁶⁶ No entanto, após março/95, e especialmente após maio/95, a injeção de liquidez primária na economia voltou a ter como canal mais importante o aumento das reservas

programação monetária. Como tais reformas não foram anunciadas ou realizadas durante o primeiro ano do programa, a aplicação da política monetária e creditícia foi menos eficaz, o que implicou a adoção de grandes dosagens, acompanhadas de efeitos colaterais como teremos oportunidade de verificar ao longo do restante do item 3.5.

3.5.2. O Arrocho Monetário e Creditício e Seus Limites

O usufruto da estabilidade de preços ensejou uma grande recuperação dos mecanismos de crédito, que foi obstada parcialmente pelas medidas restritivas de cunho macroeconômico. Diante da redução das receitas inflacionárias, o sistema bancário buscou aumentar as operações de financiamento ao setor privado, de modo a compensar a perda de rentabilidade. No entanto, condicionantes tanto da demanda quanto da oferta determinaram um perfil de operações potencialmente frágil, podendo-se especular sobre a possibilidade de ocorrer uma bolha de inadimplência mais à frente (Tabelas C.25 a C.28).

A nível da demanda, cabe destacar os comportamentos especulativos típicos dos franco-atiradores (“free-riders”), além de uma certa inércia por parte de setores e empresas, pela qual seriam postergados os ajustes estruturais inevitáveis, seja os associados à redistribuição ou fim do “float” inflacionário, seja os ligados ao processo de reestruturação empresarial e setorial colocado pelas mudanças no padrão de competição externa e interna.

Já no que concerne à oferta, merecem menção a restrição à expansão da quantidade de crédito (Tabelas C.21, C.22, e C.25 a C.28), bem como a relativa defasagem para que as instituições financeiras adaptassem suas estruturas para realizar uma adequada análise dos riscos de crédito.

A manutenção do compulsório de 90%, incidente sobre o crescimento dos depósitos à vista desde o final de 1994, aliada à mudança do IOF a partir de janeiro de 1995, voltaram a beneficiar as operações de curto prazo, induzindo o setor financeiro a ser cada vez mais criativo no sentido de fugir aos controles e, paralelamente, arrefecendo o processo de monetização.

Devemos discutir a eficácia das medidas restritivas adotadas pelo governo, pois era perceptível a dificuldade para controlar o volume de transações e a capacidade de pagamento dos agentes econômicos. Podemos indagar também em que medida o setor não-financeiro da economia poderia compensar as restrições ao financiamento bancário, viabilizando por um certo tempo um nível muito elevado de atividade econômica.

Em primeiro lugar, reconhecendo o eventual lapso de tempo para que a eficácia das medidas pudesse se materializar, enfatiza-se o significativo efeito potencial dos diversos depósitos compulsórios e limitações creditícias adotados até o primeiro semestre de 1995.

Mesmo havendo um incentivo à desintermediação financeira e à concessão de crédito por segmentos correlatos ao sistema financeiro e não sujeitos inicialmente aos controles e à regulamentação da autoridade monetária, o espaço para sustentação de um volume maior de compras a crédito, através dos canais de comercialização empresariais, como a via do fomento mercantil

("factoring") ou a relação entre varejo e público (inclusive através de cheques pré-datados), é inerentemente limitado.

Segundo, poder-se-ia argumentar que as medidas, avaliadas em seu conjunto, suscitariam comportamentos defensivos não só ao nível dos consumidores e poupadores, como também, e principalmente, do sistema financeiro, com vistas a burlar os controles, obtendo os ganhos resultantes do incentivo às atividades cerceadas.

Na verdade, é relevante discutir a magnitude e importância dos "vazamentos"¹⁶⁷ associados aos controles creditícios, quer à captação de recursos externos (mesmo havendo restrição a esta modalidade), quer pela migração dos recursos das aplicações gravadas pelos compulsórios (diante da reduzida taxa real líquida na ponta de captação), ambos constituindo "*funding*" para operações formais e informais de repasse aos tomadores de crédito.

O estímulo emanado na direção da desintermediação financeira traz não só impactos desarticuladores ao nível da política creditícia, como também da política fiscal, através do incentivo ao aumento da sonegação.

Olhando esta questão de um ponto de vista mais geral, a preocupação resume-se à avaliação da capacidade dos controles no sentido de evitar um nível de dispêndio excessivamente elevado, capaz de sancionar as expectativas inflacionárias altistas e gerar insegurança nos agentes quanto à continuidade do plano de estabilização.

¹⁶⁷ Uma medida adotada pelo BC, a Circular nº 2511 de novembro/94, veio contribuir fortemente para a imposição de limitações mais duras aos "vazamentos" acima referidos, contribuindo para maior eficácia relativa dos controles, não obstante a clara perda de eficiência associada à sua adoção.

Em suma, discutiu-se com relativa abrangência, tanto a nível de governo¹⁶⁸, quanto em círculos de analistas financeiros, as lacunas e vazamentos originados com a ampla estrutura dos depósitos compulsórios (Tabelas C.21 e C.22), em especial no caso dos fundos de investimento.

Devemos observar que a composição das carteiras dos fundos de investimento, como o FAF, Fundo de Commodities, Fundo de Renda Fixa (tradicional e curto prazo), Fundo de Ações (tradicional e carteira livre), sugere que houve um desvirtuamento dos objetivos de quase todos durante o período de excitação da atividade econômica em 1995, exceto no caso do Fundo de Ações Tradicional que mantinha mais de 85% de seu patrimônio em ações.

Os fundos foram criados no bojo do Plano Collor II, para servirem ao mesmo tempo como financiadores da dívida pública, abrigando reservas de caixa das famílias e empresas, ao mesmo tempo que representavam um ganho de transparência em relação à antiga sistemática do “overnight”¹⁶⁹.

Porém, no contexto de restrição de crédito ao setor privado, os fundos vinham representando alternativa para burlar os controles, como indica a elevada participação dos títulos privados na sua composição (em fevereiro de 1995): i) Títulos Públicos Federais: 19,24%; ii) Títulos Estaduais e Municipais: 3,60%; iii) CDB e Certificados de Mercadorias¹⁷⁰: 54,15%; iv) Depósitos Obrigatórios no BCB: 9,77%; v) Outros: 13,24%.

Assim, fica claro que a indústria dos fundos perdeu muito do espírito que norteou sua criação. Além disso, como somente o FAF e o Fundo de Renda

¹⁶⁸ A este respeito é ilustrativa a análise feita na Nota Técnica SPE/MF “Estrutura dos Recolhimentos Compulsórios no Plano Real”, de abril de 1995.

¹⁶⁹ Tal ganho fica patenteado na percepção de que um agente isolado pode usufruir de remuneração similar à de um grande poupador, que negociaria taxas mais atrativas diretamente com seu banco.

Fixa-Curto Prazo estavam sujeitos à incidência de depósitos compulsórios, a capacidade dos fundos gerarem espaço para aumento da oferta de crédito era sensivelmente maior que a dos bancos, fortemente gravados pelos depósitos compulsórios.

De qualquer modo, apesar da ampliação da desintermediação financeira, as autoridades voltaram a acionar os instrumentos de contenção monetária e creditícia. Por ocasião do pacote de abril/95, as restrições abrangeram também as operações via mercado de capitais (debêntures e “commercial papers”) e as fontes de suprimento para as empresas de “factoring”, além da envolver elevação adicional do IOF sobre operações de crédito.

Uma parte dos analistas propugnava à época que a edição de medidas restritivas adicionais seria pouco recomendável, pois ineficaz. Contudo, é difícil, mesmo com a sabedoria “ex-post”, argumentar que tal pacote tenha sido ocioso. Na ocasião ele pareceu fundamental para reverter a onda especulativa de consumo e importações, mas seus impactos parecem ter sido importantes especialmente do ponto de vista da credibilidade¹⁷¹.

É possível argumentar que a convergência do nível de atividade dar-se-ia, mais cedo ou mais tarde, através dos efeitos da bolha de inadimplência já em formação (Tabela C.14 e Gráfico C.1)¹⁷². Posteriormente, passada a fase

¹⁷⁰ Inclui “commercial papers” e outros títulos privados.

¹⁷¹ Em certo sentido, esta é também a interpretação mais razoável para as principais medidas de política comercial tomadas ao longo daquele semestre. As cotas introduzidas quase ao final do semestre, em função da percepção de que o nível de atividade estava se desacelerando, representaram, a nosso ver, mais uma medida para afastar o risco de colapso do processo de abertura, do que uma iniciativa para limitar na margem as importações. Além do mais, as cotas, apesar de envolverem também componentes de incentivo setorial, ou seja, algo arbitrários, tiveram um impacto muito significativo em termos de atração de investimento direto, especialmente para o setor automobilístico.

¹⁷² Neste sentido, a introdução de um IOF, que incide basicamente sobre a demanda de crédito, representou muito mais um agravante no crescimento do endividamento e da

especulativa, a manutenção dos controles creditícios passou a afetar a oferta agregada, o que deve ter respondido por uma parcela do "overkill" observável no segundo semestre de 1995 (Tabelas C.10, C.11, C.13 e C.14)¹⁷³.

Do ponto de vista da arquitetura do Plano Real, cabe salientar a natureza de "second-best" assumida pelas medidas de contenção ao crédito, visto que a política fiscal, que poderia contrarestar o aquecimento da demanda privada de consumo e investimento, não estaria disponível na medida e velocidade necessárias.

3.5.3. A Base Monetária Ampliada: Sinalização do Novo Regime ?

A idéia de adotar um conceito amplo de emissão monetária na fase do Real, em adição ao recurso do lastro, parece ter relação com a manutenção das práticas de convivência com a moeda indexada, e que implicavam a relativa dificuldade para controlar a base estrita.

No entanto, a base monetária ampliada tem origem intelectual anterior ao Plano Real. Sua primeira formulação, embora não exata, aparece em RODRIGUEZ(1991)¹⁷⁴. O objetivo específico do trabalho era investigar a

inadimplência, do que uma sinalização para a contenção do consumo. Ou seja, a nosso juízo, àquela época, a demanda por crédito parecia ser inelástica à taxa de juros.

¹⁷³ Um aspecto interessante nesta direção é a queda bastante acentuada na produção de bens de capital. Não obstante o papel significativo das importações neste segmento, bem como o impacto expansionista do investimento sobre a demanda agregada a curto prazo, a restrição foi mais forte do que gostariam as autoridades. Neste sentido, é preciso reconhecer que a atuação dos instrumentos de política econômica pode envolver defasagens, de modo que desconsiderá-las pode levar a ajustes mais que desejados adiante, especialmente se novas opções forem acionadas, ou mesmo anunciadas, o que pode gerar expectativas desfavoráveis quanto à trajetória futura da economia.

¹⁷⁴ Este trabalho está associado a WORLD BANK(1992), aparentemente escrito pela mesma equipe de técnicos, entre os quais Carlos Alfredo Rodriguez. Os dois trabalhos têm em comum o mesmo conjunto de recomendações básicas de política econômica para o Brasil. Deveria ocorrer um ajuste fiscal, como primeira etapa, e depois seria adotado um "currency

relevância prática e econométrica dos agregados monetários na explicação das altas taxas de inflação verificadas no Brasil.

Rodriguez constata que a base monetária estrita havia perdido importância econométrica, não estando relacionada com os demais agregados monetários. Ao mesmo tempo, o trabalho mostra uma boa correlação entre M4 e o nível geral de preços. O Banco Central deveria controlar um agregado muito bem correlacionado ao M2¹⁷⁵ e ao M4¹⁷⁶, que seria formado pela base monetária restrita e pelos títulos federais em mercado (chamado de “base expandida”). Portanto, na visão de Rodriguez, o controle da base expandida seria uma maneira indireta de controlar a inflação¹⁷⁷.

No que tange ao Plano Real, em função da revisão das metas para a base monetária estrita, para as quais as autoridades tiveram de utilizar a margem de ajuste prevista na legislação (20%), seria plausível passar a monitorar também algum agregado ampliado, como a base monetária ampliada, de modo a ter melhor noção da consistência do programa. Neste sentido, poder-se-ia associar a base ampliada aos índices “dessazonalizados” de inflação, então em moda no jargão econômico¹⁷⁸, ou seja, uma espécie de “emissão monetária limpa”¹⁷⁹.

board”, que administraria um regime de câmbio fixo com conversibilidade monetária. Acreditamos que o clima internacional (e mesmo doméstico) favorável a este tipo de proposta poderia influenciar intensa e favoravelmente a equipe de Marcílio Marques Moreira que então, caso permanecesse no cargo, poderia acabar implementando programa similar ao sugerido naqueles documentos.

¹⁷⁵ Agregado constituído pelo M1 (meios de pagamento convencionais), pelos fundos de curto prazo, pelos depósitos especiais remunerados, e pelos títulos públicos estaduais, municipais e federais em poder do público.

¹⁷⁶ Formado pela adição dos depósitos de poupança e dos títulos privados ao M2 acima definido.

¹⁷⁷ A crença na relevância teórica e econométrica da base expandida é tal que o autor chega a afirmar: “(...)a recompra de toda a dívida mobiliária federal através de emissão monetária não mudaria nada em relação à inflação, pois a base monetária expandida permaneceria inalterada” (Cf. p. 4, tradução nossa). A C Pastore é um dos grandes críticos deste enfoque, conforme mostra sua exposição em CYSNE(1995c).

¹⁷⁸ Aparentemente, nem os institutos de pesquisa nem as autoridades econômicas consideraram apropriado instituir tais indicadores.

Outra justificativa seria a introdução de uma suposta “trava fiscal”, como veremos abaixo.

Um debate bastante restrito, ligado às eventuais alterações no desenho analítico do Plano Real, marcou a definição do conceito de Base Monetária Ampliada, conforme estabelecia a Medida Provisória nº 731 de 25.11.1994. Imaginava-se à época que a nova administração, a ser empossada em 01.01.1995, deveria estabelecer a consistência entre as políticas monetária e cambial em bases mais permanentes, percepção que condicionou a formulação da noção de base monetária ampliada.

A proposta do BCB, que acabou prevalecendo, incluiu no novo conceito a maioria dos componentes do passivo monetário do BCB¹⁸⁰, acrescido do total dos títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional em mercado (ou seja, fora da carteira do BCB). Este conceito teria representado ao final de setembro de 1994 algo como R\$ 77,5 bilhões (Tabela C.19). A nova versão da MP do Real estabeleceu que o mesmo deveria permanecer estável ao longo do quarto trimestre de 1994, embora o CMN pudesse autorizar a ampliação em 20%, em casos excepcionais. Acreditava-se que este agregado deveria permanecer sob

¹⁷⁹ Devemos lembrar que critério análogo foi utilizado na Bolívia, por ocasião do plano aplicado em 1985, tendo sido chamada de “emissão monetária inorgânica”. Este conceito aproximava-se ao de crédito doméstico líquido das autoridades monetárias. No caso brasileiro, a idéia de “limpo” estaria relacionado com o fato deste conceito ser imune às oscilações episódicas (processo de remonetização, ou seja, troca de M1 por títulos federais em mercado) e sazonais dos agregados restritos.

¹⁸⁰ Existia um tipo particular de título de emissão do BCB, as LBC-E, não incluídas na base monetária ampliada, por envolver uma venda a termo com bloqueio de títulos de dívida estadual de propriedade de bancos estaduais (uma espécie de “swap” de dívida). A exclusão desta operação poderia ser defendida, na medida que a mesma não implicava impacto sobre a base monetária estrita, não envolvendo também custo quase fiscal para o Tesouro Nacional (via resultado do BCB), visto terem os títulos bloqueados a mesma correção dos títulos de emissão própria em questão.

controle no período outubro/dezembro 1994, sendo sua variação menor que os 20% máximos tolerados de acordo com a legislação vigente¹⁸¹.

No entanto, mantido o comportamento observado nos primeiros meses após a vigência das novas metas, a evolução do conceito ampliado deveria seguir aproximadamente a taxa de juros nominal, em torno de 35% ao ano no final de 1994. Como alguns dos componentes incluídos estariam sujeitos a atualização pelas remunerações dos ativos a eles associados (caso dos depósitos compulsórios), e o montante de títulos públicos deveria evoluir, no mínimo, a taxas similares à taxa nominal básica de juros da economia, considerar-se-ia como pouco provável a manutenção da estabilidade nominal do agregado introduzido, exceto sob um forte ajuste fiscal, ou seja, diante de uma redução significativa na dívida global do sistema consolidado formado pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional.

A partir das declarações dos dirigentes do BCB é possível inferir que, mais importante que os valores verificados, importaria salientar a intenção de alterar gradualmente as práticas operacionais da autoridade monetária. Neste sentido, especulava-se sobre a extinção do procedimento da "zeragem automática" da posição de títulos públicos dos intermediários financeiros, a troca de BBCs por depósitos voluntários no BC, finalizando com a abolição da faculdade de emissão de títulos por parte do BCB, que passaria a executar a política monetária com base em títulos de emissão do Tesouro Nacional, da mesma forma que na maioria dos países mais avançados e de economia estável. Desta forma, o acompanhamento da base monetária ampliada seria um expediente temporário

¹⁸¹ Chama a atenção a magnitude comparativa entre os intervalos de oscilação permitidos e as taxas de inflação mensais, estas últimas equivalentes a 20% anuais já no primeiro trimestre de 1995.

até que estivesse implementado o novo desenho operacional de política monetária.

Por outro lado, em princípio, a Base Monetária Ampliada poderia funcionar como explicitação da restrição orçamentária do setor público e do espaço para expansão das operações ativas da autoridade monetária, por exemplo, através de empréstimos de liquidez a instituições financeiras, ou da aquisição de reservas internacionais no mercado de câmbio (veja Tabelas C.19 e C.20). Deste modo, o controle deste agregado poderia trazer ganhos do ponto de vista da credibilidade da política econômica.

Contudo, o controle das operações ativas da autoridade monetária seria mais direto através da especificação de metas para variação do crédito interno líquido do BCB¹⁸², como também têm sugerido diversos analistas econômicos privados e acadêmicos de projeção nacional (veja também discussão nos capítulos 1 e 2).

Em suma, embora fosse promissora a possibilidade de definir um conceito teoricamente mais significativo, sinalizando para uma trajetória de maior compromisso com a retomada da política monetária, a especificação adotada parece ter optado pelo pragmatismo, na medida que a meta de variação nula da base monetária ampliada era pouco plausível, ao mesmo tempo que as decisões que poderiam ensejar uma definição mais clara do regime monetário e cambial teriam de aguardar a posse do novo governo.

¹⁸² Este aspecto será explicitado adequadamente no item 3.5.4. abaixo.

3.5.4. Uma Apreciação Crítica da Programação Monetária no Plano Real

A Programação Monetária é apresentada trimestralmente pelo BCB ao Conselho Monetário Nacional¹⁸³. Os valores propostos estão baseados nos resultados de alguns modelos econométricos, estimados a partir da trajetória esperada para atividade econômica e balanço de pagamentos, bem como de algumas variáveis macroeconômicas, como câmbio e juros nominais. Os efeitos das alterações esperadas no comportamento do público e na política econômica também são incorporados.

A projeção de M1 resulta de um modelo similar ao discutido no item 3.5.1. acima. Um pequeno modelo de simulação permite chegar ao multiplicador monetário convencional, a partir dos valores dos parâmetros que o compõe, após ajustes sazonais. A divisão de M1 pelo multiplicador estabelece uma faixa para o comportamento esperado da base monetária restrita (convencional).

A projeção para a base monetária ampliada resulta da expectativa quanto ao comportamento dos seus fatores condicionantes, ou seja, das operações que levem a aumentos na emissão de moeda ou títulos públicos federais. Os principais são: os depósitos compulsórios, as operações do setor externo, o impacto monetário das operações do TN, e o impacto das operações com o Sistema Financeiro Nacional.

¹⁸³ São estabelecidos os intervalos para os valores nominais (em Reais) dos seguintes agregados: Base Monetária Restrita (Papel Moeda em Poder do Público + Reservas Bancárias), Meios de Pagamento (no conceito convencional, M1), Base Monetária Ampliada (Base Monetária Restrita + Depósitos Compulsórios em Espécie + Títulos Públicos Federais) e M4 (agregado amplo que envolve, basicamente, M1, Fundos de Curto Prazo, Títulos Públicos em poder do público, Depósitos de Poupança e Títulos Privados). Para M4 e base monetária ampliada, trabalha-se com os saldos ao final do trimestre ao qual se refere a meta, enquanto que para M1 e base monetária restrita trabalha-se com a média dos saldos dos dias úteis do mês.

A projeção de M4 resulta de um modelo simplificado, onde as principais variáveis exógenas são a base monetária ampliada, a taxa de juros nominal e o PIB real. Como os parâmetros foram estimados com dados posteriores a 1993, o modelo reflete o processo de ampliação da parcela relativa da poupança financeira abrigada em títulos públicos¹⁸⁴.

De modo geral, desde o início do Plano Real, tem sido especificados intervalos amplos em torno dos pontos médios de projeção para o agregado monetário em questão, nas versões mais recentes de 17% a 30%¹⁸⁵, ou seja, de +-8,5% a +-15% em relação aos valores centrais projetados. Tais amplitudes do intervalo parecem elevadas quando comparadas às prováveis variações da renda nominal.

A reduzida precisão das estimativas constitui, a nosso ver, um recurso para contornar a variância de fatores exógenos ligados ao processo de evolução destes agregados, e que não estão sob controle do BCB ou do governo (assistência de liquidez, entrada de recursos externos, etc).

Não obstante os intervalos amplos utilizados nas projeções, a programação monetária tem sido razoavelmente seguida. É muito provável que o processo de liberação gradual da política monetária, bem como as alterações no comportamento dos agentes econômicos nas operações de crédito (associados ou não ao aumento da inadimplência), venha alterar a proporção relativa entre os diferentes agregados, inclusive com eventual aumento da parcela da poupança financeira relacionada ao financiamento do setor privado, de modo que os multiplicadores monetários deverão sofrer alterações substanciais a médio prazo.

¹⁸⁴ É razoável supor que o crescimento desta relação possa, especialmente a partir de certo nível, provocar uma elevação no custo de financiamento doméstico do governo, levando ao aumento nas taxas de juros básicas da economia.

Apesar dos eventuais benefícios que a flexibilização da política monetária possa ter sobre o sistema financeiro, é necessário enfatizar a lentidão do processo de monetização da economia, em termos de agregados restritos (como M1), após o ritmo intenso observado no segundo semestre de 1994 (mostrado anteriormente). A Matriz abaixo quantifica este reduzido grau de monetização:

Agregado Monetário	Em relação ao PIB(%) Final de 1995	Em relação ao PIB(%) Final de 1996 (proj)	Varição em pontos do PIB(%)
M1	4,1	4,2	0,1
Base Restrita	3,2	3,4	0,2
M4	38,3	40,8	2,5
Base Ampliada	18,7	21,7	3,0

Fontes: Banco Central do Brasil, Nota para Imprensa, 14.03.96. e Voto CMN 084/96, sobre a Programação Monetária.

Acreditamos ser necessário pensar em medidas para aumentar o grau de monetização da economia de maneira sustentável, inclusive como elemento coadjuvante da estratégia de redirecionamento do SFN para as operações de intermediação financeira clássica, ou seja, ligadas ao financiamento da produção e investimento.

Uma questão de maior relevância teórica diz respeito à natureza das metas indicativas. Qual a verdadeira função da programação monetária na forma como hoje é discutida ?

A rigor, o BCB não controla as fontes de emissão de moeda, pelo menos dentro do atual arcabouço institucional e considerando o desenho vigente para o programa de estabilização. A nosso juízo, tais fontes estão ligadas às operações

¹⁸⁵ Estamos tomando por base os votos CMN 032/96 e BCB 084/96.

ativas da autoridade monetária, especialmente as relacionadas ao crédito para o SFN e para o setor externo. Portanto, as metas de variação dos agregados acabam sendo estimativas bem comportadas de qual será a trajetória das respectivas fontes de emissão, caso mantidos os pressupostos implícitos que as originaram.

Porém, o BCB tenderá a assumir uma posição passiva se ocorrer um fator exógeno que venha deslocar a trajetória das referidas fontes, como por exemplo, uma onda intensa de entrada de capitais externos¹⁸⁶ ou uma turbulência grave no sistema financeiro nacional, de forma a requerer pronta assistência do prestador de última instância¹⁸⁷.

Mas qual o significado de uma programação assim concebida para a formação das expectativas dos agentes privados ? Uma programação que meramente sancione ou reflita contabilmente o cenário corrente não quer dizer que os elementos deste cenário serão mantidos exogenamente ou que serão parâmetros constantes capazes de balizar a formação de expectativas. Talvez mais importante do que a expectativa do BCB para a evolução dos agregados, seja saber como estas serão atingidas, ou seja, quais serão os instrumentos e medidas ao alcance do BCB para ensejar o cumprimento de uma ou mais metas efetivas de política monetária, mas que estejam articuladas com o restante da

¹⁸⁶ A rigor, o BCB tem condições de impor obstáculos ao ingresso de capitais, mas estes tendem a perder eficácia ao longo do tempo, além de exigirem um certo lapso de tempo para serem formulados e entrarem em vigor.

¹⁸⁷ Tal comportamento da autoridade monetária é favorecido pela capacidade de emitir títulos próprios, que podem ser utilizados como financiamento das operações ativas não esperadas, inclusive as de natureza fiscal e *quasi-fiscal* não abrigadas em previsões orçamentárias. Assim, acaba não existindo na prática uma limitação à concessão de crédito às instituições financeiras oficiais e por tabela ao setor público, que são residualmente financiadas pelo BCB. Assim, a supressão da condição de emissor de papéis próprios tenderia a impor uma restrição de financiamento às operações ativas do BCB em geral, o que pode trazer vantagens em termos de credibilidade futura, mas requer consistência em termos de capacidade para atingir o equilíbrio externo e interno.

política econômica. Caso contrário, o efeito disciplinador e sinalizador típico de uma regra não será sentido, percebendo os agentes econômicos que o curso está mais sujeito ao arbítrio (ou discricção) da autoridade monetária.

Neste sentido, chama-nos a atenção uma discussão clássica na literatura, relacionada com a impossibilidade de controlar os agregados restritos e mesmo amplos quando a taxa cambial é predeterminada, ou tende a seguir uma regra de realimentação em função da evolução passada ou futura dos índices de inflação¹⁸⁸.

Na mesma direção, ressalte-se que tendem a ser incompatíveis intervenções simultâneas nos mercados monetário e cambial, ou seja, não dá para fixar câmbio, juros e agregados ao mesmo tempo. Assim, uma trajetória predeterminada de juros e câmbio tende a tornar residual o controle de agregados, que passa a ser variável de ajuste.

Em suma, numa situação assim, do ponto de vista da credibilidade da política de estabilização claramente seria preferível que o BCB controlasse a variação do crédito doméstico ao setor financeiro e ao setor público¹⁸⁹, que reflete a evolução de suas operações ativas, o que seria compatível com uma política cambial ativa e juros livres.

Inclusive tal procedimento parece ir na direção do espírito do legislador e do formulador de política econômica quando da Lei 9.069 (“Lei do Plano Real”), já que esta instituiu o dispositivo de lastreamento das emissões. Assim, um exercício simples mostraria que uma expansão de moeda lastreada não deveria ter o mesmo status de uma não lastreada, como seria o caso com aumentos do

¹⁸⁸ Neste caso, pode-se dizer que tanto a política cambial quanto monetária estão introduzindo um grau de endogeneidade ou passividade quanto à trajetória da inflação.

¹⁸⁹ A evolução de uma aproximação a este conceito está contida no Anexo C, Tabela C.29.

passivo monetário (e mesmo não-monetário, como a expansão dos títulos de emissão própria do BCB) da autoridade monetária associados ao crescimento, respectivamente, dos ativos externos líquidos do BCB ou do crédito doméstico aos setores financeiro e público.

A partir desta discussão, podemos introduzir um último ponto. A trajetória de monetização lenta tem resultado numa composição relativamente rígida e desfavorável do balanço da autoridade monetária¹⁹⁰, conforme Tabelas C.29 e C.30. No atual contexto prevalecem no passivo total as contas remuneradas, como os depósitos compulsórios e os títulos de emissão própria, tornando a expansão das operações ativas claramente desfavorável do ponto de vista *quasi-fiscal*¹⁹¹. Tal preocupação ainda é mais relevante se considerarmos que a redução dramática da inflação limitou sensivelmente os ganhos de senhoriagem, configurando desde então um quadro de desequilíbrio patrimonial da autoridade monetária.

Enfim, o que se pretende levantar aqui é que perde sentido a discussão de metas de orientação, caso as mesmas estejam descoladas de cenários teóricos e de política econômica, pois estes, juntamente com a existência de vontade política para amarrar as mãos do executivo, é que constituem as condições para

¹⁹⁰ A base monetária que representava 5% do passivo total do BCB em junho de 1994 atingiu 13% em fevereiro de 1996, enquanto que os títulos de emissão própria foram de 22% para 50% desta mesma magnitude nos mesmos pontos do tempo.

¹⁹¹ Mesmo no caso das cambiais, onde tem-se argumentado que o diferencial de remuneração é de apenas 8%, cabe lembrar que o total dos ativos externos líquidos do BCB, da ordem de R\$ 52 bilhões em fevereiro, não está inteiramente corporificado em títulos com correção cambial mais spread que, ao contrário, respondem por apenas 6-8% da dívida mobiliária federal em mercado. A estimativa do próprio BCB aponta para um custo médio de seu passivo da ordem de 27% nominais ao ano (fev/96), o que descontada a correção cambial estimada de 8% e a rentabilidade nominal externa de 6%, resultam num custo aproximado de 11%. Tal magnitude tende a se manter, pois a redução do peso dos compulsórios tem aproximado o custo nominal da dívida interna efetiva da taxa básica de juros do mercado secundário (SELIC), cujo nível nominal esperado para 1996 é da ordem de 26%.

a especificação e escolha das variáveis exógenas ou das diretrizes de comportamento do BCB. O conhecimento desta definição é que demarcará a base para a formação de expectativas inflacionárias, fazendo o papel de “regra” nos cálculos dos agentes econômicos.

Neste sentido, seria necessário que a programação monetária, no sentido mais forte que consideramos aqui, guardasse uma consistência em relação à trajetória da política cambial e do balanço de pagamentos, bem como com limites para as demais operações ativas da autoridade monetária.

A especificação de uma autêntica programação monetária envolveria então a discussão de outras questões relevantes sobre a estrutura do atual programa de estabilização, inclusive sobre quais as limitações que deveriam ou poderiam ser impostas à política econômica nos marcos do atual regime monetário e cambial, passando as metas a transmitir uma mensagem mais clara para a sociedade. Fora disto, ela está mais para um exercício de projeção para sancionar cenários prévios, mas ajustáveis de acordo com as circunstâncias, cabendo-lhe apenas um papel secundário.

3.5.5. A Natureza e as Limitações da Política Monetária no Plano Real

Uma série de analistas vem argumentando que as políticas monetária e creditícia são relativamente ineficazes, ou melhor, pouco eficazes no contexto brasileiro¹⁹².

¹⁹² Esta idéia aparece em uma série de trabalhos e discussões de política econômica, por exemplo: ALMONACID, LOPES & PESSÔA(1995a) e (1995b) e PASTORE(1995b). No seminário: “O Que Esperar para 1996?”, realizado em São Paulo no dia 24.11.1995, houve um magnífico debate entre os professores Ibrahim Eris, representando a visão cética sobre a política monetária, e Gustavo Franco, em defesa da formulação do Plano Real. A exposição a seguir se baseia também nestas referências.

PASTORE(1995b) faz uma rica discussão, racionalizando a ineficácia das políticas monetária e creditícia. Utiliza-se de um modelo macroeconômico simples, do tipo IS/LM levemente modificado¹⁹³.

As idéias fundamentais desta abordagem são as seguintes:

a) o problema inicial é a relativa impotência da política monetária para controlar a expansão da demanda agregada no Brasil;

b) a explicação mais popularizada é a de que o grau de liquidez dos títulos públicos é elevado, aproximando-se do da própria moeda, o que deu origem à idéia de “moeda indexada”;

c) considerando que os potenciais efeitos econômicos da troca da parcela indexada dos agregados, M2 ou M4, por M1, não são desprezíveis, Pastore refuta tal linha de raciocínio, procurando uma racionalização distinta do problema. A expansão dos mercados de derivativos e das formas de aplicação com alta liquidez, que tem ocorrido mesmo em países estáveis como os EUA, mesmo trazendo maior facilidade para distribuição dos ganhos e perdas de capital incidentes sobre os ativos em carteira, não comprometem os efeitos da política monetária, pois permanecem as condições clássicas para a eficácia do “efeito riqueza”;

d) a seu juízo, o regime monetário brasileiro difere significativamente daquele suposto na maior parte dos modelos econômicos (ajustados aos países desenvolvidos e estáveis) onde é investigada a eficácia da política monetária. No

¹⁹³ Por ocasião do seminário, realizado em São Paulo no dia 23.11.1995, foi distribuída uma versão atualizada e ampliada daquele texto, tendo o Professor A. C. Pastore realizado uma palestra e comentado algumas perguntas da audiência. O apresentador foi muito cauteloso ao comentar as aplicações de seus resultados ao Brasil, lembrando que seu modelo é simplificado e que requer estudos empíricos para fortalecer o argumento básico. Ademais, o autor reafirmou a cautela sobre a aplicação dos resultados ao Brasil, mencionando que

caso brasileiro, são fechados diversos canais de influência da moeda sobre a demanda agregada de bens, ao mesmo tempo que outros efeitos, na direção contrária à desejável, são gerados ou potencializados;

e) em países onde a dívida pública é curta, ou composta por títulos longos indexados à taxa de juros de curto prazo, se o BC operar com juros muito próximos aos embutidos na curva de retorno dos papéis (como acontece no Brasil), as alterações nas taxas de juros não produzem efeitos importantes no valor de mercado do estoque da dívida. Mesmo que a demanda privada seja afetada por variações na riqueza real percebida pelos agentes econômicos, tal “efeito riqueza” é menos importante neste caso;

f) assim, ao mesmo tempo que o “efeito riqueza” perde importância, é potencializado o “efeito renda”, com elevação do fluxo de juros pagos pelo Tesouro aos proprietários dos títulos;

g) num contexto onde a dívida pública fosse constituída de títulos mais longos sem indexação (veja Tabela C.38), seria incrementada a eficácia da política monetária. Contudo, não é possível atingir tal situação de maneira artificial, sendo necessário convencer a sociedade do compromisso irreversível com a manutenção da estabilidade a longo prazo. Ilustra isto o fato do Plano Real desfrutar de boa imagem, mas os agentes econômicos não parecerem dispostos ainda a adquirir papéis mais longos¹⁹⁴.

pretende alterar o título do trabalho apresentado para “Porque a política monetária pode ser ineficaz no Brasil?”, visando evitar mal entendimento.

¹⁹⁴ Embora possamos questionar o interesse das autoridades no alongamento do endividamento interno, especialmente quando as taxas de juros são cadentes, é provável que haja um ganho em termos de eficácia da política monetária caso a estrutura de rolagem destes passivos, bem como as aplicações do público, fossem modificados.

No entanto, apesar da clareza e da lógica do raciocínio de Pastore, é necessário qualificar os resultados principais, antes de aplicá-los à economia brasileira.

a) na definição de riqueza comentada pelo autor não estão incluídos os ativos reais da sociedade, cuja mudança de valor, resultante de variações na taxas de juros, pode afetar a demanda;

b) o modelo utilizado é incapaz de incorporar as defasagens existentes na produção, de modo que não há espaço para os efeitos de uma restrição monetária sobre o custo do capital do giro, e portanto sobre a oferta agregada; neste caso, poderíamos ter um efeito ainda mais deletério das políticas monetárias contracionistas sobre o lado real da economia;

c) como o modelo IS/LM não é adequado para exercícios onde a inflação seja variável, seria necessário estendê-lo, incorporando os efeitos distributivos e alocativos da variação na taxa de inflação sobre a oferta e demanda agregada, bem como sobre o perfil de riqueza desejado pelos agentes econômicos;

d) como o próprio Professor reconhece, a relativa ineficácia da política monetária carece ainda de base empírica, já que não é possível quantificar a relação entre o efeito-substituição (impactos dos juros no adiamento do consumo e no investimento privado) e o efeito-renda (impacto direto sobre a demanda agregada)¹⁹⁵.

Por outro lado, a evolução do Plano Real, patenteada em altas dosagens de política monetária e creditícia, parece reforçar a plausibilidade da idéia defendida por Pastore.

¹⁹⁵ Outro ponto digno de um esforço de pesquisa refere-se ao efeito dos depósitos compulsórios e dos controles creditícios, especialmente num contexto onde há vazamentos através dos fundos de investimento.

Uma outra dimensão interessante refere-se ao papel da política monetária no desenho lógico do Plano Real. Neste sentido, o enfoque adequado para olhar o programa parece ser o da coerência entre as várias âncoras, principalmente monetária e cambial¹⁹⁶.

No que tange à questão das taxas de juros elevadas, Franco¹⁹⁷ afirmou que a evolução do ajuste fiscal deve mudar a maneira de encarar sua formação. Do seu ponto de vista, os níveis elevados decorrem da necessidade de compatibilizar as intenções de gasto do setor privado e do governo, ou seja, o equilíbrio entre o investimento e a disponibilidade de poupanças. Assim, os juros elevados decorreriam do “crowding-out” (expulsão ou retração) dos dispêndios privados em face do financiamento do desequilíbrio fiscal do setor público consolidado¹⁹⁸.

A rigor, devemos considerar que a compatibilidade analisada por Franco poderia ser feita por uma elevação na poupança externa ou mesmo pelo aumento da inflação, este último capaz de gerar uma redução do dispêndio privado (inclusive dos salários reais) e público (desindexação dos dispêndios). Portanto, implicitamente, o analista parece adotar como variável exógena a

¹⁹⁶ Quanto à compatibilidade entre as políticas ou “semi-âncoras” monetária e cambial, é necessário lembrar a recente retomada do processo de acumulação de reservas, vivida após julho/95, e seu impacto significativo sobre os agregados monetários amplos e a dívida mobiliária federal, conforme pode-se depreender das Tabelas C.23, C.29, C.30, C.36 e C.37.

¹⁹⁷ Daqui em diante fazemos um comentário crítico baseado no debate entre Franco e Eris, referido acima.

¹⁹⁸ O enfoque de Franco parece inspirado numa versão modificada da doutrina dos “loanable funds” (“fundos emprestáveis”), que teria uma origem e fundamentação diferente da teoria keynesiana da preferência pela liquidez (“liquidity preference”). Embora as duas teorias possam se complementar em alguma medida, a primeira, cujos predecessores seriam Ricardo e Wicksell, enfatiza os fatores “reais” (contrapondo-se aos monetários), como a frugalidade da sociedade e a produtividade do capital, que seriam os determinantes da taxa de juros, preço fixado pelo jogo entre a oferta e a demanda de fundos. Cf. PEARCE, David W.[1986]. *The MIT Dictionary of Modern Economics*. MIT e Macmillan, 3.rd ed, pp. 248.

redução da inflação e assumir que a poupança externa está sujeita a limites ditados pelo contexto internacional.

Eris rebateu o entendimento do diretor do BCB, posto que as taxas de juros não são formadas pelo mercado. No entanto, reconheceu que o fato destas atingirem valores menores pode não ser isento de efeitos macroeconômicos, especialmente no caso das taxas básicas que influenciam a remuneração da poupança financeira (Tabela C.31).

Neste sentido, deslocou o eixo de sua crítica, da mesma forma que o Professor Pastore havia feito em seus trabalhos, para a questão da eficácia da política monetária, ou seja, da resposta do dispêndio privado à taxa de juros. Ponderou que a magnitude da resposta (elasticidade) é muito provavelmente reduzida, sendo menor à medida que a taxa de juros sobe sucessivamente. Por fim, manifestou sua sugestão, a nosso juízo acertada, de que o BCB deveria se ausentar mais do mercado monetário, para que as taxas de juros refletissem adequadamente a falta ou o excesso de liquidez na economia¹⁹⁹.

Franco fez uma rápida explanação sobre a sistemática operacional seguida pelo BCB, que pode ser consolidada na idéia de que a atuação da autoridade monetária visa reduzir a volatilidade da taxa de juros. Ou seja, se o BCB se ausentar do mercado seria provável que fatores exógenos levassem a grandes oscilações da taxa de juros de curto prazo formada no mercado de reservas bancárias²⁰⁰.

¹⁹⁹ Sobre a forma de operação do BCB no mercado monetário, veja BANCO CENTRAL DO BRASIL(1993b), CYSNE(1995c) e RAMALHO(1995), entre outros.

²⁰⁰ Segundo Franco, num dos poucos episódios onde isto ocorreu, na gestão de Eris no BCB (1990-início de 1991), isto se verificou.

Contudo, Franco não abordou os efeitos deletérios desta atuação do BCB sobre a distribuição da liquidez no mercado interbancário²⁰¹, o que tem dado origem ao fenômeno das “poças de liquidez”. Tal situação ocorreu durante a incipiente crise bancária vivida entre agosto e outubro de 1995, tendo aparecido também no último trimestre de 1994, quando a transferência da base de recolhimento do depósito compulsório sobre os certificados de depósitos bancários (CDB), do fluxo para o estoque, ensejou o completo travamento do mercado de depósitos interfinanceiros (CDI), e por consequência, ocasionou uma forte crise de liquidez no segmento de bancos estaduais.

O diretor do Banco Central do Brasil tentou associar a virtual retirada do BC do mercado, como sugerido por Eris, ao episódio de déficit fiscal sem acomodação monetária, observado por ocasião da elevação do desequilíbrio fiscal na era Reagan nos EUA dos anos 80. Na sua visão, onde seria positiva uma menor volatilidade das taxas de juros, existiriam mecanismos pelos quais uma situação fiscal frágil com uma dívida de curta maturação (prazo médio de 4 a 5 meses), como no Brasil, poderia tornar as taxas de juros finais, ou seja, após a saída do BCB do mercado, mais elevadas que as anteriores. Desta forma,

²⁰¹ Podemos considerar estes efeitos a partir da idéia de que existe uma banda estreita para as taxas de juros, fato aliás recentemente divulgado na imprensa, embora não assumido pela autoridade monetária. As implicações de uma banda estreita para os juros são similares ao que se verifica no caso da taxa cambial. Assim, a redução do risco de variação da taxa de juros de curto prazo tende a induzir práticas “especulativas” por parte dos agentes financeiros. Uma delas fica patente através da canalização dos recursos, que poderiam ser direcionados para o mercado interbancário a taxas competitivas, para as operações de curto prazo entre instituições e o BCB (tomando ou doando recursos por um dia). Resumindo, se o BCB alargasse a banda, poderia haver estímulo para uma irrigação mais eficaz do mercado interbancário, visto que criar-se-ia uma expectativa de possíveis perdas para os bancos, através da remuneração zero para eventuais recursos não transacionados ou ociosos.

volatilidade e nível estariam relacionadas, e a posição adotada para a política monetária no Plano Real seria favorável às finanças públicas²⁰².

O raciocínio do analista embute explícita e implicitamente a idéia de que haveria um problema de confiança na rolagem da dívida federal, embora tenha reconhecido que seu nível é moderado ou reduzido de acordo com padrões internacionais. Neste caso, as práticas de acomodação monetária, no bojo da lógica de não gerar incertezas ou impor perdas de capital ao mercado, seria funcional para o financiamento do setor público.

Por outro lado, a variabilidade da inflação e dos juros, ao tornar mais prováveis perdas de capital, especialmente com uma dívida de perfil curto e financiada por instituições financeiras com altos níveis de alavancagem (ao invés de tomadores finais), poderia levar os agentes econômicos a demandar elevados prêmios de risco. Assim, a rolagem da dívida pública interna poderia limitar a redução dos juros e a mudança na atuação do BCB.

Em suma, para Franco, as restrições para a redução dos juros seriam de duas ordens: i) impactos da política fiscal sobre o equilíbrio macroeconômico.

No que tange a este aspecto, alguns analistas de mercado e pessoas do meio acadêmico têm alertado que a configuração de políticas praticadas estaria invertida. Enquanto os “policy-makers” acreditam estar utilizando a política monetária para atingir o equilíbrio interno (raciocínio de “crowding-out”, ou seja, “expulsão”), o correto seria utilizar a taxa de juros para obter o equilíbrio do balanço de pagamentos²⁰³.

²⁰² Este ponto é bastante polêmico, pois os analistas de política fiscal tendem a acreditar que a menor intervenção do BCB no mercado monetário seria favorável às finanças públicas.

²⁰³ Tal discussão está relacionada com a questão clássica, conhecida na literatura como “assignment problem” (associação inequívoca entre objetivos e instrumentos de política

Tal reconhecimento teria implicações profundas, pois levaria à abolição dos controles ao ingresso de capital, sob a forma de IOF por exemplo²⁰⁴. Na verdade, este debate não pode prescindir de uma avaliação sobre a natureza do regime cambial, nos marcos da clássica abordagem Mundell-Fleming.

De acordo com este enfoque, se o sistema cambial aproxima-se do de taxas flutuantes, ou se o padrão de atuação do BCB permite isolar os agregados monetários da evolução do balanço de pagamentos, como parece ter ocorrido até o início de 1995, a escolha da política monetária para atingir o equilíbrio interno é adequada. Porém, na medida em que a lógica assemelha-se a um sistema de taxas fixas, ou melhor, predeterminadas, dada a reduzida volatilidade dentro da banda cambial, a utilização da política monetária pode não ser adequada para atingir o equilíbrio interno, o que parece mais em linha com a evidência brasileira após julho/95.

Naturalmente, a recuperação da política fiscal tenderia a diluir estes dilemas de política econômica. Mas na medida em que o BCB persegue o equilíbrio interno sem o reforço da política fiscal, acaba-se por cair num processo que se realimenta, dado que as taxas de juros elevadas acabam por estimular um superávit mais elevado no balanço de pagamentos. Acompanhado de operações de esterilização, tal processo não só reforça o crescimento da dívida pública, como contribui para o crescimento dos agregados monetários amplos.

Um segundo ponto diz respeito: ii) à rolagem da dívida pública interna. Em relação a isto, mesmo aceitando parte do argumento de Franco, tal restrição

econômica). A conclusão é que não é possível atribuir (associar) uma política (por exemplo, monetária) para a obtenção de um determinado fim (por exemplo, equilíbrio externo) independentemente do regime cambial adotado.

²⁰⁴ Reforçam este argumento as considerações sobre a ineficácia relativa da política monetária no que tange ao controle da demanda agregada.

tende a se tornar mais tênue à medida que a estabilidade de preços vai se consolidando.

A lógica da política monetária de juros elevados mostra alguma plausibilidade até junho de 1994, onde a administração da política monetária esteve vinculada, tanto à necessidade de evitar uma substituição monetária perversa, ou seja, na direção da moeda estrangeira, quanto a elevação dos preços dos ativos reais. Logo, tanto o nível elevado, quanto a redução da volatilidade então observados, mostraram-se requisitos aceitáveis para preservar o financiamento do déficit público e a confiança nos ativos financeiros.

Todavia, após julho de 1994, e à medida que a estabilidade vai se consolidando, aumenta a dúvida sobre a aplicabilidade do argumento. Ademais, é difícil conceber que uma redução na taxa de juros básica possa gerar tensões inflacionárias significativas no caso de reduções marginais a partir de níveis muito elevados.

Assim, é possível questionar-se com mais veemência a arbitrariedade dos níveis de juros praticados, pois o papel do mercado é muitíssimo menor que na formação da taxa cambial, e são nítidos e mais presentes os efeitos perversos de sua menor volatilidade. Ademais, em sendo pouco eficaz, as políticas monetária e creditícia tiveram de ser aplicadas em altas dosagens, suscitando não apenas efeitos colaterais a nível do setor produtivo, como desintermediação financeira sob diversas formas.

Outra complicação, pouco tocada por Franco, decorre da política de esterilização da entrada de recursos externos. A nosso ver, é possível associar alguns dos limites desta estratégia à timidez do processo de monetização, bem

como à opção de postergar a reforma nas aplicações financeiras²⁰⁵, na medida que isto parece ter estreitado bastante a margem para aquisição de reservas internacionais com expansão dos agregados monetários restritos.

Sabemos pela experiência internacional que o recurso a controles de capital tende a perder eficácia rapidamente. Isto sugere ser viável e até desejável reduzir-se a taxa de juros básica para diminuir a atratividade dos ingressos externos, ao mesmo tempo que caminha-se na direção de liberar paulatinamente os depósitos compulsórios dado que, em última instância, é a taxa paga na ponta do crédito que definiria o custo de oportunidade relevante para atração de capitais externos direcionados ao setor produtivo (Tabela C.32).

Por outro lado, para preservar a atratividade das aplicações financeiras, tornando factível um nível menos distorcivo de taxa de juros, seria recomendável reduzir a cunha fiscal. Atingido o limite para atração de capitais externos, e estando satisfeitas as necessidades para o fechamento do balanço de pagamentos, os controles de capital seriam ociosos do ponto de vista macroeconômico.

3.5.6. Uma Agenda para a Retomada da Política Monetária

Acreditamos que uma agenda de continuidade do atual programa de estabilização deveria avançar na reforma do sistema financeiro e na recuperação

²⁰⁵ FRANCO(1995), p. 67, fornece a única explicação que conhecemos para que as autoridades evitassem uma abordagem mais agressiva na reforma do mercado financeiro. Tal razão estaria ligada basicamente à fragilidade do sistema financeiro doméstico. A esta justificativa temos duas objeções iniciais: i) é difícil acreditar que os efeitos sobre o sistema financeiro teriam sido mais devastadores do que os observados durante o Plano Real, embora este argumento seja mais sabedoria “ex-post”; ii) parece-nos que algumas das medidas mais sugestivas, na direção de aumentar a eficácia da política monetária, poderiam induzir o ajustamento do sistema financeiro doméstico, além de reduzir a

da política monetária e creditícia, inclusive para aumentar a eficácia deste instrumento.

Neste sentido, o BCB poderia ir mudando o foco da política monetária, buscando a continuidade da monetização gradual, e permitindo maior espaço para o aumento do risco no sistema financeiro e para a formação de uma estrutura de taxas de juros ativas e passivas menos dependente da atuação da autoridade monetária.

A institucionalização de um novo regime monetário, que ainda envolveria várias alterações pontuais e estruturais a partir do arcabouço sinalizado com o Plano Real, deveria conduzir o sistema bancário a uma mudança de perfil. Este deveria privilegiar operações de crédito ao invés da concentração em títulos e valores mobiliários, ao mesmo tempo que teria maior liberdade para ajustar a sua oferta de serviços e operações à realidade operacional em que o BCB retiraria os privilégios de convertibilidade. Assim, seria necessário desregulamentar em alguma medida a intermediação financeira, mantendo e reforçando, paralelamente, a regulamentação prudencial²⁰⁶, movimento que deveria ser combinado com um estímulo à ampliação do mercado de capitais.

Outra linha que deveria ser perseguida é a da separação entre a autoridade monetária e o Tesouro Nacional²⁰⁷. Sabe-se que a dívida pública no Brasil é pequena para padrões internacionais, estando o problema nas suas condições de rolagem e no seu perfil. Uma separação efetiva entre as duas instâncias tenderia a aumentar a eficácia da política monetária, bem como

dosagem requerida de controles monetários, indo então na direção de favorecer a condução do plano de estabilização.

²⁰⁶ Cf. MARTONE(1993a).

²⁰⁷ Veja a este respeito, BANCO CENTRAL DO BRASIL(1993b).

incrementar a credibilidade dos papéis públicos, especialmente num regime de inflação baixa.

Numa fase de transição, contudo, a mudança na lógica da política monetária, especialmente quanto à questão da garantia de liquidez para as aplicações lastreadas em títulos públicos, poderia conduzir a um aumento do custo de rolagem para o Tesouro Nacional. Regras de passagem poderiam ser concebidas, de modo a realizar um alongamento satisfatório do endividamento público existente, ao mesmo tempo que a composição dos títulos poderia privilegiar as formas prefixadas, ou seja, a dívida federal passaria a oferecer riscos limitados em função da variação de inflação e taxas de juros, o que traria maior eficácia para a política monetária.

A implementação desta linha de política econômica envolveria estágios complexos, que demandam um grau de sintonia fina e acerto de diagnóstico fundamentais para o seu sucesso. Contudo, isto representaria um resgate da agenda de desindexação e reforma do mercado financeiro embrionariamente formulada ao final de 1994, no contexto da qual a criação da TJLP e da base monetária ampliada constituíam medidas preliminares.

Dever-se-ia promover uma mudança na prática operacional da autoridade monetária, envolvendo o fim da zeragem automática e a instituição de reservas voluntárias remuneradas (com rentabilidade administrada pelo BCB). Os recursos aplicados em BBC seriam direcionados a esta modalidade, vedando-se a emissão de títulos pela autoridade monetária. Como a remuneração real não seria convidativa, ficariam concentrados aqui recursos tipicamente de reserva de caixa.

Por outro lado, os demais recursos seriam deslocados para investimentos em títulos privados e públicos de maior prazo, abrigados em alternativas compatíveis de aplicação junto ao público. Tais recursos seriam remunerados pela rede bancária a taxas factíveis, de acordo com a liquidez propiciada através de um mercado secundário, formado por bancos e investidores institucionais e com influência apenas marginal da autoridade monetária.

Paralelamente, o avanço na liberação dos depósitos compulsórios levaria a uma descompressão do mercado de crédito, devendo a demanda adicional de recursos ser atendida através da manutenção da atratividade nas aplicações do público.

Estas alterações, em conjunto com as anteriores, podem suscitar a formação de uma estrutura a termo de taxas de juros, com segmentação clara na formação das taxas de curto prazo, vislumbrando-se, paralelamente, o desenvolvimento de um mercado para aplicações de longo prazo. Ao mesmo tempo, a política monetária estaria potencializada, na medida em que se verificassem ganhos e perdas efetivas de capital por parte dos agentes econômicos, com o retorno dos riscos para operação no mercado financeiro.

Uma alternativa interessante seria a diferenciação da tributação incidente sobre as aplicações financeiras do público, passando a penalizar as opções de curto prazo e impedindo que as demais alternativas oferecidas possam dar ao mesmo tempo liquidez diária e rentabilidade real, mesmo após carência. Neste sentido, poderia ter sido criadas e difundidas modalidades de aplicação com

incentivos fiscais ou rentabilidade adicional em função do prazo de vencimento, por exemplo, uma caderneta de poupança trimestral²⁰⁸.

A decisão quanto ao acompanhamento de um agregado mais restrito ou amplo, ou de mais de uma opção, dependerá das redefinições acima mencionadas, a partir da qual transparecerá a maior separação entre moeda e poupança financeira, ou entre ativos monetários e não-monetários.

As instituições financeiras deveriam estar sujeitas a práticas de regulamentação prudencial, como grau de diversificação de aplicações e exigências de capital mínimo compatíveis com o grau de risco embutido na estrutura de ativos²⁰⁹, acompanhada de rigoroso cumprimento do dispositivo que proíbe empréstimos a controladores, buscando consolidar a posição da autoridade monetária no relacionamento com o sistema financeiro, de modo a aumentar a eficácia do controle monetário²¹⁰.

Outro avanço importante dependeria da mudança na forma de atuação da mesa de mercado aberto do BCB (DEMAB), que ampliaria o spread sobre a taxa cobrada nas captações de última instância (conhecidas como “zerada automática”), de modo que não seja induzido o empoçamento da liquidez, fenômeno que ocorreu em diversas fases durante o Plano Real, e que constituía-

²⁰⁸ Recentemente, em meados do primeiro trimestre de 1996, estão sendo ultimados estudos para constituição de uma modalidade de poupança incentivada, ligada à formação de fundos para garantia de renda após aposentadoria. No segundo semestre de 1995, havia sido criada uma modalidade especial de poupança associada ao direito de obter um financiamento habitacional sob condições favoráveis, desde que atingido o desempenho adequado. Não dispomos de informações sob a performance desta opção.

²⁰⁹ Este parece ter sido a intenção do legislador ao adotar a Resolução CMN n° 2.099, associada ao enquadramento das instituições financeiras domésticas na regulamentação acordada sob o Acordo de Basiléia.

²¹⁰ Veja uma abordagem interessante da questão em CARVALHO(1992b), bem como sugestões para a reformulação da política monetária, mesmo sem um plano de estabilização abrangente, em CARNEIRO(1994).

se no deslocamento da oferta de fundos, antes disponíveis para as operações interbancárias, para títulos públicos federais.

Enfim, trata-se de aproximar gradualmente a estrutura da política monetária daquilo que é praticado a nível internacional²¹¹. Existem variações na forma como cada país combina os diferentes instrumentos de política monetária, mas parecem existir algumas tendências gerais:

a) a globalização tem contribuído para a perda de relevância das reservas compulsórias como instrumento de financiamento monetário e quase-monetário, embora elas conservem uma dimensão regulatória e de política econômica; na maioria dos casos tais reservas não usufruem remuneração ou são sub-remuneradas²¹²;

b) as operações de mercado aberto têm ganho importância, pois sua ação é exercida de maneira abrangente nos mercados monetários, financeiros e de capitais, tornando-o indicado como instrumento de sintonia-fina. A forma mais comum de atuação dá-se através de operações reversíveis (venda com recompra ou compra com revenda) pelas quais os Bancos Centrais tomam (doam) recursos tendo como colaterais diversas formas de títulos públicos ou privados. Tais operações em geral envolvem prazos desde um dia até um mês. Outras formas de atuação contemplam a compra direta de títulos em mercado, as operações de “swap” com moedas estrangeiras ou mesmo a emissão de títulos de curto prazo pela autoridade monetária;

²¹¹ A discussão a seguir baseia-se em: 1) *The Deutsche Bundesbank: Its Monetary Policy Instruments and Functions*. Deutsche Bundesbank Special Series nº 7, 3rd ed., July 1989, capítulo 3, pp. 44-80. 2) Morgan Guaranty Trust Company. *Guide to Central Bank Watching*. Economic Research, New York, nov. 1992. e 3) Union Bank of Switzerland (UBS). *Central Banks*. UBS Global Research, London, feb. 1996.

²¹² Uma exceção é a Suíça, onde as reservas são remuneradas a taxas muito próximas às de mercado.

c) a assistência de liquidez é praticada na maioria dos casos, seja através de uma taxa punitiva, ou seja acima da taxa média de mercado, ou o acesso é oferecido a taxas próximas do piso, mas sujeitando-se a limites quantitativos; Assim, a vulnerabilidade do mundo globalizado deixa aberto um espaço próprio para as operações de assistência financeira de liquidez, ou seja, para a função clássica dos Bancos Centrais de prestador de última instância.

No caso brasileiro, a assistência financeira de liquidez deveria ser “discriminizada”, ou seja, deixaria de ser ante-sala da liquidação de uma instituição financeira²¹³. Ademais, a redução gradual das alíquotas dos depósitos compulsórios deve redefinir o papel deste instrumento no atual desenho da política monetária²¹⁴.

3.6. CREDIBILIDADE, AJUSTES MACROECONÔMICOS E PREÇOS RELATIVOS NO PLANO REAL

3.6.1. A Política Econômica no Plano Real: Os Esforços para Manter Reputação e Construir Credibilidade

Neste subitem pretendemos discutir em que medida os aspectos principais do Plano Real foram influenciados pela necessidade de tornar o programa crível, diferenciando-o dos diversos planos aplicados no país no passado recente.

²¹³ Aparentemente, segundo comentários da imprensa, estaria em estudo, no mês de junho/96, uma proposta de revitalização deste instrumento, com conseqüente criação de um Comitê de Política Monetária, cujas decisões, ligadas inicialmente à magnitude da taxa de redesconto básica, constituiriam importante sinalização sobre o rumo da política monetária no Brasil. Tal alteração, caso aprovada, constituiria uma inovação importante, especialmente se conduzisse a medidas nas demais direções mencionadas.

²¹⁴ Para alguns analistas, a liberação dos depósitos compulsórios no caso brasileiro envolve também algum dilema, visto que embora tais instrumentos gerem uma cunha muito distorcida entre taxas de juros passivas e ativas, por outro lado, devem ser vistos também da ótica fiscal, segundo a qual alíquotas elevadas constituem financiamento alternativo a eventuais déficits públicos, fiscais ou quase-fiscais.

Enfatizaremos 3 momentos importantes do programa, embora estes não sejam os únicos, procurando discutir a natureza das escolhas envolvidas.

A nosso juízo, são três os momentos onde a questão da credibilidade aparece como fundamental: a) no período de formulação do Real, associado aos três últimos trimestres de 1993, onde a equipe do Ministro FHC optou pela ausência de congelamentos, choques, confiscos, etc; b) a emissão do Real envolveu uma decisão nada trivial sobre a lógica do regime monetário e cambial; c) a guinada rumo a novas medidas de restrição monetária e creditícia representou uma reafirmação de autonomia técnica²¹⁵, ilustrada pelas decisões do CMN e do BCB quanto à consistência da política de estabilização.

A etapa de formulação do Plano Real foi bastante rica em termos estratégicos e políticos, ou ainda de economia política, mas alguns destes aspectos são pouco percebidos embora importantes²¹⁶.

Primeiro, a aceitação da idéia de que não era possível realizar um programa com intervenções traumáticas nos preços e contratos foi uma opção fundamental para distinguir o Plano Real de seus antecessores. Segundo, o período relativamente instável que antecede as eleições de 1994 parecia propício à formação de coalizões²¹⁷, visto que o avanço da inflação permitia antecipar uma desestabilização institucional evidente ao longo de 1994. Terceiro, o programa formulado foi abrangente e integrado, sendo suas etapas discutidas publicamente a nível técnico e da opinião pública, e sua divulgação muito bem

²¹⁵ O termo reafirmação é pertinente, pois as decisões tomadas ao longo do segundo semestre de 1994, portanto em plena campanha eleitoral, sendo também ilustrativas deste aspecto.

²¹⁶ Alguns destes pontos foram levantados na análise das idéias de Michael Bruno realizada no capítulo 1.

executada, o que fortaleceu a percepção de consistência. Quarto, mas não menos importante, a existência de uma candidatura viável originada da coalizão governista introduziu uma perspectiva de continuidade, ao deslocar o horizonte das autoridades para o médio prazo, o que reforçou o conservadorismo e evitou uma gestão populista do plano²¹⁸.

A estratégia envolvida na formulação do Real foi mantida na sua execução, pelo menos em termos gerais²¹⁹, podendo-se caracterizá-la como uma tentativa de buscar reputação junto aos agentes econômicos, através da idéia de previsibilidade.

No segundo momento, onde dá-se a partida da terceira etapa do plano, argumentaremos que a adoção de metas monetárias, a apreciação nominal do Real e o aumento no ritmo da liberalização comercial formavam uma estratégia de obtenção de credibilidade através da sinalização incisiva dos propósitos do “policy-maker”²²⁰.

A literatura menciona 3 razões para a deficiência de credibilidade: a) a provável inconsistência entre as restrições e os objetivos pretendidos; b) a política anunciada pode ser temporalmente inconsistente, havendo benefício caso o governo a abandone; c) existe informação incompleta e assimétrica, sendo que a instabilidade existente impede que a sociedade perceba a real

²¹⁷ No entanto, a fragmentação política existente determinou limites estreitos para a formação das alianças, de modo que uma parte da agenda de reforma fiscal ampla já ventilada no seio da sociedade civil ficou adiada para o momento pós-eleitoral.

²¹⁸ Costumava-se dizer à época das eleições que o Plano Real havia ajudado a candidatura FHC. Nosso argumento é de que a recíproca foi muito importante para a credibilidade do programa.

²¹⁹ Existiram situações ambíguas, como as relacionadas à sistemática de conversão dos contratos, nas quais parecia haver um componente político afetando a formulação técnica do programa.

²²⁰ Nossa argumentação baseia-se em RODRIK(1989) e AGÉNOR(1994). Uma visão alternativa, discutida adiante, é apresentada em PLOEG(1989). Nestas abordagens, o

intenção das autoridades. No caso brasileiro, podemos considerar as 3 como potencialmente significativas.

Podemos considerar a ausência de credibilidade como uma distorção, de forma análoga ao que fizemos com as políticas de rendas, sendo que ambas podem inviabilizar a política governamental em virtude de decisões privadas a partir de “preços relativos errados”. Neste caso, seria possível erigir um caso favorável a uma ação governamental para remover a percepção inadequada.

A adoção de metas monetárias, como vimos acima, não parece ser uma medida de política monetária, visto não apenas existir dificuldades técnicas consideráveis para concebê-la num programa como o Plano Real, como os valores envolvidos foram muito apertados diante da expectativa de remonetização da economia.

Com base neste aparente paradoxo, sugerimos que as metas monetárias faziam parte de uma estratégia de “overshooting ou overcommitment” das autoridades com a estabilização. Num ano eleitoral, o controle da base monetária seria uma sinalização de que o governo não utilizaria a remonetização para financiar gastos fiscais adicionais.

A idéia de que as autoridades podem aumentar a credibilidade da política econômica através de uma “sinalização” contundente²²¹ guarda analogia com a lógica do final das hiperinflações. Nestes casos, é possível implementar as mudanças de maneira abrangente e integrada, sendo que um compromisso

tratamento à estabilização é desenvolvido por analogia com a questão da liberalização comercial.

²²¹ RODRIK(1989), analisando as liberalizações comerciais, sugere que reformas pouco audaciosas podem aumentar a chance de colapso, especialmente em países da América Latina onde as restrições comerciais estão cristalizadas há algumas décadas. É possível fazer uma analogia com a situação inflacionária brasileira no início dos anos 90.

adicional com a direção a ser perseguida torna o retrocesso pouco provável, transmitindo uma percepção de continuidade e credibilidade.

A apreciação nominal seria similar, mostrando que as autoridades não estavam dispostas a desvalorizar a moeda a médio prazo²²². A percepção de que não haverá desvalorização tende a reduzir a inércia inflacionária no médio prazo, sugerindo que uma política cambial que não se acomoda à inflação é capaz de gerar benefícios fundamentais na saída do programa, compensadas após a remoção gradual da inércia inflacionária.

A liberalização comercial, além de uma medida preocupada com o abastecimento interno como discutido em 3.3. acima, sugeria que as autoridades confirmavam a avaliação de solidez da política cambial, mesmo diante de um aumento desproporcional das importações. Ademais, isto sugeria que a abertura comercial era um componente pouco reversível da política econômica presente.

Porém, esta “aposta” ou “sinalização” não é isenta de custos. Um dilema ponderável diz respeito ao aumento na vulnerabilidade externa a médio prazo, pois a opção por desvalorizar é muito útil em situações de choques externos significativos. Este é justamente o aspecto ilustrado pela crise mexicana²²³ do primeiro trimestre de 1995, que gerou turbulências adicionais devido à apreciação nominal anterior.

É verdade que a política cambial do Plano Real era suficientemente flexível para conviver com a desvalorização, diferentemente de uma ancoragem

²²² Uma visão alternativa sugere que a valorização ou apreciação cambial é um recurso para administrar o ciclo político. Sob a hipótese de que, após uma apreciação nominal do câmbio, as reduções de preços (aumentos de bem estar para o consumidor) tendem a ocorrer mais rapidamente que os efeitos recessivos, associados à perda de competitividade e redução das exportações líquidas, PLOEG(1989) sugere ser a apreciação uma forma de aposta eleitoral com antecipação dos efeitos benéficos e postergação dos impactos desfavoráveis.

cambial estrita à-lá-argentina. De qualquer forma, como já mencionamos acima, não é possível assegurar que os efeitos benéficos da competição externa sobre a estabilidade monetária seriam suficientemente fortes sem a apreciação nominal do Real.

O terceiro momento, o controle firme da absorção interna após a desvalorização nominal de março/95, mostrou que o compromisso com a estabilidade era suficientemente forte para vencer as pressões dos interesses localizados da sociedade civil, preocupados com os efeitos microeconômicos das políticas adotadas. É certo que os custos da estratégia seguida foram ponderáveis, mas o exercício de independência técnica, da mesma forma que no segundo semestre de 1994, foi sintomático das intenções do governo, vindo inibir o comportamento individual que fosse incompatível com a inflação baixa.

No entanto, a batalha das expectativas não parece superada, restando às autoridades vencer não só a etapa do ajuste estrutural das finanças públicas, como também equacionar uma série de problemas financeiros localizados, relacionados aos Estados, aos Bancos Estaduais, à agricultura, dentre outros.

Com os primeiros sinais de desaquecimento da demanda, tornaram-se ainda mais significativos os efeitos agudos da escassez de crédito, bem como a diferenciação do seu custo entre os diversos extratos empresariais, tendo aumentado os questionamentos à política governamental centrados nos efeitos setoriais desfavoráveis da política de controle monetário e creditício. Assim, ao longo de 1995 foi crescendo a pressão política por financiamentos a custos subvencionados²²⁴.

²²³ Sobre a crise mexicana, veja entre outros ALMONACID(1995).

²²⁴ No caso brasileiro, a maioria dos tratamentos especiais a setores ou segmentos em crise financeira dependeu de linhas de crédito ou benefícios resultantes de financiamento

O aumento da inadimplência, embora concentrado em alguns setores e segmentos, inibiu mais fortemente a oferta de crédito ao longo da cadeia produtiva, o que parece ter produzido uma retração mais forte do que a necessária no nível de atividade, inclusive através dos efeitos das políticas contracionistas sobre a oferta agregada.

Apesar do momento delicado, as autoridades não puderam perder de vista a percepção de que a credibilidade do programa não deixa espaço para evitar os efeitos reais negativos do ajustamento em curso em 1995. Tais impactos acabam levando à queima de recursos produtivos, com fusões, falências, etc, posto que, inclusive, uma parcela resulta da inconsistência de determinadas decisões em geral tomadas na expectativa do fracasso do programa de estabilização.

Por outro lado, era necessário evitar que os movimentos desencadeados com o ajustamento à crise mexicana e a permanência da estabilidade, fossem transformados em problemas de inadimplência setorial de grande profundidade, ou ainda que eles atingissem proporções capazes de ensejar uma crise financeira sistêmica.

Portanto, foi importante evitar que as crises financeiras localizadas ocorridas em 1995 não tomassem proporções perigosas, pois isto poderia ter efeitos desestabilizadores a nível econômico e político. No entanto, é necessário que os esforços para acelerar o ajustamento do Sistema Financeiro Nacional, representados por medidas como o PROER, o FGC, entre outras, não gerem uma percepção desfavorável do ponto de vista da credibilidade do programa.

quase-monetário ou *quasi-fiscal*, como incentivos através de “funding” associado a depósitos compulsórios ou repasses de poupança compulsória.

Caso a política econômica não escape a isto, teríamos de enfrentar um problema de “moral hazard” (“persuasão moral”), ou seja, a assistência a determinados segmentos poderia ser vista como complacência com as condutas incompatíveis com a estabilização ou ainda como falta de apreço e vontade política para manter a estabilidade.

Logo, a firmeza é necessária para convencer os agentes econômicos de que a melhor saída não é barganhar verbas públicas ou pressionar pela flexibilização das restrições de ancoragem nominal, mas investir e reduzir custos para interagir num cenário de economia estável e crescentemente integrada ao exterior.

Portanto, na esfera pública, uma das principais questões de economia política diz respeito à formulação de um programa de ajustamento e rolagem das dívidas do setor público, mas que mantenha, a nível dos Estados e Municípios²²⁵, a percepção dos elevados custos incorridos no financiamento dos déficits fiscais, inclusive pela responsabilização dos mesmos pelo descumprimento de suas restrições orçamentárias.

Linha análoga deve ser desenvolvida com relação aos bancos estaduais, cujo ajustamento só poderá envolver suporte federal caso haja compromisso efetivo com a liquidação ou privatização da respectiva entidade. Apenas desta forma as autoridades estarão concedendo alívio financeiro sem prejuízo da consistência do regime monetário e fiscal no médio prazo.

²²⁵ Uma das formas pelas quais o governo federal procurou dar socorro financeiro aos Estados foi a operação de troca de dívidas estaduais por LBC-E. A idéia básica deste tipo de operação, que deve ocorrer novamente no futuro, é a de que a debilidade institucional e falta de credibilidade nestas esferas de governo impõe um custo adicional para a rolagem destas dívidas em mercado, mas que esta suposta parcela (uma distorção) não seria paga se fossem usados títulos federais. Embora esta noção dê suporte racional aos programas

3.6.2. A Lógica do Ajuste Macroeconômico no Plano Real

Devemos discutir, inclusive no bojo do processo de ajuste do Real à crise mexicana, a relação entre as políticas econômicas direcionadas, de um lado, à elevação do preço relativo dos bens exportáveis e competitivos com importações e, de outro lado, à redução do nível de absorção. Na maioria das vezes, contudo, tem-se privilegiado apenas uma destas direções, patenteadas nas dimensões cambial ou fiscal, respectivamente, como se elas pudessem ser vistas isoladamente. A idéia geral aqui defendida é a de que as duas constituem faces da mesma moeda, sendo simplista a ênfase em uma delas isoladamente.

De um lado, salienta-se que a solução para todos os problemas estaria na redução da absorção doméstica, quase sempre associada a um ajuste fiscal estrutural, que resultasse num superavit fiscal. Pensando em termos de enfoque de absorção²²⁶, tais avaliações sustentam que além de contribuir para o sucesso no combate à inflação, tal alternativa sinalizaria para a correção do desequilíbrio incipiente no setor externo.

O raciocínio subjacente é simples, embora nem sempre explicitado. Por exemplo, um corte de gastos da ordem de R\$ 8 bilhões de reais, que permitisse obter um superávit fiscal consolidado equivalente, tenderia a dar maior espaço para a política monetária, deprimiria a taxa de juros, liberando espaço do ponto

de assistência financeira às demais esferas de governo, no limite isto levaria à “federalização” de todas as dívidas públicas não-federais.

²²⁶ Refere-se a uma maneira de enxergar as contas externas, em que o deficit em conta-corrente do balanço de pagamentos é visto como a diferença entre a produção interna global e o nível de absorção. Veja ZINI JÚNIOR(1993), capítulo 2.2, pp. 51-55.

de vista macroeconômico através da redução da absorção²²⁷, de modo obter uma recuperação “endógena” das contas externas.

Não podemos esquecer que a Macroeconomia trabalha, invariavelmente, com modelos agregados e simplificados, que embora sejam fundamentais para destacar os pontos fundamentais, às vezes deixam de enfatizar traços importantes da realidade, o que pode vir a comprometer os resultados. Por isso, é melhor olharmos um pouco mais de perto como a economia opera em cada uma das duas situações básicas.

Políticas econômicas que visam reduzir a absorção agem de maneira diferenciada nos vários setores da economia, conduzindo a ajustes de mercado que podem levar tempo. Por exemplo, no ajustamento brasileiro no período 1981-1984, a política de corte de gastos das estatais foi relativamente eficiente, tanto no sentido da correção do desequilíbrio externo, quanto no sentido de diminuir o desequilíbrio fiscal²²⁸.

No entanto, foi necessário uma correção mais ou menos pronunciada da taxa cambial, pois a taxa de câmbio real havia acumulado uma valorização desde o ajuste ocorrido em 1979, ao mesmo tempo que a economia estava diante de um agravamento das condições de financiamento externo e de uma deterioração dos termos de troca.

No meio do processo, porém, viveu-se uma retração sensível do nível de atividade. Seria difícil evitar alguma desaceleração e mesmo retração na

²²⁷ Deve-se considerar que a redução incipiente da taxa de juros tenderia a incentivar o consumo e o investimento domésticos. Neste sentido, seria mais conveniente dizer que tal política seria eficaz quando levasse a uma elevação da produção que mais do que compensasse o aumento induzido na absorção, a partir da redução da taxa de juros.

²²⁸ Isto dependeu do fato do dispêndio das empresas estatais envolver um componente de importações significativo. Ademais, do ponto de vista da inflação, a política econômica não

atividade econômica, contudo esta foi mais acentuada porque o incentivo à realocação de recursos para os setores exportadores e competitivos com importações não evoluiu em sintonia com o ajuste da absorção. Mesmo assim, o fato de parte dos gastos públicos incidir sobre bens importáveis permitiu uma reversão mais rápida no resultado das contas externas.

Como podemos usar estas lições para o caso brasileiro atual ? Uma ênfase no ajuste fiscal com sobrevalorização cambial sistemática pode ser um dos elementos a explicar uma situação como a do México. Uma contração fiscal não viabiliza uma melhora rápida das contas externas, especialmente se o corte for concentrado em bens domésticos, pois a realocação de recursos para o setor de bens comercializáveis pode não ser atrativa. Isto pode resultar no redirecionamento da capacidade de produção para serviços e/ou bens domésticos, persistindo o quadro de vulnerabilidade externa.

Assim, no caso brasileiro é provável que o gasto público esteja concentrado em mão-de-obra e serviços, o que impediria que as retrações se manifestassem numa melhora imediata das contas externas. Também é provável que num contexto de alterações na distribuição de renda e deslocamentos na escala da eficiência marginal do capital, associados ao andamento da estabilização, o dispêndio privado seja pouco sensível à política tributária.

Contudo, se fosse privilegiada a desvalorização maior ou mais rápida da moeda nacional, em condições de economia aquecida como no caso brasileiro

foi efetiva, mas isto envolveu elementos, como o crescente grau de indexação, que não serão analisados aqui.

em 1995, teríamos algum efeito adicional ? É provável que sim²²⁹. E aí vai a dimensão que falta para mostrar a interdependência dos movimentos.

O ajuste de preços relativos pode ter impactos inflacionários pelo menos por duas razões²³⁰. Primeiro, porque pode existir certa rigidez de salários e preços relativos, de modo que subsista alguma desvalorização real, embora menor pela elevação de outros preços e pelo impulso na inflação. Segundo, porque *ceteris paribus* o setor de bens comercializáveis terá de disputar espaço na capacidade produtiva da economia, ou seja, sem a redução inicial da absorção, ou a taxa de investimento cresce de modo a elevar rapidamente o produto potencial, o que além de pouco provável pode aumentar o excesso de demanda a curto prazo, ou a economia viverá sob maior inflação até que o ajuste macroeconômico se complete²³¹.

²²⁹ Naturalmente, existe a necessidade de obter evidência empírica nesta direção. Indicações análogas, disponíveis para o Chile, Israel e mesmo o México, sugerem que a taxa de câmbio nominal passa a ser o determinante básico da taxa de câmbio real, ou seja, a inércia inflacionária pode ser substancialmente reduzida à medida que se consolida o programa. Contudo, tais resultados foram obtidos apenas depois de vários anos de estabilidade, incluindo um período de atividade econômica deprimida, e no qual inexistia qualquer risco de explosão inflacionária eminente, o que difere substancialmente do contexto brasileiro em meados de 1995.

²³⁰ Embora Pastore esboce uma visão consequente da questão, sua análise frequentemente subestima o grau de rigidez no sistema de preços e, portanto, subestima o potencial inflacionário de uma desvalorização. Tal abordagem conduz a uma recomendação de desvalorização cambial logo após a redução da absorção alcançada no primeiro semestre de 1995. A nosso juízo, as menções às experiências de Israel, Chile e México precisam ser qualificadas, pois as situações destes países não são comparáveis ao Brasil de 1995. Cf. PASTORE, A. C. & PINOTTI, Maria Cristina. [1996]. O Uso das Políticas Fiscal e Monetária para a Estabilização Interna e Externa. AC Pastore & Associados, Informe de Conjuntura Especial, abr./mai. 1996.

²³¹ Alguns economistas associam este ajuste com a idéia de “poupança forçada”, muito discutida por Keynes e outros economistas no início do século. Neste sentido, o processo envolve uma compressão do salário real e dos gastos globais em termos reais, suficiente para reequilibrar a economia. Cabe salientar, que esta análise aplica-se a uma economia próxima da plena capacidade.

Em suma, procuramos argumentar que a consideração de apenas uma das vertentes de raciocínio²³² pode levar a falsas conclusões, como a de que o ajuste fiscal é a saída para todos os problemas, ou de que basta ajustar o câmbio para garantir equilíbrio externo e interno.

O ideal é estimular o investimento de modo a aumentar a capacidade produtiva a taxas mais elevadas, cuidando para que cresça a taxa de poupança, o que deve facilitar a recomposição do bem-estar da população sem dilemas externos mais agudos.

E isto pode depender, além da presença de um ambiente estável para o cálculo econômico, da recuperação da capacidade de financiamento do setor público. A redução do déficit público tem um papel muito importante a médio prazo, na medida que viabiliza o aumento do investimento privado. Caso isto não evolua na velocidade adequada, o recurso intenso e demasiadamente prolongado a políticas monetárias e creditícias restritivas pode reduzir o crescimento econômico, aumentando os custos do ajustamento estrutural à estabilidade.

3.6.3. A Dinâmica de Preços Relativos e o Ajuste Estrutural

Existe um relativo consenso de que o Plano Real gerou um aumento no salário real (Tabela 68, Colunas A e B, e Gráfico 1). Contudo, a capacidade de aumentar a produtividade ou viabilizar reduções adicionais nas margens de lucro é limitada, de modo que os ganhos futuros devem ser mais moderados, sob pena de comprometer a estabilidade de preços.

²³² Trabalhos de Harry Johnson chamavam atenção para os dois componentes do ajuste em economias abertas, de um lado, o “expenditure-reducing” (redução do dispêndio), de outro, o “expenditure-switching” (deslocamento do dispêndio).

TABELA 68
SALÁRIO REAL E INDICADORES DE COMPETITIVIDADE PARA O BRASIL: 1993-1995

Média 1993 = 100

Período	Rendimento Real		Relação Câmbio/Salário ^{3/}		Taxa de Câmbio Real		
	IBGE ^{1/} (A)	FIESP ^{2/} (B)	IBGE (C)	FIESP (D)	IPA-DI ^{4/} (E)	IPC-FIPE ^{4/} (F)	GUIMARÃES(1995) ^{5/} (G)
jan/93	97,39	95,70	101,19	104,07	104,52	99,61	103,10
fev/93	93,60	94,68	106,56	106,19	104,63	100,60	103,44
mar/93	94,43	102,49	104,73	99,15	102,97	101,32	94,88
abr/93	99,81	100,74	99,19	100,69	104,71	102,70	103,27
mai/93	99,83	101,03	101,06	100,45	102,56	102,86	102,35
jun/93	96,74	98,68	104,23	102,66	101,42	101,54	102,01
jul/93	96,02	101,10	105,00	100,29	98,39	99,55	100,42
ago/93	101,91	98,52	98,68	102,17	97,38	98,07	99,08
set/93	104,07	96,29	96,40	105,45	96,70	99,66	98,24
out/93	101,33	97,73	100,32	104,41	96,83	99,66	98,91
nov/93	105,78	107,41	95,81	94,83	95,19	98,45	97,40
dez/93	109,10	105,63	93,22	96,21	94,71	95,98	96,90
jan/94	104,26	99,16	97,08	102,74	93,46	95,37	97,40
fev/94	106,49	99,26	93,98	103,23	92,54	97,88	96,06
mar/94	114,74	108,43	87,34	95,39	90,56	96,94	93,96
abr/94	111,60	112,32	89,62	89,80	93,56	96,02	94,97
mai/94	108,84	113,59	92,71	88,12	97,68	95,67	96,39
jun/94	95,47	110,97	104,56	87,74	98,29	92,92	95,39
jul/94	99,61	104,20	87,43	82,13	107,03	98,78	87,58
ago/94	104,29	106,27	77,54	74,70	99,05	93,62	83,89
set/94	105,27	107,28	72,69	70,43	94,25	89,93	80,03
out/94	101,53	108,20	72,70	67,13	90,74	86,19	76,76
nov/94	107,82	117,59	66,41	59,88	88,21	83,12	74,58
dez/94	115,13	120,57	61,23	57,75	87,77	81,82	74,75
jan/95	108,75	116,43	63,59	59,05	87,33	81,45	75,25
fev/95	111,61	114,78	62,07	59,82	86,94	80,50	73,99
mar/95	113,59	118,39	63,12	59,84	92,97	85,38	77,94
abr/95	114,99	120,53	61,99	58,35	95,66	87,30	nd
mai/95	117,29	121,72	59,07	56,23	96,41	84,53	nd
jun/95	117,71	119,36	58,62	56,85	97,26	84,34	nd
jul/95	117,21	116,32	58,33	57,09	96,88	82,83	nd
ago/95	118,85	117,42	57,85	56,65	94,87	81,34	nd
set/95	119,38	113,74	57,11	58,24	97,85	81,26	nd

1/ Salário real médio deflacionado pelo INPC. Abrange todos os setores da economia nas seis principais regiões metropolitanas do Brasil (São Paulo, Rio de Janeiro, Porto Alegre, Salvador, Belo Horizonte e Recife).

2/ Salário real deflacionado pelo IPC-FIPE. Abrange a indústria do estado de São Paulo.

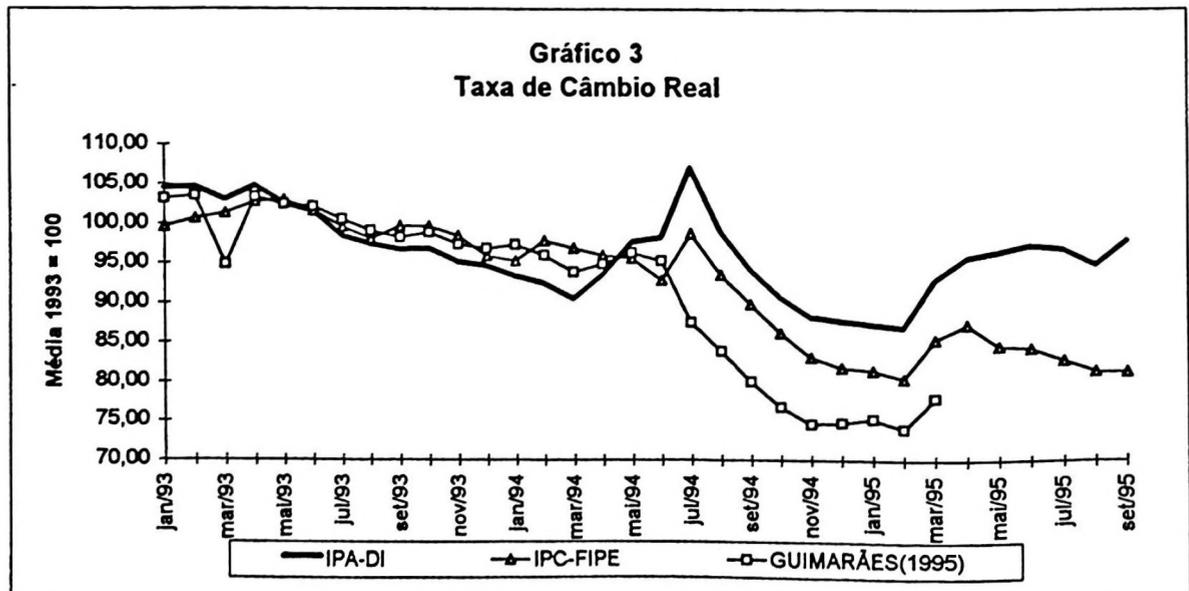
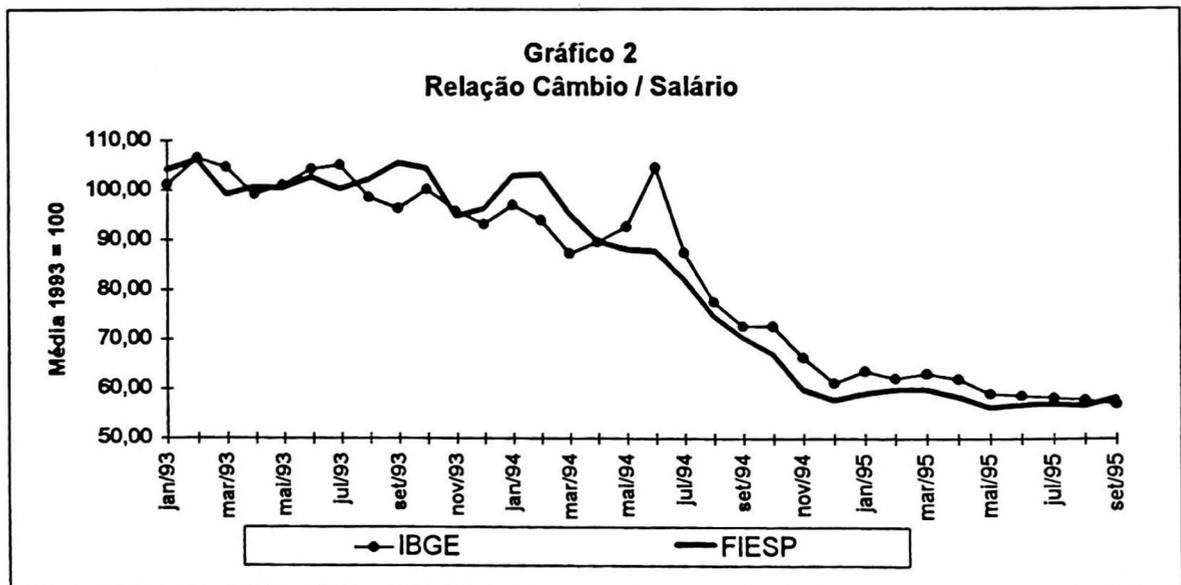
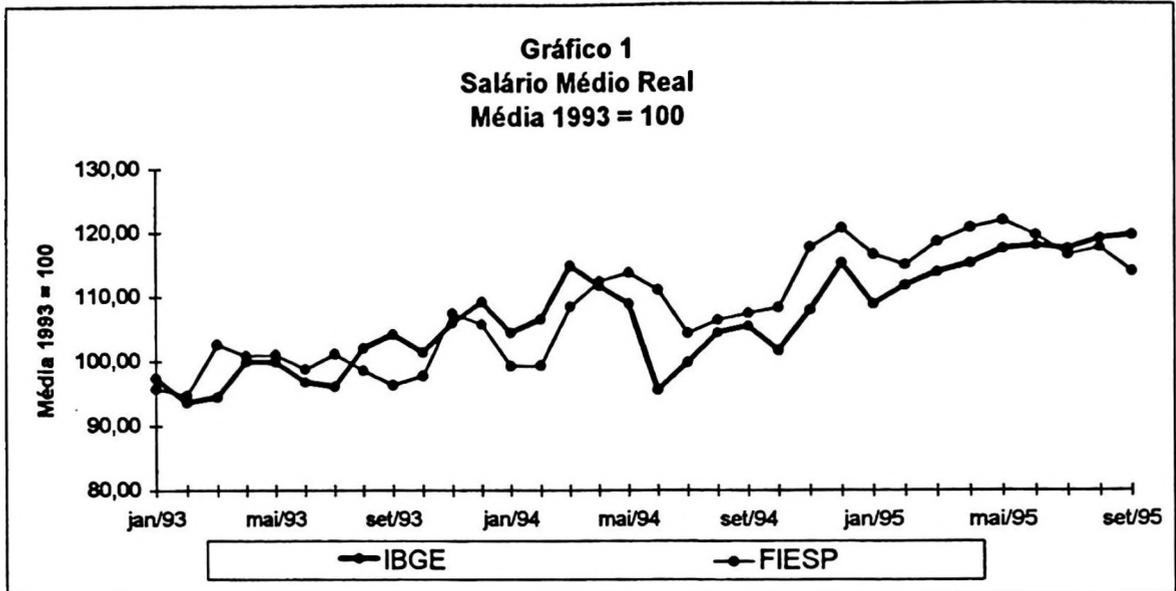
3/ Obtido através da relação entre o salário nominal médio e a variação da taxa câmbio média (dólar comercial - venda).

4/ Índice da taxa de câmbio real efetiva, ponderado pela participação nas exportações bilaterais assim considerada: EUA 28,9%, Argentina 13,1%, P.Baixos 9,4%, Japão 9,0%, Alemanha 7,6%, Itália 5,7%, R. Unido 4,7%, Bélgica 4,6%, México 4,1%, Chile 4,0%, França 3,2%, Canadá 1,7%, Espanha 2,8%, Suíça 0,8% e Suécia 0,4%. Foi adotado como deflator

externo o IPA. Fonte: Banco Central.

5/ Índice da taxa de câmbio real, calculado para o setor industrial a partir da matriz de relação intersetoriais de 1985, em relação ao dólar norte-americano. Extraído de GUIMARÃES, Eduardo A. Taxas de Câmbio Setoriais: Metodologias e Resultados. Texto para discussão n° 106, Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior, abril/95.

Fonte: IBGE, FIESP, FGV e FIPE.



Quanto mantêm-se a automaticidade dos ajustes dos salários pela inflação passada, podem surgir impactos macroeconômicos significativos, pelo aumento do grau de realimentação inflacionária. Isto tende a dificultar a consolidação da estabilidade de preços e aumentar o custo social da mesma. Nisto reside a importância do processo de desindexação de preços e salários, no sentido de facilitar os ajustes necessários à retomada do crescimento, sem que haja risco para a estabilidade monetária.

Discutimos um pouco da dinâmica de preços relativos do Plano Real, a partir do comportamento da relação câmbio-salário e de outros indicadores de competitividade externa. Nosso objetivo é chamar atenção para as limitações que o processo de ajuste de preços relativos impõe na atual etapa do programa.

3.6.3.1. Preços Relativos num Modelo Macroeconômico de Dois Setores

A relação câmbio-salário é uma medida tradicionalmente usada pelos analistas econômicos em geral, como indicador do desempenho presente e futuro das contas externas. Ela surge como resultado de algumas hipóteses simplificadoras sobre a economia, associadas a um modelo macroeconômico tradicional que distingue os bens comerciáveis e os bens domésticos²³³. Os primeiros incluem os bens exportáveis e competitivos com importações que, em

²³³ Estes modelos surgiram nos anos 50 através dos trabalhos de Swan e Salter, depois consolidados por Corden. Este modelo é conhecido como modelo australiano, pois sua formulação teve inspiração nas condições vividas por aquele país, como a tendência para rigidez do salário real, a escassez de mão-de-obra, dentre outras. Outras vezes é chamado de modelo da economia dependente, pois uma das hipóteses para agregação dos bens exportáveis e competitivos com importações é a de que os termos de troca são dados exogenamente, ou seja, o país é incapaz de afetar suas relações de troca.

geral, têm seus preços balizados pelo comércio internacional²³⁴, enquanto os bens domésticos, como construção civil e serviços, têm os preços determinados basicamente pelo comportamento da demanda e dos custos domésticos.

Admitamos que os preços dos bens comerciáveis (P_C) sejam formados basicamente pela interação no comércio internacional, como na equação: (1):

(1) $P_C = e P^* (1+t) (1-y)$, onde “t” sintetiza o grau de proteção tarifária e seu equivalente não-tarifário²³⁵, “e” é a taxa de câmbio nominal, “P*” é o índice de preços internacional, e “y” representa um redutor por ganhos de produtividade.

Por outro lado, podemos assumir que os preços domésticos são formados fundamentalmente com base na demanda e no custos, da forma indicada na equação (2):

(2) $P_D = (1+k) (1+d) (a_{MP} P_C + a_{MO} W + a_{SP} p_{SP})$, onde os coeficientes “a” representam a participação de cada insumo no custo final, “k” é o “mark-up” ou margem sobre custos operacionais (formação de preços na parcela oligopolizada do setor), e “W” o salário nominal. Adicionalmente, as notações “MP”, “MO” e “SP” indicam, respectivamente, as matérias-primas, consideradas aqui como contendo essencialmente bens comerciáveis, a mão-de-obra, e os serviços públicos em geral, respectivamente. Como uma parcela do setor é competitiva, introduzimos o coeficiente “d”, que representa uma variável de deslocamento por excesso de demanda agregada em relação à oferta.

O preço relativo básico do sistema é “ P_C/P_D ”, ou seja, a relação entre o preço dos bens comerciáveis e domésticos. Da sua trajetória pode depender a

²³⁴ Isto depende do grau em que a política econômica permite a fluidez nos movimentos de bens e serviços entre o país e o resto do mundo.

²³⁵ A rigor, devem estar incluídos os subsídios às exportações, mas sua representatividade atual é reduzida no caso brasileiro. Por outro lado, tendem a ser significativos os incentivos às exportações, pela tendência a tributar os produtos no destino.

alocação dos recursos, a distribuição de renda e a situação das contas externas. Naturalmente, a relação entre o dispêndio global e a renda real da economia também é fundamental para a definição da posição de equilíbrio interno e externo, sendo as políticas monetárias e fiscais do país instrumentos básicos para alterá-la.

A literatura clássica sobre políticas de ajustamento, bem como a experiência de outros países, como Chile e Israel, enfatizam a necessidade de um “mix” coordenado de políticas, onde devem ter lugar um ajuste nos níveis de dispêndio em relação à capacidade produtiva, bem como nos preços relativos. Neste sentido, a redução da rigidez de preços relativos é fundamental para realizar a transição com menor pressão sobre as variáveis nominais, como a taxa de câmbio, o que tenderia a favorecer a queda da inflação.

3.6.3.2. Relação Câmbio-Salário e Ajuste Estrutural no Plano Real

Sob algumas hipóteses, podemos explicar a popularidade da relação câmbio-salário nas análises econômicas. Basta supor que as tarifas e preços dos serviços públicos em geral variam de acordo com o custo da mão-de-obra²³⁶, e que a política comercial, os preços externos, o grau de ociosidade da economia, bem como a produtividade e a margem de lucro são mantidos constantes. Assim, as oscilações da relação câmbio/salário corresponderão proximamente às mudanças na relação entre preço dos bens comerciáveis e domésticos. A Tabela

²³⁶ Se supusermos que estes custos são determinados pela evolução passada dos índices de custo de vida, seríamos tentados a dizer que uma boa aproximação ao preço relativo “Pc/Pd” seria obtida através de uma taxa de câmbio real ajustada pelas variações do IPA externo e do IPC doméstico. Veja Coluna F da Tabela 68. Mas naturalmente este é um caso limite.

68, Colunas C e D, e o Gráfico 2 contêm duas alternativas de aproximação à relação câmbio-salário.

Embora possa parecer que o número de hipóteses simplificadoras é excessivo, num horizonte temporal curto e, tendo em conta as eventuais variações mais importantes nos fatores fundamentais, é possível fazer ilações sobre a trajetória deste preço relativo básico para a economia. Esta relação de preços é chamada muitas vezes de “taxa de câmbio real”, mas não é difícil perceber que trata-se de um conceito teórico cuja aproximação empírica deve ser realizada com cautela. A Tabela 68, colunas E, F, e G, e o Gráfico 3, contêm algumas opções nesta direção (veja também as Tabelas C.48 e C.49).

Algumas aproximações envolvem a correção da taxa de câmbio nominal pela diferença entre a inflação interna e externa. Em muitos casos, utiliza-se o diferencial entre a variação do índice de preços por atacado do mercado internacional (como aproximação aos preços dos bens comercializáveis) e a variação do índice de preços ao consumidor do país (como “proxy” para o preço dos bens domésticos e a mão-de-obra).

Para aperfeiçoar a medida, frequentemente são construídas cestas de moedas, bem como um índice de preços por atacado ponderado, ambos a partir da participação de cada país estrangeiro no comércio internacional (Tabela 68, Colunas E e F). Outras sofisticações envolvem a utilização de deflatores diferenciados, como índices de custo efetivos, considerando o peso de cada insumo no custo final, bem como de indicadores de preços específicos para cada setor²³⁷ (Tabela 68, Coluna G).

²³⁷ Utiliza-se neste caso a matriz de insumo-produto.

A observação dos Gráficos 2 e 3 mostra que a economia brasileira viveu uma queda no preço relativo dos bens comerciáveis, especialmente após o Plano Real, como indicado pelas aproximações da relação câmbio-salário e pelas medidas da taxa de câmbio real e real efetiva (Tabelas C.48 e C.49).

Este fato é consistente tanto com a evidência de outros programas de estabilização, como com a trajetória macroeconômica de nossa economia. Houve um salto do dispêndio real agregado e uma convergência mais lenta dos preços dos serviços e bens pouco sujeitos à concorrência internacional (consulte a Tabela 46, e as Tabelas C.1, C.4 e C.7, do Anexo C), ou seja, uma queda da taxa de câmbio real (conceito teórico idêntico à relação entre bens comerciáveis e domésticos).

Como tal trajetória pode ser vista nos termos das equações 1 e 2 ? Ou seja, como a dinâmica do Plano Real pode ser entendida a partir dos movimentos nas relações de preços acima construídas ?

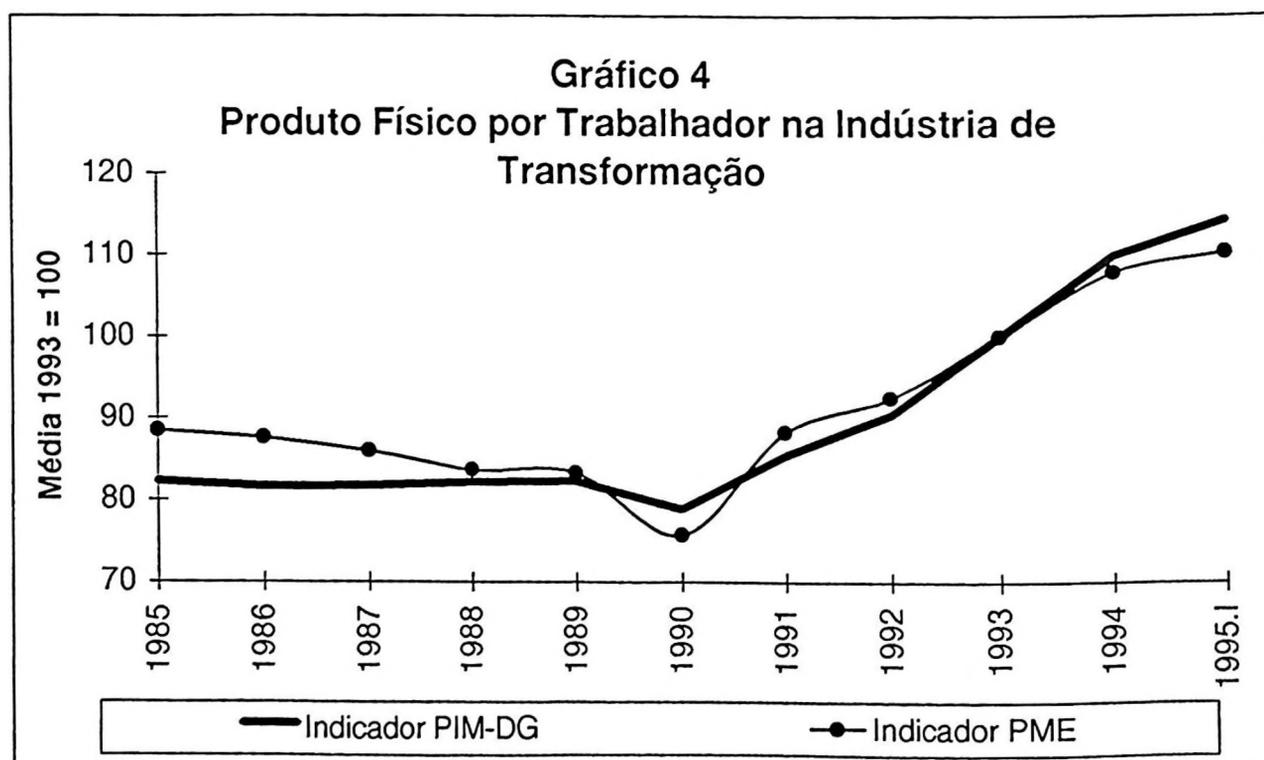
A Tabela 69 e o Gráfico 4 mostram a existência de um aumento substancial na produção industrial física por unidade de mão-de-obra (em torno de 10% desde o início do programa de estabilização), que pode ser tomada dentro de certos limites²³⁸ como indicativo de ganho de produtividade.

²³⁸ Existem aspectos metodológicos importantes que precisam ser considerados na análise destes números. Claramente estes números estabelecem um limite superior, pois fenômenos como a terceirização, a mudança nos métodos de fornecimento de insumos industriais e a utilização de horas-extras (utilizamos estatísticas de pessoal empregado apenas) não estão adequadamente tratados. Uma deficiência clara é a impossibilidade de sabermos qual o volume de emprego responsável pelo valor da produção terceirizada, o que permitiria tornar mais exata a aferição dos referidos ganhos. Uma aproximação melhor, porém não exata, mas incluindo a mão-de-obra terceirizada, pode ser feita pela utilização dos dados de emprego industrial da PME (pesquisa domiciliar). A este respeito das limitações metodológicas aqui referidas, veja CONSIDERA, Cláudio Monteiro & VALADÃO, Lucília de Fátima Rocha. [1995]. *Produtividade e Emprego: Questões Econômicas e Estatísticas*. Rio de Janeiro, Grupo de Acompanhamento Conjuntural, *Boletim Conjuntural Trimestral* n°31, out. 1995.

TABELA 69
PRODUTO FÍSICO POR TRABALHADOR NA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO

Período	Média 1993 = 100	
	Indicador PIM-DG	Indicador PME
1985	82,33	88,52
1986	81,61	87,56
1987	81,71	85,97
1988	82,11	83,57
1989	82,30	83,27
1990	78,85	75,68
1991	85,44	88,24
1992	90,47	92,50
I.	88,52	91,06
II.	92,41	93,94
1993	100,00	100,00
I.	99,52	99,44
II.	100,48	100,56
1994	109,94	107,83
I.	106,04	104,64
II.	113,85	111,03
1995.I	114,32	110,29

Fonte: IBGE



Paralelamente, a Tabela 70 procura dar uma idéia da grande dispersão setorial dos eventuais ganhos obtidos após o Plano Real. As Tabelas C.5, C.6 e C.7 mostram o comportamento diferenciado dos preços dos setores industriais, embora não se possa atribuí-lo exclusivamente a fatores do lado da oferta, como a evolução da produtividade.

Os eventuais ganhos de produtividade aparecem através de “y” na equação 1 e dos coeficientes “a” na equação 2. Por outro lado, a pressão de demanda (“d”) deve responder por uma parcela da redução do preço relativo dos bens comerciáveis, além da eventual diminuição do grau de proteção do setor industrial. Parte destes efeitos foi revertida através de medidas de política econômica para elevar “t” e desvalorizar a taxa de câmbio nominal.

A partir de meados de 1995, com o processo de desaceleração econômica, ocorreu uma discreta elevação “endógena” no preço relativo dos bens comerciáveis, relacionado à maior disciplina verificada nos preços da mão-de-obra e dos serviços em geral (Tabelas C.1 e C.3).

Em suma, a flexibilidade de preços e salários pode ser um aliado valioso no processo de ajuste estrutural e reestruturação setorial da economia. As experiências internacional e brasileira²³⁹ mostram que a generalização da indexação tende a tornar mais agudos os dilemas de política econômica, aumentando o desemprego associado à transição da economia para a nova configuração setorial e intrasetorial (Veja Tabelas C.15 e C.16, e Gráficos C.4 e

²³⁹ Após o PAEG, a administração que tomou posse em 1967 considerou que uma inflação de 15-20% anuais não constituía problema, sendo que paulatinamente a economia foi perdendo suas âncoras nominais. Neste sentido, a taxa cambial passou a ser administrada, a política monetária passiva e gradualmente os salários antes desindexados foram sendo ajustados. Sabemos que sob sucessivos choques externos e internos, a economia brasileira chegou a apresentar um dos processos inflacionários mais resistentes que a história monetária registra.

TABELA 70

TAXAS DE CRESCIMENTO DA PRODUÇÃO FÍSICA POR TRABALHADOR NA INDÚSTRIA BRASILEIRA
SETORES SELECIONADOS, 1991-1995

CLASSES E GÊNEROS	PRÉ-REAL	PÓS-REAL	TOTAL
Extrativa mineral	64,63	22,14	101,09
Indústria de transformação	39,06	15,63	60,81
Minerais não-metálicos	26,22	30,24	64,39
Metalúrgica	47,46	0,62	48,38
Mecânica	37,78	12,37	54,83
Material elétrico e de comunicações	71,15	25,05	114,03
Material de transporte	62,40	12,45	82,62
Papel e papelão	40,61	17,05	64,58
Borracha	82,90	55,30	184,04
Química	52,33	13,52	72,93
Têxtil	29,47	16,99	51,46
Vestuários, calçados e artefatos de tecidos	-1,02	23,62	22,36
Produtos alimentares	30,81	11,53	45,89

FRONTE DOS DADOS BRUTOS: IBGE

C.5), bem como elevando o custo social requerido para que a inflação e as contas externas permaneçam em ordem.

Contudo, existem limites concretos à consecução de ganhos adicionais, como a necessidade de financiar níveis mais elevados de investimento e, portanto, a dificuldade para reduzir as margens de lucro, além do espaço para redução dos custos de impacto sistêmico, como os relativos a comunicações, transportes, portos, etc, que dependem inclusive de concessões à iniciativa privada e privatizações, alternativas sujeitas a atrasos e obstáculos institucionais e políticos.

3.6.4. O Horizonte para a Consolidação do Real

O Plano Real parece ter tido sucesso na quebra mais aguda da inércia inflacionária. A desindexação no Plano Real foi muito bem feita, mas a própria apreciação cambial inicial foi sintomática do reduzido espaço disponível na área fiscal, e da relativa ineficácia da política monetária naquele momento, mas ambas foram compensadas por um arrojado aumento na absorção de poupança externa.

Aparentemente, nas fases iniciais da estabilização não existiria outra saída para as autoridades manterem a estabilidade, senão a prática de taxas de juros elevadas por um período determinado de tempo, bem como a manutenção de alguma estabilidade cambial. Isto parece ser muito pertinente, especialmente nas condições específicas do Brasil, onde não atingiu-se o estágio hiperinflacionário, ou seja, o regime monetário e fiscal ainda preserva os desequilíbrios latentes e

acumulados na fase anterior, e que estão patenteados, por exemplo, num déficit público elevado e num endividamento público interno crescente.

O governo dispõe de um prazo indefinido para equacionar os problemas internos, fundamentalmente os relacionados à redução do déficit público e à reconstrução do padrão de financiamento do investimento, de modo a consolidar o equilíbrio macroeconômico e a posição externa da economia com inflação baixa.

Nesta trajetória, não é possível afastar acidentes de percurso, pois os processos de ajuste envolvidos têm dimensão temporal pouco previsível, não estando descartada, inclusive, uma crise cambial futura. Isto dependerá do tempo requerido para o ajustamento interno, bem como das condições financeiras internacionais.

Os cenários em torno da evolução do Plano Real, olhando-se a partir do seu primeiro ano, contemplam duas disjuntivas básicas:

a) as autoridades podem dobrar a aposta na convergência para uma inflação abaixo de um dígito, ratificando um projeto político erigido em 1993 sob a bandeira da estabilização. Esta opção é sustentável por um período indefinido, embora seja percebida pelos agentes econômicos como inconsistente no longo prazo, salvo sob determinadas condições discutidas abaixo;

b) a pressão dos setores mais prejudicados e organizados da sociedade, bem como de alguns segmentos da classe política, poderia ser forte o bastante para que o governo adie um pouco a opção pela redução adicional da inflação, em troca talvez de uma trajetória mais favorável ao crescimento econômico no curto prazo, mas isto pode não significar o fracasso da estabilização a curto e médio prazo. Seria uma solução similar à do PAEG, e que tem recebido algumas

adesões de acadêmicos e latinistas de renome, como Rudiger Dornbusch²⁴⁰ e Jeffrey Sachs, algumas vezes inspiradas também no exemplo chileno. No entanto, existem honrosas defesas do cenário (a), como a de Albert Fishlow.

Três questões são importantes, no sentido de qualificar a escolha do rumo escolhido:

a) as sociedades latino-americanas parecem ter concedido grande apoio aos grupos políticos que privilegiaram a estabilização, o que favorece a opção que enfatize a busca da consolidação da estabilidade;

b) é claro que existem riscos nada desprezíveis associados às trajetórias de ancoragem nominal mais intensa, especialmente as com ênfase na âncora cambial, ao mesmo tempo que isto não impede a materialização dos custos sociais e políticos dos ajustes estruturais, dificultando assim o “financiamento político” de estratégias mais incisivas na busca da estabilidade, exceto sob regimes autocráticos. Por esta lógica, transições e adaptações mais gradualistas seriam mais viáveis, pois sustentáveis a longo prazo. Um dos problemas seria evitar uma recaída inflacionária mais forte no longo prazo, especialmente se os progressos na área da desindexação forem limitados, por exemplo, a um horizonte anual.

c) por outro lado, as opções mais lenientes com a inflação, como parece ter sido o caso do PAEG, encontram dificuldades atuais ditadas pela dinâmica doméstica e internacional.

De um lado, a recuperação da capacidade de poupança pública ou a reconstrução dos mecanismos de financiamento do investimento estão muito

²⁴⁰ Veja a este respeito: DORNBUSCH, Rudiger, GOLDFAJN, Ilan. & VALDES, Rodrigo. [1995]. *Currency Crises and Collapses*. Massachusetts Institute of Technology, Mimeo, ago. 1995.

incipientes relativamente ao momento comparável no PAEG, embora as condições políticas atuais sejam menos favoráveis a mudanças súbitas e radicais.

De outro, o cenário internacional globalizado, com destaque para a formação de blocos comerciais, mas mantendo-se o espírito de liberalização do comércio e do movimento de capitais, tende a limitar as políticas autônomas, entre elas a opção por uma inflação substancialmente maior que a dos parceiros comerciais relevantes.

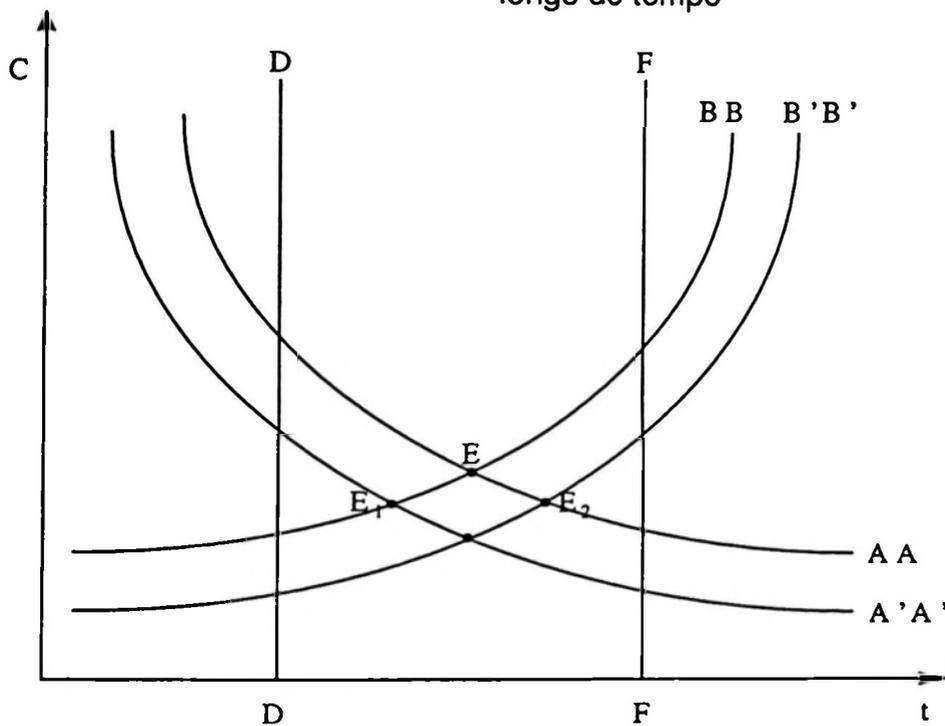
Em suma, parece mais provável que enquanto não são alcançadas mudanças, de modo a recuperar a capacidade da política econômica em termos de manter a inflação baixa a longo prazo, as políticas cambial e monetária tendem a ser alteradas muito discretamente, no bojo de uma estratégia de convergência inflacionária mas talvez bastante gradual.

A consolidação da estabilização dependerá dos progressos em termos de mudar a natureza do processo de formação de preços e salários domésticos, bem como da eficiência com que o manejo da política econômica altere o nível de absorção. O diagrama apresentado abaixo, que não envolve a explicitação de um modelo dinâmico completo, apenas visa ilustrar o avanço das etapas associadas à consolidação do Plano Real.

Os ganhos em termos de flexibilidade e disciplina na formação de salários e preços internos seguem um padrão como o da curva AA, ou seja, à medida que o tempo passa diminui o custo da flexibilização da ancoragem nominal. A curva BB, por outro lado, mostra os custos da “espera”, associados ao aumento no risco de crise financeira, às dificuldades potenciais maiores para financiar o balanço de pagamentos em caso de desvalorização, ou ainda às dificuldades

para vencer a fragmentação política e, mesmo com desemprego alto e crescimento baixo, aplicar políticas de redução da absorção. Neste caso, à medida que o tempo passa, os custos da flexibilização são maiores.

Evolução dos Custos e Benefícios da Flexibilização da Ancoragem Nominal ao longo do tempo



Olhando por ora apenas para as curvas AA e BB, em uma situação como a do ponto DD, ou seja, antes do equilíbrio E, o benefício marginal da espera (projeção de AA no eixo C) é maior que o custo marginal da espera (projeção de BB no eixo C), de modo que a flexibilização não é ainda recomendada. Já num ponto como F, o benefício marginal da espera (projeção de AA no eixo C) já é menor que o custo (projeção de BB no eixo C), ou seja, o ponto ótimo para flexibilizar já passou e qualquer espera adicional é claramente disfuncional. É óbvio que trata-se de situação muito simplificada, que seria muito modificada se pudéssemos introduzir considerações estratégicas e de credibilidade.

Como podemos representar no diagrama os eventuais avanços da política econômica? Grosso modo, podemos dizer que a curva AA incorpora os ganhos

em termos de flexibilidade de preços relativos, enquanto que a curva BB é sensível ao aumento da capacidade do sistema econômico viver satisfatoriamente com inflação mais baixa.

Podemos ilustrar isto com os deslocamentos de AA para A'A' e de BB para B'B', como mostrado no diagrama. O deslocamento da curva AA para baixo torna o benefício da espera menor para todo o período do ajuste (a suposição é de que a origem representa a largada do plano), ou de outra forma, reflete o fato dos prejuízos de uma flexibilização nominal serem melhor absorvidos, por exemplo, em função do avanço da desindexação. Desta forma, a mudança para A'A', mantendo-se a curva BB, antecipa a flexibilização nominal de E para E1.

Já o deslocamento de BB para a esquerda também reduz o custo da espera, provavelmente porque a economia consegue se manter equilibrada por mais tempo sem uma flexibilização das âncoras nominais. Com B'B', e mantendo-se AA na mesma posição, o ponto ótimo fica postergado para E2.

O que contribuiria para o deslocamento de BB para B'B' ? Uma redução na vulnerabilidade externa, o aumento da poupança interna, um crescimento na sustentação política da estabilização, ou ainda o aumento da eficácia das políticas econômicas para reduzir o nível de absorção.

Em síntese, todas estas alterações representam uma flexibilização das restrições de financiamento interna ou externa, ou ainda o aumento da credibilidade da gestão do programa. O avanço nestas direções, bem como a redução gradual da inércia inflacionária, podem conduzir o Plano Real à consolidação, o que significa que a flexibilidade nominal poderá ocorrer mais tarde e com menores danos e, numa economia com grande tradição inflacionária, isto quer dizer com maior segurança e eficácia.

ANEXO A. UM RESUMO DA LEGISLAÇÃO CAMBIAL NOS ANOS 90

Neste anexo fazemos uma apresentação das principais alterações realizadas na legislação cambial nos últimos anos. As medidas são introduzidas após breve comentário, sugerindo o seu significado geral¹.

A.1. A Abertura Gradual

Esta primeira etapa é marcada por medidas de liberalização, que caracterizam a adaptação da legislação brasileira aos novos canais de suprimento de capital externo, como as aplicações de investidores institucionais em títulos e valores mobiliários, bem como a emissão e colocação de papéis de empresas locais no mercado internacional. Por outro lado, este período marca também a liberalização paulatina nas regras do mercado cambial brasileiro. A seguir, enumeramos algumas medidas com o seu significado geral.

1) Resolução nº 1734, de 31.07.1990

Autorizou as instituições financeiras nacionais a emitir "Commercial Paper" no mercado externo para repasse ao amparo da Resolução nº 63. A isenção do imposto de renda sobre os serviços desta forma de captação já estavam permitidos pela Resolução nº644, de 22.10.1980.

2) Resolução nº 1781, de 26.12.1990

Liberou o setor privado nacional para pagamento de serviços referentes a operações financeiras registradas no BC. Esta medida propiciou o retorno do país ao mercado de empréstimos externos.

3) Carta-Circular nº 2144, de 08.02.1991

Permitiu a conversão de créditos de médio e longo prazos de empresas estrangeiras em investimento em empresas brasileiras onde detivessem participação acionária, desde que fosse registrado prejuízo.

4) Carta-Circular nº 2148, de 26.02.1991

Abriu espaço para investimentos com recursos novos, em antecipação à aplicação de recursos de conversão em capital de risco.

5) Circular nº 1901, de 26.02.1991

Excluiu de futuros acordos de renegociação, as operações realizadas com ampliação de recursos novos e não vinculados ao Plano Brasileiro de Financiamento (PBF) e nem ao Clube de Paris.

¹ Esta parte do anexo foi elaborada com base em BANCO CENTRAL DO BRASIL(1992), COSTA(1992), LAFETÁ (1993) e (1994), GUERRA JÚNIOR(1994) e MINISTÉRIO DA FAZENDA(1996).

6) Resolução nº 1803, de 27.03.1991

Reduziu de 10 para 5 anos o prazo mínimo de amortização de empréstimos e financiamentos externos contraídos a partir de 27.03.1991, para efeito de restituição, redução ou isenção de imposto de renda, na forma do Decreto-Lei nº 1215, de 04.05.1972.

7) Resoluções números 1806 e 1810, de 27.03.1991

Autorizaram a aplicação de recursos oriundos de débitos externos vencidos, da União ou garantidos por ela, em fundos de privatização, bem como a utilização no âmbito do Programa Nacional de Desestatização, de recursos originados de débitos vencidos na forma de bônus e DRME (Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira).

8) Resolução nº 1812, de 05.04.1991

Estendeu a faculdade prevista na Resolução nº 1781, de 26.12.1990, para as empresas estatais, viabilizando a emissão de bônus por parte da Petrobrás e da CVRD.

9) Carta-Circular nº 2161, de 18.04.1991

Facilitou a remessa ao exterior de lucros resultantes de participação de investidor estrangeiro, correspondente a elevação do estoque de capital ainda em fase de registro.

10) Resolução nº 1832, de 31.05.1991

Permitiu a constituição de carteira de valores mobiliários no país, por investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras, etc) constituídos no exterior, ou seja, o aporte direto em bolsas de valores (Anexo IV à Resolução nº 1289, de 20.03.1987). Os investimentos receberam isenção de imposto de renda na fonte, sujeitando-se a 25% quando da remessa ao exterior.

11) Circular nº 1969, de 06.06.1991

Facultou a emissão no exterior, por companhias sediadas no país, de debêntures conversíveis em ações.

12) Resolução nº 1834, de 26.06.1991

Permitiu a captação de recursos por parte de exportadores brasileiros, através do lançamento de títulos vinculados a contratos de exportação, envolvendo prazos superiores a 360 dias.

13) Resolução nº 1853, de 30.07.1991

Estendeu o benefício existente para a emissão de "Commercial Papers" (Resolução nº 644, de 22.10.1980) para a colocação de bônus e notes no exterior, ou seja, redução de 100% do valor do imposto de renda sobre juros e demais despesas de lançamento.

14) Resolução nº 1848, de 31.07.1991

Abriu a opção de negociação de títulos de renda variável no mercado externo, por meio da emissão e colocação de "Depositary Receipts-DR" e "International Deposit Receipts-IDR" (certificados representativos de ações), com isenção de imposto de renda sobre ganhos de capital. A Circular nº 2179, de 21.05.1992 regulamentou este dispositivo.

15) Resolução nº 1867, de 23.09.1991

Determinou a composição das aplicações de investidores estrangeiros, primordialmente em valores mobiliários, direcionando obrigatoriamente os valores não investidos neste canal para os Fundos de Aplicação Financeira (FAF), opção com concentração da carteira em títulos públicos. Neste caso, abriu-se a possibilidade dos novos recursos financiarem, de forma direta, o endividamento mobiliário do setor público.

16) Resolução nº 1877, de 22.10.1991

Ampliou o esquema da Resolução nº 1832, de 31.05.1991, para sociedades e fundos de investimentos (Anexos I e II à Resolução nº 1289, de 20.03.1987).

17) Lei nº 8383, de 30.12.1991

Extinguu o imposto suplementar de renda incidente sobre as parcelas de lucros e dividendos remetidos acima do limite de 12% do estoque de capital, reduzindo também a alíquota do imposto de renda de 25% para 15% a partir de 1993.

18) Resolução 1894, de 09.01.1992

Altera disposições da Resolução nº 1810, de 27.03.1991 (não mencionada aqui), reduzindo de 12 para 6 anos, o prazo mínimo de permanência de recursos originados de títulos da dívida externa utilizados em leilões de privatização. Ademais, foi eliminada a restrição de 2 anos, durante os quais o investidor não podia alienar os ativos adquiridos para fins de reinvestimento no país.

A.2. O Monitoramento dos Fluxos

Esta fase é marcada pela continuidade do processo de liberalização do mercado cambial. Porém, com alguns detalhes novos. Esta etapa já envolve medidas destinadas a diminuir a atratividade dos ingressos, bem como permitir maior espaço para a saída de capitais e realização de investimentos no exterior, usufruindo das condições favoráveis vigentes no mercado internacional.

Por outro lado, são tomadas medidas destinadas a aumentar o papel do mercado no carregamento de posições cambiais. Ou seja, o fato dos recursos estarem trazendo efeitos domésticos importantes, bem como dificultando a condução da política monetária, aponta para a mudança gradativa do sinal emitido através da legislação, culminando em seguida na adoção de controles de capital, através da tributação de certas formas de ingresso. Abaixo segue uma listagem das medidas mais importantes.

1) Resoluções nº 1901, de 29.01.1992

Permite a realização de investimentos entre os países do Mercosul, através de bolsas de valores.

2) Resolução nº 1902, de 29.01.1992

Autoriza operações destinadas à proteção contra o risco de variações de taxas de juros no mercado internacional.

3) Circular nº 2134, de 12.02.1992

Estabelece procedimentos para a autorização automática e registro de operações de créditos externos mediante lançamentos de títulos no mercado internacional.

4) Comunicados FIRCE² números 2747 e 2757, de 12 e 13.03.1992, respectivamente.

Elevam de 24 para 30 meses o prazo médio mínimo de amortização para créditos externos associados à emissão de títulos no exterior, quando tratar-se de benefício fiscal sobre a remessa de juros.

5) Circular nº 2149, de 01.04.1992

Reduz em 50% os limites de posição vendida das instituições que operam em câmbio.

6) Portaria MEFP³ nº293, de 03.04.1992

Elevou o IOF para 3,0% ao mês, incidente sobre as operações de cancelamento de Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC). Possivelmente, esta medida visava inibir a utilização distorcida desta prática, buscada como forma de obter recursos mais baratos que no mercado interno de crédito.

7) Carta-Circular nº 2269, de 24.04.1992

Redefine o prazo médio mínimo para amortização de créditos externos associados à emissão de títulos no exterior. Foram fixados em 30 meses, para operações normais, e em 60 meses para operações com redução de imposto de renda.

8) Resolução nº 1921, de 30.04.1992

Autoriza a realização de operações destinadas à proteção ("hedge") contra o risco de variações de taxas de juros no mercado internacional. A Circular nº 2170, da mesma data, define os pagamentos e recebimentos em moeda estrangeira passíveis de proteção, bem como as modalidades de operações destinadas a essa operação.

² Departamento de Capitais Estrangeiros do Banco Central do Brasil.

³ Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento,

9) Resolução nº 1927, de 18.05.1992

Modifica o regulamento Anexo V à Resolução nº 1289, de 20.03.1987, que autoriza e disciplina os investimentos externos através de "DR-Depositary Receipts" (certificado representativo de ações).

10) Resolução nº 1935, de 30.06.1992

Autoriza as sociedades, fundos e carteiras de investimento regulamentadas de acordo com as Resoluções números 1289, de 20.03.1987, e 1832, de 31.05.1991, a realizarem operações nos mercados de opções e futuros referenciados em valores mobiliários, taxas de juros e câmbio.

11) Circular nº 2199, de 08.07.1992

Define condições para emissão e colocação no exterior, de títulos conversíveis em ações de empresas e instituições sediadas no país.

12) Resolução nº 1946, de 29.07.1992

Estabelece normas para identificação das pessoas responsáveis por pagamentos e recebimentos, em espécie, em moeda nacional ou estrangeira. Essa medida tem implicações não só a nível fiscal, no sentido de permitir o monitoramento das movimentações financeiras suspeitas, como também possibilita canais para o controle de entradas e saídas de divisas pelo mercado de câmbio de taxas flutuantes, onde existiam diversas possibilidades nesta direção.

13) Resolução nº 1968, de 30.09.1992

Autoriza a realização de investimentos de capitais entre os países do Mercosul, através de bolsas de valores e de mercadorias e futuros.

14) Circular nº 2242, de 07.10.1992

Estabelece procedimentos e condições aplicáveis às transferências internacionais de recursos em moeda nacional.

15) Circular nº 2243, de 14.10.1992

Um primeiro aspecto desta medida diz respeito à liberação para investimentos no exterior, cursados no mercado de taxas flutuantes, até o limite de US\$ 1 milhão, sem autorização do BC e com prazo de permanência mínimo de 1 ano. Ou seja, foi uma medida de liberalização da conta de capital, facilitando a saída. Tornava-se mais conveniente avançar na flexibilização das regras no mercado cambial, diante dos elevados ingressos de divisas e de seus efeitos no sentido de dificultar a condução da política monetária.

Por outro lado, este normativo vedou um canal claro de repatriação de capital existente à época, constituído pela faculdade (só então revogada) de vender divisas no mercado de taxas flutuantes, em operações iguais ou maiores que US\$ 10 mil e sem identificação. Estas operações haviam resultado em retornos de capital de algo como US\$ 1,2 bilhões ao longo de 1990 e 1991, gerando quase US\$ 1 bilhão

em 1992, quantias que integravam o subitem "Receitas de Turismo/Disponibilidade de Moeda Estrangeira" do balanço de pagamentos do país.

16) Resolução nº 1974, de 04.12.1992

Estabelece critérios e procedimentos para instalação de dependências e para participação societária de instituições autorizadas a funcionar pelo BC, no exterior. A Circular nº 2258, de 22.12.1992, fixa normas adicionais sobre o mesmo tópico.

A.3. Os Controles de Capital

Relaciona-se abaixo algumas das medidas mais importantes tomadas ao longo de 1993, e do primeiro semestre de 1994, atinentes à questão da liberalização e/ou flexibilização do mercado cambial de um lado, bem como à restrição dos movimentos de capital em face dos dilemas envolvidos na condução da política monetária.

1) Circular nº2278 de 12.02.1993

Dispõe acerca da contabilização das operações de "hedge" realizadas pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central.

2) Circular nº2296 de 30.03.1993

Disciplina o pagamento de juros nas importações financiadas a prazo de até um ano. (Programa Federal de Desregulamentação).

3) Circular nº2316 de 25.05.1993

Estabelece limites de aquisição de moeda estrangeira com destino ao Mercosul.

4) Carta-Circular nº2372 de 16.06.1993

Fixa prazos mínimos para a contratação de operações de créditos externos mediante lançamento de títulos no exterior para efeito de redução do IR incidente sobre a remessa de encargos.

5) Carta-Circular nº2373 de 16.06.1993

Estabelece prazos mínimos para a contratação de créditos externos, não abrangidos na Circular 2134 de 12.02.92 e na Carta-Circular 2372 de 16.06.93.

6) Circular nº2321 de 17.06.1993

Altera condições para contratação de câmbio de exportação.

7) Circular nº2322 de 17.06.1993

Modifica condições para contratação de câmbio de importação para liquidação futura.

8) Circular nº2323 de 17.06.1993

Dispõe sobre pagamento antecipado de exportações brasileiras.

9) Resolução nº 1985 de 28.06.1993

Regula os investimentos em certificados de depósitos de ações emitidas por companhias com sede em Países do Mercosul.

10) Resolução nº 1986 de 28.06.1993

Amplia prazo mínimo de amortização das operações de empréstimos externos para efeito de benefícios do IR.

11) Circular nº2340 de 15.07.1993

Modifica regulamento de câmbio de exportações.

12) Circular nº2341 de 15.07.1993

Altera regulamento de câmbio de importações.

13) Circular nº2343 de 21.07.1993

Fixa limites para as posições de câmbio comprada e vendida no mercado de câmbio de taxas flutuantes.

14) Circular nº2344 de 21.07.1993

Estabelece limites para as posições de câmbio comprada e vendida no mercado de taxas livres.

15) Resolução nº 2012 de 30.07.1993

Consolida e amplia "hedge" contra riscos de variações de juros, moedas e preços no mercado internacional. A fim de incentivar o funcionamento efetivo dos mecanismos de proteção, o setor privado foi autorizado a realizar operações de hedge com instituições financeiras ou em bolsas internacionais contra o risco de variação da paridade entre moedas, das taxas de juros e dos preços das mercadorias.

16) Circular nº2350 de 04.08.1993

Disciplina operações de compra, venda e arbitragem de ouro diretamente pelas instituições habilitadas. As instituições financeiras foram autorizadas a efetuar operações de compra e venda de ouro entre si, com clientes no País e instituições financeiras no exterior, bem como operações de arbitragem contra moeda estrangeira. Como anteriormente tais operações eram exclusivamente realizadas

através do BC, a medida é coerente com a crescente liberalização no mercado de câmbio, pois permitiu que os preços dos ativos seguissem mais próxima e rapidamente as variações das paridades internacionais.

17) Resolução nº 2013 de 19.08.1993

Restringe as aplicações destinadas ao mercado de capitais.

18) Resolução nº 2028 de 25.11.1993

Autoriza a constituição dos Fundos de Renda Fixa- Capital Estrangeiro (FRF-CE) e veda a aplicação em debêntures de recursos ingressados no País nos termos da Resolução 1289 de 20.03.87 (Anexos I a IV).

19) Circular nº2382 de 25.11.1993

Regulamenta a constituição e o funcionamento dos Fundos de Renda Fixa- Capital Estrangeiro.

20) Circular nº2383 de 25.11.1993

Dispõe sobre o encerramento das posições em debêntures então detidas por investidores estrangeiros.

21) Circular nº2384 de 25.11.1993

Simplifica e agiliza os procedimentos para a autorização prévia e registro das operações de crédito por lançamento de títulos no mercado internacional (dilata o prazo de validade da autorização de 30 para 60 dias, alterando o artigo segundo da Circular 2134 de 12.02.93).

22) Carta-Circular nº2420 de 26.11.1993

Dispõe sobre a incidência do IOF, na forma do Decreto n. 995 de 25.11.93, nas operações de câmbio referentes ao ingresso de recursos externos.

23) Resolução nº2034 de 17.12.1993

Dispõe sobre a constituição do FRF-CE e veda a utilização de recursos ingressados no País nos termos dos Regulamentos Anexos I a IV à Resolução 1289/87, na aquisição de valores mobiliários de renda fixa e em operações realizadas em mercados de derivativos que resultem em rendimentos pré-determinados (revoga a Resolução 2028).

24) Circular nº2389 de 17.12.1993

Esclarece acerca do encerramento das posições em valores mobiliários de renda fixa então detidas por investidores estrangeiros (revoga a Circular 2383).

25) Carta-Circular nº2425 de 17.12.1993

Divulga procedimentos relativos as operações de câmbio em que haja incidência de IOF na forma do Decreto n. 995 de 25.11.93.

26) Circular nº2393 de 22.12.1993

Desregulamentação do mercado de câmbio no segmento de taxas livres, liberando da necessidade de autorização do BC uma série de transferências, como as relativas a armazenagem, marcas e patentes, etc.

27) Resolução nº 2046, de 19.01.1994

Definiu a nova composição de aplicações não relacionadas ao mercado de ações, por parte de investidores estrangeiros. Vedou aplicações em NTN, que parecia possível por uma interpretação do Decreto nº 1019, de 23.12.1993, ao mesmo tempo que ratificou todas as restrições impostas pela Resolução nº 2034, de 17.12.1993, inclusive a revogação da Resolução nº 2013, de 15.08.1993.

28) Carta-Circular nº 2438, 11.02.1994

Estabeleceu as condições e procedimentos para a entrega de moeda estrangeira em espécie ao BC em liquidação de operações de câmbio. Ficaram viabilizadas operações de venda de moeda estrangeira em espécie ao BC, notadamente no segmento de taxas flutuantes, permitida a conversão em câmbio sacado ou em moeda doméstica.

29) Medida Provisória nº 434, de 27.02.1994

Em seu artigo 5º, estabelece que a Unidade Real de Valor (URV) será considerada como parâmetro pelo BC para a negociação da taxa cambial. A Resolução nº2053, de 28.02.1994, determinou que o valor da URV representará a taxa máxima de venda pela autoridade monetária para o dólar norte-americano, sendo as taxas de compra pactuadas livremente. O BC operará, tanto na compra quanto na venda, em prazos diferentes de D+2, ou seja, D+0, D+1, ou no mercado futuro.

30) Medida Provisória nº 438, de 28.02.1994

Em seu artigo 5º, prevê a possibilidade do Poder Executivo estabelecer IOF de até 25% sobre o valor de liquidação de qualquer operação cambial.

31) O Decreto nº 1071, de 02.03.1994

Estabeleceu a cobrança de IOF sobre o contravalor em moeda nacional da moeda estrangeira ingressada, revogando o Decreto nº995, de 25.11.1993, que havia estabelecido as taxas de cobrança então em vigor

32) A Portaria nº 111, de 02.03.1994

Confirmou as alíquotas de 3% e 5%, respectivamente para empréstimos em moeda e Fundos de Renda Fixa-Capital Estrangeiro, estabelecendo em zero a taxa referente às aplicações em títulos e valores mobiliários ao abrigo do Anexo IV à Resolução nº 1289, de 20.03.1987.

33) Circular nº 2409, de 02.03.1994

Determinou que as operações relativas a transferências internacionais em moeda nacional, deverão estar amparadas por documentação específica.

34) Circular nº 2410, de 02.03.1994

Suspendeu temporariamente a autorização automática para as operações de créditos externos mediante lançamento de títulos no exterior, concedida após 5 dias úteis sem manifestação da autoridade monetária.

35) Circular nº 2411, de 02.03.1994

Admitiu que o depósito de divisas na autoridade monetária por excesso de posição comprada, em ambos os mercados de câmbio, possa ser constituído, em parte ou na totalidade, em espécie. Esses depósitos não serão remunerados, devendo ser liberados pelo câmbio sacado. Além da oportunidade para redução dos estoques em moeda estrangeira no mercado de taxas flutuantes, tal medida, juntamente com a Carta-Circular nº 2438, de 11.02.1994, dão seguimento ao processo de liberalização no mercado cambial, reforçando o direcionamento das operações para os mercados oficiais.

36) Circular nº 2412, de 11.03.1994

Fixou penalidades crescentes, em função de reincidência, para os agentes que contratem operações de pagamento antecipado de exportação e não convertam o valor em empréstimo ou investimento, no caso da não efetivação do embarque dentro de prazo de 180 dias após a contratação de câmbio.

37) Carta-Circular nº 2444, de 14.03.1994

Fixou os prazos de renovação ou prorrogação de operações de crédito externo, mediante lançamento de títulos no exterior, em prazos não inferiores aos mínimos exigidos para as novas operações. Esses prazos deveriam ser de 36 meses, para operações normais, ou 96 meses para efeito de benefício fiscal.

38) Portaria MF nº 119, de 11.03.1994

Reduziu para 2%, as alíquotas de importação para alguns setores com maior grau de oligopolização, envolvendo produtos nos setores de alimentação, higiene e medicamentos. Tal alteração enquadra-se nos parâmetros da Tarifa Externa Comum (TEC), adotada no âmbito do Mercosul.

39) Circular nº 2424, de 01.06.1994

Esta medida, juntamente com o Comunicado nº 3937, da mesma data, fixaram as regras de transição do mercado cambial na passagem para o Real. A posição das instituições autorizadas a operar em câmbio foi fixada em zero para os dias 29 e 30 de junho, em ambos os mercados. As operações de venda de divisas pelo BC em 29 de junho deveriam ser liquidadas em D+1.

40) Resolução nº 2087, de 30.06.1994

Determinou a taxa de câmbio de venda pelo BC no mercado de câmbio de taxas livres em R\$1,00 por dólar norte-americano.

41) Circular nº 2434, de 30.06.1994

Veda a transformação de Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC) em pagamento antecipado de exportação, quando resultar em postergação do embarque para além do prazo máximo regulamentar para a entrega dos documentos ao banco interveniente da operação. Esta possibilidade só foi mantida para fumo, pescado e "commodities".

42) Circular nº 2438, de 30.06.1994

Elevou para 720 dias o prazo mínimo de amortização nas operações de pagamento antecipado de exportação com prazos maiores que 360 dias, sujeitas à autorização prévia pelo BC.

43) Circular nº 2439, de 30.06.1994

Suspendeu por 90 dias o ingresso de recursos externos a título de investimento direto destinadas a futuro aumento de capital, bem como aqueles considerados como antecipação de futuras conversões de dívida em investimentos.

44) Medida Provisória nº 542, de 30.06.1994

Suspendeu por 90 dias a tomada de empréstimos externos por entidades públicas.

A seguir procuramos comentar o sentido geral de algumas das medidas de controle adotadas.

a) estabelecimento de novo prazo mínimo para amortizações das operações de empréstimos externos⁴. O prazo para a contratação de empréstimos externos, tanto mediante lançamento de títulos, quanto a contratação direta no mercado internacional, foi alterado de 30 para 36 meses. Já para negócios efetuados com fins de restituição, redução ou isenção de imposto de renda, o prazo médio, também tanto para a captação via títulos, quanto para empréstimos, foi alterado de 60 para 96 meses. As mudanças visavam tornar menos atrativa a captação de recursos externos, bem como melhorar o perfil de amortização.

b) redefinição dos limites de posição comprada e vendida dos agentes autorizados a operar em câmbio⁵. Os valores potenciais de posição comprada foram

⁴ Um conjunto importante de medidas teve vigência a partir de 16.06.1993. Os instrumentos legais foram justificados nos votos da diretoria do BC nº 367/93 e no voto CMN nº 068/93, pelos quais foram determinadas as edições da Resolução nº 1.986 e das Cartas-Circulares nºs 2.372 e 2.373.

⁵ Um conjunto de medidas nesta direção foi introduzido em 21.07.1993, com vigência dois dias úteis depois. Os instrumentos legais tiveram por base o voto da diretoria do BC nº450/93, onde foram sugeridas alterações para os limites de posição comprada e

duplicados, enquanto que os de posição vendida foram reduzidos à metade, para os bancos, em ambos os mercados de câmbio. Para os demais agentes credenciados no mercado de taxas flutuantes, corretoras e distribuidoras, a posição comprada foi fixada no limite máximo anterior (US\$ 1 milhão) independentemente do patrimônio líquido ajustado, ficando a posição vendida estabelecida em "zero", ou seja, no limite inferior para qualquer dessas instituições sem distinção patrimonial. Tal medida visou reduzir o espaço para o carregamento de posições cambiais com o fito de realizar operações financeiras e de arbitragem no mercado doméstico, ao invés do financiamento de operações comerciais e financeiras primárias. Esperava-se que a restrição desse espaço contribuisse para dar maior autonomia à condução das políticas econômicas.

c) vedação à aplicação de recursos de sociedades, fundos e carteiras de investimento em títulos de renda fixa⁶. Foi proibida a realização de operações por parte de investidores institucionais estrangeiros, não apenas com as NTN tipo D, como também com os demais títulos de renda fixa, bem como a aplicação de recursos em cotas de Fundos de Investimento em "Commodities". Paralelamente, foi estendida a esses investidores a faculdade de adquirir moedas de privatização para pagamento no âmbito do Programa Nacional de Desestatização.

Essas alterações visaram, mais uma vez, limitar o ingresso de recursos externos de natureza especulativa, especialmente aqueles com perspectiva de refluxo a curto prazo, em função dos custos elevados incorridos na esterilização destes fluxos. No entanto, a medida não surtiu os efeitos desejados, na medida que, aparentemente, o sistema bancário encontrou formas de realocar os investimentos, cobrando um "pedágio" dos investidores estrangeiros para ofertar outras modalidades de aplicação em renda fixa.

d) ampliação da flexibilidade na contratação de câmbio relativa às operações de exportação e importação⁷. No que tange às contratações de câmbio de exportações o período máximo para liquidação pós-embarque foi postergado de 45 para 90 dias (primeiro bloco), e de 90 para 180 dias no segundo bloco. O prazo para celebração de contratos de câmbio de importação para liquidação futura foi dilatado também de 45 para 90 dias, e de 90 para 180 dias no segundo movimento. No caso do pagamento antecipado de exportações brasileiras, a anterioridade máxima para liquidação foi reduzida de 360 para 180 dias.

O conjunto de mudanças visava aumentar a flexibilidade dos agentes econômicos que realizam transações comerciais com o exterior, de modo que a

vendida em ambos os mercados, livre e flutuante. Os normativos relacionados são as Circulares de números 2.343 e 2.344.

⁶ A alteração mais significativa nesta direção foi realizada em 19.08.1993, com vigência em 20.09.1993. Os instrumentos legais foram sugeridas pela aprovação dos votos da diretoria do BC nº 517/93 e do CMN nº 100/93, sendo divulgada a Resolução nº 2.013, alterando os Regulamentos Anexos I,II,III e IV à Resolução nº 1.289, de 20.03.1987, além da Resolução nº 1.867, de 23.09.1991 e do Comunicado-Conjunto número 43, de 11.03.1992, do BC e da CVM.

⁷ As medidas foram editadas em duas etapas, a primeira com adoção e vigência em meados de junho de 1993, enquanto a segunda em meados de julho de 1993. Os instrumentos legais adotados foram as Circulares nºs 2.321, 2.322 e 2.323 de 17.06.1993, e as Circulares nºs 2.340 e 2.341, de 15.07.1993.

celebração de operações de câmbio pudesse ocorrer com maior antecipação (no caso de saída), ou com defasagem no caso de ingresso. Adicionalmente reduziu-se o espaço para as operações de pagamento antecipado de exportações. Se os participantes do mercado utilizassem os novos prazos, esperar-se-ia que o impacto monetário das operações externas fosse postergado, já que os agentes manteriam posições em câmbio por maior período de tempo, desonerando a autoridade monetária no que tange à sua posição de reservas internacionais. Contudo, a regulamentação que trouxe maior flexibilidade à contratação de câmbio esbarrou na grande indução à manutenção de posições em moeda doméstica. Assim, a comparação das taxas de juros internas com as internacionais, especialmente a partir do último trimestre de 1993, acabou incentivando algumas operações, como o pagamento antecipado de exportação.

e) constituição de Fundo de Renda Fixa - Capital Estrangeiro, vedação a aplicação em debêntures de recursos ingressados nos termos da Resolução nº 1289/87 (Anexos I a IV), e criação de IOF sobre contravalor em cruzeiros reais de algumas formas de entrada de moeda estrangeira⁸. Foi vedada a aplicação em debêntures, de recursos ingressados nos termos da Resolução n. 1289/87, podendo as posições existentes serem utilizadas, no prazo máximo de 30 dias, para aquisição de cotas do Fundo de Renda Fixa-Capital Estrangeiro (FRF-CE), instituído no mesmo pacote. O fundo foi regulamentado com carteira constituída por: Títulos do TN ou do BC (no mínimo 35%); outros títulos de renda fixa (máximo de 20%) e debêntures.

Por outro lado, o IOF foi instituído à alíquota de 3% (empréstimos em moeda) e 5% (aplicações em FRF-CE), incidindo sobre o contravalor em moeda doméstica das divisas ingressadas por ocasião da operação de câmbio de compra, ou seja, no ingresso do recurso externo. O pacote visou inibir a aplicação de recursos externos voláteis em instrumentos que representavam aplicações indiretas de rentabilidade fixa. Ao mesmo tempo, criou um canal regular para aplicação direta de capitais externos em títulos públicos, mas sujeita à tributação, corrigindo uma distorção gerada por uma medida anterior⁹ que, pela concentração do segmento de financiadores do setor público, tendia a elevar desnecessariamente os custos de financiamento.

Aparentemente, as instituições financeiras absorveram as alterações sem maiores sobressaltos. Uma opção não coberta pela nova tributação, a aplicação em ações pelo Anexo IV, permaneceu atrativa, especialmente diante da possibilidade de obter rentabilidade pelo uso de "operações de box" no mercado de opções, que permitiam a auferição de rendimentos fixos por parte dos investidores estrangeiros. Neste sentido, foi divulgada a instrução nº 203, de 07.12.1993, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), exigindo a divulgação diária pelas bolsas das transações realizadas no mercado de opções, que resultassem em ganhos pré-fixados. Outras

⁸ As providências legais foram tomadas em 25.11.1993, entrando em vigor imediatamente. Os votos da diretoria do BC de números 683/93 e 685/93 originaram decisão "ad-referendum" do Conselho Monetário Nacional, consubstanciada na Resolução n. 2.028. No âmbito do BC, foram editadas as Circulares n. 2382 e 2383, bem como a Carta-Circular nº 2420 de 26.11.1993, enquanto que o Decreto nº 995 de 25.11.1993 instituiu o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para algumas formas de recursos externos a ingressar.

⁹ Trata-se da Resolução 2.013, adotada em agosto de 1993, que parece ter gerado um trauma excessivo no sistema financeiro.

portas permaneceram abertas, como as aplicações relacionadas ao programa de privatização.

f) ratificação da criação de Fundo de Renda Fixa - Capital Estrangeiro, vedação a utilização de recursos ingressados nos termos da Resolução nº 1289/87 (Anexos I a IV) na aquisição de valores mobiliários de renda fixa e em operações realizadas em mercados de derivativos que resultem em rendimentos pré-determinados¹⁰. Foi estabelecido o prazo de 30 dias para conversão das posições em valores mobiliários de renda fixa (de investidores estrangeiros) em quotas do FRF-CE, facultando-se a manutenção da posição até o próximo vencimento, venda ou repactuação, o que primeiro ocorresse. Já para as operações em mercados organizados de derivativos (que englobam as operações de "box de opções"), permitiu-se o retardo até o vencimento. Assim, estas operações passaram a ser privativas dos FRF-CE, sendo vedadas para os recursos ingressados ao amparo da Resolução nº1.289/87, ou seja, esta modalidade de aplicação pagaria o IOF.

A introdução de controles adicionais veio reafirmar a linha de conduta presente até então, de ordenar a entrada de recursos externos, fazendo a clivagem entre recursos que usufruem de renda fixa ou renda variável, buscando fechar algumas "portas" para o capital especulativo, mas preservando o espaço para participação do capital externo no financiamento do sistema produtivo e das operações de comércio exterior.

A.4. Principais Medidas na Área Externa desde a Edição do Plano Real¹¹

O conjunto de medidas adotadas no primeiro semestre do Plano Real visava, de um lado, restringir a entrada de recursos externos, de modo a viabilizar uma taxa de juros real doméstica mais elevada. Por outro lado, dava-se continuidade ao processo de liberalização do mercado cambial, buscando reduzir mais intensamente o papel do BCB na formação das taxas de mercado. Isto seria consistente com um regime câmbio flexível, bem como com o cumprimento de metas para os agregados monetários restritos, como a base monetária.

O pacote de outubro de 1994 veio representar o ápice deste processo, sendo adotadas na ocasião um conjunto forte de restrições, no sentido de conter a apreciação nominal da taxa de câmbio, sem levar a compras significativas pela autoridade monetária. Na verdade, o BCB já havia estabilizado a taxa de câmbio dentro de uma banda informal, a partir de procedimentos ligados à flexibilização da sistemática de leilões, mas ainda existia uma tendência superavitária no mercado cambial.

A partir de janeiro de 1995, diante de crescente percepção dos efeitos da crise mexicana, as autoridades buscaram flexibilizar os controles existentes, o que

¹⁰ As mudanças foram implementadas em 17.12.1993, com vigência imediata. A nível do Conselho Monetário Nacional (CMN) foi divulgada a Resolução nº 2.034, enquanto que no âmbito do BC, foram editadas a Circular nº 2.389, bem como a Carta-Circular nº 2.425 de 17.12.1993.

¹¹ Com exceção dos comentários gerais aduzidos para dar a direção de cada conjunto de medidas, esta seção é reproduzida integralmente de MINISTÉRIO DA FAZENDA(1996).

culminou com o pacote baixado na semana de 10.03. Tal iniciativa debelou o ataque especulativo desferido por ocasião da alteração da banda cambial.

Com a reversão parcial mas significativa da crise mexicana, a economia brasileira voltou a enfrentar uma entrada forte de capitais externos, sentida lentamente a partir do final de maio/95. Tal evolução culminou na adoção de um novo conjunto de restrições em meados de agosto/95, e outro em fevereiro de 1996. No entanto, ambos tiveram eficácia limitada, em função das antecipações ocorridas.

Foi introduzida, ao final de junho/95, uma nova sistemática de leilões, cujo mérito reside na estabilização da taxa de mercado e na restrição a movimentos especulativos. Por outro lado, apesar de existir uma banda cambial, o BCB tem monitorado as taxas dentro de um intervalo menor, realizando alterações da "intrabanda" com frequência semanal, embora as mudanças na faixa não sejam anunciadas. Assim, não obstante a ausência de sistematicidade nos ajustes da "intrabanda", o espaço para oscilações capazes de restringir o ingresso de capital estrangeiro praticamente inexistente.

Apesar da redução das taxas básicas de juros, persistiu a tendência ao ingresso, provavelmente em virtude da relativa lentidão para queda das taxas de juros ativas no sistema financeiro. Por outro lado, em parte como efeito das restrições adotadas e da recuperação do investimento no mercado interno, a participação do investimento direto nos ingressos líquidos de capitais externos parece estar crescendo mais fortemente após o último trimestre de 1995.

PRINCIPAIS MEDIDAS NA ÁREA EXTERNA DESDE O PLANO REAL

Data	Instrumento Legal	Descrição
14.7.94	Circular nº 2.449	Eleva de US\$ 10 milhões para US\$ 50 milhões a posição comprada de câmbio dos bancos no segmento livre, sem obrigatoriedade de depósito no Banco Central. (Alterada pela Circular nº 2.549, de 9.3.95).
31.8.94	Resolução nº 2.104	Estende às operações cambiais de natureza financeira a possibilidade de serem contratadas para liquidação futura.
31.8.94	Resolução nº 2.104	Elimina a exigência da Guia de Importação para a contratação de câmbio.
31.8.94	Resolução nº 2.105	Faculta a liquidação antecipada de empréstimos externos e financiamentos à importação, independentemente de terem cumprido o prazo mínimo de permanência no País, para as operações registradas no Banco Central até o final de agosto. (Revogada pela Resolução nº 2.147, de 9.3.95).
31.8.94	Carta-Circular nº 2.486 - FIRCE	Possibilita a realização de operação de financiamento à importação por prazo superior a 360 dias, com pagamento a vista acima de 20%.
31.8.94	Circular nº 2.472	Eleva de US\$ 1 milhão para US\$ 5 milhões os investimentos no exterior sem necessidade de autorização prévia pelo Banco Central.
31.8.94	Circular nº 2.472	Permite às pessoas jurídicas adquirirem imóveis no exterior.
14.9.94	MP nº 616	Aperfeiçoa a legislação <i>antidumping</i> .
14.9.94	Portaria nº 492 - MF	Rebaixa a 20% as tarifas de cerca de 400 produtos, incluindo os produtos eletrônicos e automobilísticos.
20.9.94	Resolução nº 2.110	Permite ao Banco Central vender no mercado interbancário dólares dos Estados Unidos à taxa cambial inferior a paridade R\$1/US\$.
22.9.94	Resolução nº 2.111	Autoriza a constituição de Fundos de Investimentos no Exterior para aplicação em títulos da dívida externa.
22.9.94	Portaria nº 506 - MF	Reduz as alíquotas de importação de cerca de 4.000 itens tarifários em antecipação à TEC negociada no âmbito do Mercosul.
23.9.94	Portaria nº 507 - MF	Reduz as alíquotas de importação de cerca de 1.000 itens tarifários em antecipação à TEC negociada no âmbito do Mercosul.
19.10.94	Portaria nº 534 - MF	Eleva o IOF sobre o ingresso de recursos externos: a) de 3% para 7% nos empréstimos; b) de 5% para 9% nas aplicações em Fundos de Renda Fixa-Capital Estrangeiro; e c) de 0% para 1%, nos investimentos em títulos e aplicações em valores mobiliários. (Alterada pela Portaria nº 095, de 9.3.95).

19.10.94	Circular nº 2.490	Suspende o Pagamento Antecipado de Exportação realizado por prazo superior a 720 dias (Revogada pela Circular 2.538, de 24.1.95).
19.10.94	Circular nº 2.491	Reduz de 60 para 30 dias o prazo de validade de autorizações prévias para a contratação de câmbio de operações de crédito externo através da colocação de títulos, exigindo-se a fixação de datas para o ingresso dos recursos
19.10.94	Circular nº 2.492	Eleva de 90 para 540 dias o prazo mínimo para repasse interno de recursos captados ao amparo da Resolução nº 63 (Alterada pela Circular nº 2.545, de 9.3.95).
19.10.94	Circular nº 2.493	Reduz os prazos máximos de ACC de 180 dias para 150 dias para os exportadores de pequenos porte e de 180 para 90 dias para os demais exportadores; para alguns produtos essenciais ao abastecimento interno, esse prazo foi reduzido para 30 dias (Alterada pela Circular 2.539, de 25.1.95).
19.10.94	Circular nº 2.493	Exige a indicação do produto no registro de exportação, dificultando com isso as negociações de performance de exportação (Alterada pela Circular 2.531, de 19.12.94).
19.10.94	Circular nº 2.493	Proíbe a terceiros efetuarem pagamentos antecipados de exportação, admitindo-se apenas os pagamentos por parte do importador no exterior. (Alterada pela Circular 2.567, de 27.4.95).
19.10.94	Circular nº 2.494	Elimina os limites de compra de moeda estrangeira no segmento flutuante para diversas operações.
19.10.94	Circular nº 2.495	Define a sistemática de atuação do Banco Central no mercado interbancário.
19.10.94	Resolução nº 2.114	Autoriza as entidades fechadas e abertas de previdências privada e seguradoras a adquirirem cotas de Fundos de Investimento no Exterior.
19.10.94	Resolução nº 2.115	Veda a aplicação em FAF de investimentos regulados pelos Anexos I a IV da Resolução nº 1.289/87.
20.10.94	Circular nº 2.498	Trata da incidência do compulsório de 30% sobre as operações de assunção pelo banco da dívida do importador (Alterada pela Circular nº 2.507, de 11.11.94).
20.10.94	Circular nº 2.499	Estipula a incidência do recolhimento compulsório de 15% sobre o saldo dos ACC (Revogada pela Circular 2.534, de 11.1.95).
25.10.94	MP nº 674	Ressarce ao exportador as contribuições de PIS/PASEP e Cofins incidentes sobre produtos intermediários, às alíquotas totais de 2,65%. (Alterada pela MP 948, de 23.3.95).
3.11.94	Carta-Circular nº 2.507	Elimina a obrigatoriedade da apresentação da guia de importação para abertura de carta de crédito pelos bancos.

11.11.94	Circular nº 2.507	Eleva para 60% o compulsório sobre contratos de assunção de obrigações do importador realizadas a partir de 14.11.94.
18.11.94	MP nº 722	Elimina o limite de US\$ 500 para importação por pessoas físicas através dos correios.
21.11.94	Portaria nº 609 - MF	Reduz as alíquotas do imposto de importação por pessoas físicas através dos correios (Alterada pela Portaria 703, de 28.12.94).
23.11.94	Portarias nºs 612 a 615 - MF	Reduz o imposto de importação de alguns tipos de máquinas e equipamentos de 20% para 0%.
23.11.94	Portarias nºs 616 e 617 - MF	Reduz o imposto de importação de alumínio, petroquímicos e químicos, de 6% a 18% para 0% e 2%.
23.11.94	Resolução nº 2.120	Estabelece o imposto sobre exportação (IE) de produtos químicos e petroquímicos, açúcar, soda cáustica e peles em bruto.
28.11.94	Portaria nº 369 - MICT	Elimina a lista de bens financiáveis para exportação com recursos próprios e de terceiros e os respectivos prazos máximos.
28.11.94	Portaria nº 370 - MICT	Autoriza a importação de bens de capital usados e de partes, peças e acessórios reconicionados.
19.12.94	Circular nº 2.531	Permite a vinculação genérica e flexível do produto a ser exportado com o registro de exportação.
28.12.94	Resolução nº 2.136	Reduz a alíquota de exportação de açúcar a zero e a 2% no caso de hidróxido de potássio e dicloroetano.
28.12.94	Portaria nº 703 - MF	Eleva as alíquotas de imposto de importação por pessoas físicas através dos correios.
29.12.94	Resolução nº 2.140	Reduz a zero a alíquota de imposto de exportação de vários produtos destinados ao Mercosul.
11.1.95	Circular nº 2.534	Elimina o recolhimento compulsório de 15% sobre os ACC.
24.1.95	Circular nº 2.538	Restabelece o Pagamento Antecipado de Exportação, sujeito ao registro no FIRCE, pelo prazo mínimo de 360 dias.
25.1.95	Circular nº 2.539	Eleva os prazos máximos dos ACC e do Pagamento Antecipado e elimina a classificação dos exportadores por porte; os novos prazos são de 60 dias para os produtos essenciais ao abastecimento interno e de 180 dias para os demais casos (Alterada pela Circular nº 2.550, de 10.3.95).
3.2.95	Portaria nº 39 - MF	Regulamenta a entrada de bagagem acompanhada no País com os limites de US\$ 500 (transporte aéreo) e US\$ 250 (terrestre) e unifica a multa em 50%. (Alterada pela Portaria nº 141 -MF)

10.2.95	Decreto nº 1.391	Eleva a alíquota do imposto de importação de produtos automobilísticos de 20% para 32%, com redução de 2% a cada ano até retomar a 20% no ano 2.001, em conformidade com a TEC.
6.3.95	Comunicado nº 4.479	Estabelece faixas de flutuação da taxa de câmbio (bandas) com intervenção pelo Bacen toda vez que a taxa de mercado atingir os limites inferior ou superior, podendo também atuar no interior da faixa para prevenir oscilações indevidas. De 6.3.95 a 1.5.95, a faixa de flutuação será entre R\$ 0,86 e R\$ 0,90; a partir de 2.5.95, entre R\$ 0,86 e R\$ 0,98 (alterado pelo Comunicado nº 4.492, de 10.3.95).
9.3.95	Resolução nº 2.147	Revoga a permissão para pagamento antecipado de empréstimos em moeda e financiamentos à importação, que havia sido admitida pela Resolução nº 2.105, de 31.08.94.
9.3.95	Circular nº 2.545	Reduz de 540 para 90 dias o prazo mínimo para repasse interno de recursos captados ao amparo da Resolução 63.
9.3.95	Circular nº 2.546	Reduz de 36 para 24 meses o prazo médio mínimo de amortização de empréstimos externos (títulos e operações diretas). Mantém em 96 meses o prazo referente às operações com benefício fiscal.
9.3.95	Circular nº 2.547	Estabelece em 180 dias, a contar do vencimento original, o prazo médio mínimo de amortização para as renovações ou prorrogações de operações de créditos externos mediante colocação de títulos no exterior. Anteriormente (Circular nº 2.444, de 14.3.94), era exigido prazo mínimo equivalente a operações novas: 36 meses operações normais e 96 meses operações com benefício fiscal. (Teve um aspecto modificado pela Circular 2.559, de 20.4.95).
9.3.95	Circular nº 2.548	Reduz de US\$ 10 milhões para US\$ 1 milhão o valor da posição comprada de câmbio, no segmento de taxas flutuantes, que os bancos poderão manter, sem necessidade de depósito no Bacen. Para os operadores credenciados, o limite da posição comprada foi reduzido de US\$ 1 milhão para US\$ 500 mil. As novas condições são aplicáveis a partir da posição de câmbio de 17.3.95.
9.3.95	Circular nº 2.549	Reduz de US\$ 50 milhões para US\$ 5 milhões o valor da posição comprada de câmbio, no segmento de taxas livres, que os bancos poderão manter, sem necessidade de depósito no Bacen, a vigorar a partir da posição de câmbio do dia 17.3.95.
9.3.95	Portaria nº 95 - MF	Reduz o IOF sobre ingressos de recursos externos: a) de 7% para zero, nos empréstimos em moeda; b) de 9% para 5%, nas aplicações em Fundos de Renda Fixa-Capital Estrangeiro; e c) de 1% para zero, nos investimentos em títulos e aplicações em valores mobiliários.

10.3.95	Comunicado nº 4.492	Estabelece faixa de flutuação da taxa de câmbio entre R\$ 0,88 para compra e R\$ 0,93 para venda, nos segmentos de taxas livre e flutuante, com o Banco Central efetuando as intervenções sempre que esses limites forem atingidos pelas taxas de mercado. Foram revogadas as disposições contidas no Comunicado nº 4.479, de 6.3.95.
10.3.95	Circular nº 2.550	Amplia a lista de produtos para os quais é permitida a contratação de câmbio com anterioridade de até 180 dias ao embarque (anteriormente até 60 dias), contemplando produtos na área de pastas e papéis. Reduz de 12,75% para zero a alíquota do imposto de exportação incidente sobre soda cáustica e de 15% para zero em relação a alguns produtos do capítulo Plásticos e suas obras, quando destinados aos países do Mercosul.
16.3.95	Resolução nº 2.148	Autoriza os bancos a captarem recursos externos, com prazo mínimo de amortização de 180 dias, para financiamento de atividades rurais. Os repasses internos estão isentos do recolhimento compulsório de 15%. Captações limitadas ao saldo das aplicações de cada instituição no setor rural. (Modificada pela Res. 2.151, de 29.3.95).
23.3.95	MP nº 948	Amplia de 2,65% para 5,37% o crédito fiscal concedido ao produtor exportador, instituindo pela MP nº 674, de 25.10.94 a ser utilizado como ressarcimento do PIS/PASEP e da Cofins incidentes sobre as aquisições, no mercado interno, de matérias-primas produtos intermediários e material de embalagem.
29.3.95	Decreto nº 1.427	Eleva para 70% a alíquota do imposto de importação incidente sobre 109 produtos de consumo duráveis, incluindo automóveis, cuja alíquota anterior era de 32%.
29.3.95	Resolução nº 2.149	Amplia as operações que as instituições autorizadas podem realizar no mercado do balcão referentes à Swap e opções de Swap, referenciadas a ouro, taxas de câmbio, taxas de juros e índice de preços, com a inclusão das opções não padronizadas, cobertas, referenciadas a debêntures simples ou conversíveis em ações, notas promissórias e ações de companhias abertas.
29.3.95	Resolução nº 2.151	Elimina a restrição prevista na Resolução nº 2.148, de 16.3.95, que limita as captações de recursos externos, por instituição financeira, ao saldo das suas aplicações em crédito rural efetuadas com recursos obrigatórios, poupança rural e recursos livres.
30.3.95	Circular nº 2.553	Amplia a lista de produtos para os quais é permitida a contratação de câmbio com anterioridade de até 180 dias ao embarque das mercadorias (até 60 dias pela norma anterior), contemplando itens na área de produtos químicos, plásticos, pastas químicas de madeira e alumínio.

31.3.95	Lei nº 9.019 (Transformação da MP nº 616, de 14.9.94)	Aplica o Acordo <i>Antidumping</i> e o Acordo de Subsídios e Direitos Compensatórios, em conformidade com o GATT/OMC, cujos direitos passam a ser cobrados independentemente de quaisquer obrigações de natureza tributária, relativas à importação dos produtos afetados, podendo, inclusive, ser aplicados provisoriamente durante a fase de investigação dos indícios de práticas de <i>dumping</i> ou de concessão indevida de subsídios.
5.4.95	Portaria nº 129 - MF	Regulamenta o ressarcimento das contribuições do PIS/PASEP e Cofins incidentes sobre a aquisição de insumos utilizados na produção de bens destinados à exportação à alíquota de 5,37%, fixada pela MP nº 948, de 23.3.95.
11.4.95	Decreto nº 1.453	Reduz da faixa de 2% a 18%, para zero, as alíquotas de importação sobre 136 itens nos setores de alimentos, plásticos, produtos químicos, aço, alumínio e matérias-primas para a indústria têxtil, com validade até 30.4.95, após o que será discutida no âmbito do Mercosul, para definição da lista de exceção à TEC.
12.4.95	Portaria nº 141 - MF	Altera a Portaria nº 39, de 3.2.95, exclui do tratamento tributário de bagagem alguns itens, considerando-os sob regime de admissão temporária, dentro das normas do Mercosul. Regulamentada pela Instrução Normativa nº 23, SRF, 15.5.95.
20.4.95	Circular nº 2.559	Permite alteração do agente de operação em caso de renovação ou prorrogação de empréstimo externos mediante lançamentos de títulos
20.4.95	Circular nº 2.560	Autoriza a repactuação de aplicações em valores mobiliários de renda fixa efetuados nos Anexos I a IV, sem a necessidade de liquidação de operação.
20.4.95	Circular nº 2.561	Limita em 20% o Pagamento Antecipado de Importação com prazo de até 360 dias.
27.4.95	Circular nº 2.564	Regulamenta a Resolução nº 2.148 no que se refere à aplicação de recursos externos no financiamento de custeio, investimento e comercialização da produção agropecuária.
27.4.95	Circular nº 2.565	Eleva em 50% o limite de posição vendida de câmbio no segmento flutuante, calculado em função do patrimônio líquido ajustado (PLA) de cada instituição. Após a medida os limites encontram-se entre US\$ 950 mil e US\$ 3.750 mil.
27.4.95	Circular nº 2.566	Eleva em 50% o limite de posição vendida de câmbio no segmento de taxas livres, calculado em função do PLA de cada instituição. Após a medida os limites situam-se entre US\$ 1.875 mil e US\$ 7.500 mil.

27.4.95	Circular nº 2.567	Permite a realização de Pagamento Antecipado de Exportação por qualquer pessoa jurídica no exterior, além do importador, inclusive por instituição financeira. Permite ainda que não ocorrendo o embarque previsto, o PAE possa ser convertido em investimento direto ou empréstimo em moeda. (Altera a Circular nº 2.493, de 19.10.94).
27.4.95	Carta-circular nº 2.538	Define os procedimentos operacionais para a efetivação das operações de captação de recursos externos para financiamento de custeio, investimento e comercialização da produção agropecuária.
27.4.95	Decreto nº 1.471	Inclui 150 itens tarifários na lista de exceção à TEC, que passa a totalizar 450 produtos; o Anexo I: inclui os 109 produtos cujas alíquotas foram elevadas para 70% em 29.3.95, dos quais 23 tiveram as alíquotas rebaixadas aos níveis compatíveis com o GATT/OMC; Anexo II: agrupamento em que podem ser alterados os produtos e as alíquotas a cada 90 dias (61 produtos); Anexo III: só podem ser alteradas as alíquotas (83 produtos); dos 144 posições tarifárias dos anexos 2 e 3, 97 tiveram redução tarifária, 44, elevação (arroz, leite em pó) e 3, ficaram inalteradas. (Alteração do Decreto nº 1.343, de 23.12.94 e revogado pelo Decreto nº 1.767, de 28.12.95)
28.4.95	Decreto nº 1.475	Fixa o limite global de importação incentivadas em 1995 pela Zona Franca de Manaus, Amazônia Ocidental e Áreas de Livre Comércio, em US\$ 2.035 milhões. (Alterado pelo Decreto nº 1.489)
28.4.95	Portaria nº 151 - MF	Promoga até 31.12.95 o prazo de vigência das 25 portarias que tratam dos ex tarifários (tarifa zero), compreendendo itens de bens de capital.
4.5.95	Circular nº 2.569	Altera as regras de gestão e administração dos Fundos de Investimento no Exterior.
11.5.95	Decreto nº 1.488	Regulamenta o acordo de salvaguardas nos termos da Rodada Uruguai. O instrumento permite ao MF e MICT a adoção de medidas restritivas às importações de setores específicos ameaçados por abrupta elevação de importações.
15.5.95	Decreto nº 1.489	Fixa o limite global das importações incentivadas contempladas pelo Decreto nº 1.475, redefinindo o período para 1º.5.95 a 30.4.96, e excluindo do valor as compras de trigo, petróleo e derivados, importações de órgãos federais e aquelas sub judice.

15.5.95	Decreto nº 1.490	Altera o Anexo I do Decreto nº 1.471, 27.4.95, redefine a lista brasileira de exceção à TEC. Foram incluídos 12 itens da indústria de calçados, cujas alíquotas foram temporariamente elevadas de 20% para níveis entre 47% e 63%. Em janeiro, tais alíquotas deverão sofrer a primeira redução, compatível com o cronograma de convergência consolidado no GATT. Em abril, devem voltar a 20%. Foram ainda incluídas 4 posições tarifárias referentes às camionetas, cujas tarifas passaram para 70%, com cronograma de redução tarifário idêntico ao dos demais veículos automóveis. (Revogado pelo Decreto nº 1.767, de 28.12.96).
16.5.95	Portaria nº 3 - SECEX	Reduz o prazo máximo de validade das guias de importação de 90 para 60 dias, exceção feita às aquisições de bens de capital fabricados sob encomenda.
18.5.95	Decreto nº 1.495	Retira as importações de petróleo e derivados do regime especial de <i>drawback</i> .
31.5.95	Resolução nº 2.163	Estabelece em 40% as alíquotas do imposto de exportação de produtos derivados de cana-de-açúcar (açúcar, melaço, álcool, etc), uma vez que a Lei nº 8.117 previa para 31.5.95 a suspensão do sistema de cotas com anuência prévia.
8.6.95	Portaria Interministerial nº 1 - MF, MICT e MPO	Estabelece os critérios para a distribuição do limite global de importações incentivadas, fixados pelo Decreto nº 1.489, de 15.5.95, para a Zona Franca de Manaus, Amazônia Ocidental e Áreas de Livre Comércio.
13.6.95	Carta-circular nº 2.554	Estabelece condições para a antecipação de pagamento das importações de valor até US\$ 3 mil, que poderá ser efetuada em 100% do valor. A condição de pagamento deverá estar prevista na guia ou na fatura.
13.6.95	Carta-circular nº 2.555	Dispõe sobre as importações de livros, revistas, mapas, jornais e publicações, que passam a ser subordinadas às disposições cambiais que regem o pagamento das importações, independentemente da quantidade, do meio físico ou do tipo de importador, que deverão ser cursadas no mercado de taxas livres de câmbio.
13.6.95	Carta-circular nº 2.556	Altera o regulamento de operações de câmbio de natureza financeira, contemplando tão-somente assinaturas de jornais e revistas efetuadas por pessoas físicas ou jurídicas, ligadas ou não ao ramo livreiro.
14.6.95	MP nº 1.024	Reduz a alíquota do imposto de importação para os bens de capital, matérias-primas, partes, peças, componentes, conjuntos, etc, adquiridos pelas empresas montadoras e fabricantes de veículos automotores. (Reeditada pela MP nº 1.047, em 29.06).
21.6.95	Comunicado nº 4.637	Institui o sistema de leilão de compra e venda de moeda estrangeira (leilão de <i>spread</i>) e aumentou o número de <i>dealers</i> credenciados pelo Bacen para atuar no mercado de câmbio, de 20 para 60.

22.6.95	Comunicado nº 4.645	Estabelece nova faixa de flutuação para a taxa de câmbio, nova banda cambial, que passa a ter como limite inferior R\$ 0,91/US\$, para compra e como limite superior R\$ 0,99/US\$ para venda.
26.6.95	Portaria nº 180 - MF	Altera para zero as alíquotas de imposto de importação incidentes sobre 25 itens da TEC, até 31.12.95, basicamente partes e peças.
26.6.95	Portaria nº 181 - MF	Altera para zero as alíquotas do imposto de importação incidentes sobre 197 itens da TEC, até 31.12.95, basicamente bens de capital.
30.6.95	Resolução nº 2.167	Faculta às instituições financeiras integrantes do Sistema Nacional de Crédito Rural a captação de recursos externos destinados ao financiamento de atividades rurais previstas nas Resoluções nºs 2.148 e 2.151.
30.6.95	Resolução nº 2.170	Faculta a captação de recursos externos para repasses destinados ao financiamento de construção ou aquisição de imóveis novos.
12.7.95	Circular nº 2.590	Promove alterações no regulamento de câmbio de exportação (Cir. nº 2.231, de 25.9.92), incluindo as mercadorias gravadas com o Imposto de Exportação, listadas na Resolução nº 2.163, de 31.5.95; excetua o açúcar demerara e o refinado, que pela circular, passam a ter o referido imposto de exportação reduzido de 40% para 0%.
18.7.95	Decreto nº 1.556	Cria o Comitê Interministerial Permanente para aprimoramento e acompanhamento da política industrial, tecnológica e comercial para a Zona Franca de Manaus. O Comitê será composto pelos Ministros de Estado da Indústria e Comércio e do Turismo, do Planejamento e Orçamento, da Fazenda e da Ciência e Tecnologia.
18.7.95	Portaria Interministerial nº 1 - MICT, MF, MCT e MPO.	Exclui dos limites globais de importação incentivada os bens de informática e de capital. Além do limite estabelecido para a importação na ZFM, as empresas terão direito à cota adicional em montante equivalente a cada dólar norte-americano exportado ou investido na região.
18.7.95	Portaria nº 8 - SECEX	Cria o Comunicado de Compra, que dará origem à guia de importação, notadamente para <i>commodities</i> agrícolas e minerais.
19.7.95	Portaria nº 197 - MF	Reduz a zero, até 31.12.95, as alíquotas de importação de 6 itens tarifários, dos capítulos 84 e 85, bens de capital.
29.7.95	MP nº 1.073	Introduz alterações na redação e no conteúdo das MP 's anteriores. (Reedição das MP nº 1.024 e 1.047).

1º.8.95	Despacho do MF e MICT	Concede isenção de Imposto de Exportação de açúcar demerara e refinado, para as empresas identificadas na Portaria nº 302 do MICT, dentro do Plano de Produção de Alcool e Açúcar da Safra 95/96.
3.8.95	Circular nº 2.597	Intitui o Imposto de Exportação de 40% para as vendas de açúcar demerara e refinado.
10.8.95	Portaria nº 201 - MF	Altera os Anexos 2 e 3, do Decreto nº 1.471, de 27.4.95. Anexo 2: agrupamento em que podem ser alterados os produtos e as alíquotas a cada 90 dias (70 itens tarifários); Anexo 3: só podem ser alteradas as alíquotas (80 itens tarifários).
10.8.95	Decreto nº 1.591	Dispõe sobre o Imposto de Operações de Crédito, Câmbio, Seguro e sobre operações relativas a Títulos e Valores Mobiliários (IOF), incidente sobre o contravalor em Real da moeda estrangeira ingressada no País na forma de empréstimos em moeda e aplicações no mercado de capitais.
10.8.95	Portaria nº 202 - MF	Eleva o IOF incidente sobre ingressos de recursos externos, de forma diferenciada, conforme o destino: a) de zero para 5%, nos empréstimos em moeda; b) de 5% para 7%, nas aplicações em Fundos de Renda Fixa-Capital Estrangeiro; c) mantém em 0%, nos investimentos em títulos e aplicações em valores mobiliários; e d) institui a modalidade da incidência do IOF em 7%, para as operações interbancárias entre instituições no exterior e aquelas com sede no País autorizadas a operar com câmbio; e, e) as operações de não-residentes, as chamadas CC5, em 7%. (Revogada pela Portaria nº 224).
10.8.95	Resolução nº 2.188	Altera disposições do regulamento dos Anexos I, II, III e IV. Basicamente, impede as operações de investidores estrangeiros nos mercados futuros, seja de opção em bolsa de valores, seja em futuro em bolsa de mercadorias.
11.8.95	Portarias nºs 203 e 204 - MF	Rebaixa para zero a alíquota de Imposto de Importação incidente sobre bens de capital, 90 itens tarifários, até 31 de dezembro. As referidas portarias excluem alguns itens que foram objeto de isenção em portarias anteriores e retifica outras portarias.
14.8.95	Portaria Interministerial nº 7 - MICT, MF, MCT e MPO.	Amplia a lista de bens excluídos dos limites globais de importação incentivada da ZFM, além dos bens de informática e de capital que já constavam da Portaria Interministerial nº1 e dá outras providências.
15.8.95	Portaria nº 205 - MF	Reduz a zero as alíquotas de IOF incidentes sobre os recursos que ingressarem no País decorrentes de empréstimos em moeda a residentes que se destinem ao financiamento de custeio, investimento e comercialização da produção agropecuária. (Revogada pela Portaria nº 224).

21.8.95	Portaria Interministerial nº 3 - MF e MICT	Fixa direito <i>antidumping</i> definitivo sobre importações de ventiladores de mesa, com motor elétrico incorporado de potência não superior a 125W, NCM 8414.51.10, originários das empresas que especifica da República Popular da China. Os direitos terão vigência de 5 anos, a partir da data de publicação no DOU. Os percentuais a serem aplicados serão escalonado, por empresas: até 31.12.95, 0% a 46,58%; de 01.01.96 a 31.03.96, 2,71% a 54,59%; a partir de 1º.4.96, de 44,71% a 96,58%.
21.8.95	Portaria Interministerial nº 9 - MF e MICT	Fixa direito <i>antidumping</i> definitivo sobre importações de rodas livres simples, para bicicletas, NCM 8714.99.00, originários das empresas que especifica da Índia. Os direitos terão vigência de 5 anos, a partir da data de publicação no DOU. Os percentuais a serem aplicados serão aplicado por empresas e variam de 0% a 93,94%.
21.8.95	Portaria Interministerial nº 10 - MF e MICT	Fixa direito <i>antidumping</i> provisório sobre importações de cadeados, exceto para bicicletas, NCM 8301.10.00, originários das empresas que especifica da República Popular da China. Os direitos terão vigência de 4 meses, a partir da data de publicação no DOU. Os percentuais a serem aplicados serão aplicado por empresas e variam de 0% a 730%.
21.8.95	Portaria Interministerial nº 11 - MF e MICT	Fixa direito compensatório definitivo sobre importações: de coco ralado, NCM 0801.10.10, originários das Filipinas (121,50%), Indonésia (155,70%), Costa do Marfim (87,90%), Malásia (196,50%), Sri Lanka (81,40%); e de leite de coco, NCM 2009.80.00, originário do Sri Lanka (175,80%).
21.8.95	Portaria Interministerial nº 13 - MF e MICT	Fixa direito <i>antidumping</i> provisório de 36% sobre importações de alho, NCM 0703.20.10 e 0703.20.90, originários da República Popular da China.
23.8.95	Decreto nº 1.602	Regulamenta as normas que disciplinam os procedimentos administrativos, relativos à aplicação de medidas <i>antidumping</i> , baseadas nas normas da OMC, ressaltando que, em face dos acordos estabelecidos, não poderá haver aplicação simultânea de direito <i>antidumping</i> e direito compensatório (sobretaxa usada para neutralizar subsídios) sobre um mesmo produto.
23.8.95	Circular nº 2.607	Regulamenta a forma de aplicação dos recursos externos destinados ao financiamento imobiliário, contemplado pela Resolução nº 2.170, que facultou a captação no exterior de empresas desse ramo de atividade.
23.8.95	Exposição de Motivos nº 311 - MF	Abre a perspectiva de novos aportes de capital estrangeiro para o desenvolvimento do Sistema Financeiro Nacional, tanto na capitalização de instituições ou abertura de novas agências. A possibilidade de novos investimentos tem amparo legal nas disposições transitórias da Constituição Federal. A EM já foi referendada pelo Presidente da República.

25.8.95	Portarias nºs 208 e 211 - MF	São repassadas aos devedores originais as condições de financiamento obtidas junto aos credores externos pelo Governo Federal na última renegociação da dívida externa.
28.8.95	MP nº 1.100	Introduz alterações na redação e no conteúdo das MP's anteriores. (Reedição das MP nº 1.024, 1.047 e 1.073).
4.9.95	Portaria Interministerial nº 14 - MF e MICT	Institui grupo de trabalho denominado Comitê Consultivo de Defesa Comercial - CCDC, com o objetivo de examinar questões relativas a investigações de <i>dumping</i> e de subsídios, em instância consultiva, e quando especialmente convocado, examinar questões relativas a investigações de salvaguardas.
6.9.95	Carta-circular nº 2.577	Institui demonstrativo para acompanhamento das operações formalizadas com recursos externos de que trata a Resolução nº 2.148
8.9.95	Decreto nº 1.623	Altera o art. 85 do Regulamento Aduaneiro, aprovado pelo Decreto nº 91.030, de 5.3.85, incluindo as mercadorias estrangeiras devolvidas ao exterior antes do registro da Declaração de Importação, entre as mercadorias estrangeiras sobre as quais não há incidência do Imposto de Importação.
8.9.95	Portaria nº 217 - MF	Estabelece que a Secretaria da Receita Federal será o órgão responsável pela autorização da devolução das mercadorias objeto do Decreto nº 1.623.
13.9.95	MP nº 1.113	Acrescenta parágrafo ao art.75 da Lei nº 4.728, de 14.7.65, estabelecendo que os valores liquidados de ACC sejam destinados ao pagamento de linhas de crédito comercial que deram origem a esses recursos, na hipótese de falência, liquidação extrajudicial ou intervenção em instituições financeiras.
13.9.95	Portaria nº 220 - MF	Permite o parcelamento do Imposto de Importação de 70%, em até quatro meses, para os veículos automotores descarregados até 14.9, desde que as mercadorias tenham as DI's registradas até 30 de setembro.
14.9.95	Portaria Interministerial nº 3 - MF e MICT	Proibe a importação de bens de consumo usados. Exceptua as doações. (Revoga a Portaria nº 56 do MEFP, de 15.3.90).
15.9.95	Portaria nº 224 - MF	Altera o IOF incidente sobre o contravalor em Real da moeda estrangeira ingressada no País na forma de empréstimos em moeda, de forma diferenciada, conforme o prazo mínimo: a) dois anos: 5%, três anos: 4%, quatro anos: 2% e cinco anos: 1%. Mantém as demais alíquotas estabelecidas pelas Portarias nº 202 e 205 e revoga-as. (Revogada pela Portaria nº 228).

15.9.95	Portaria nº 322 - MICT	Permite às empresas montadoras e aos fabricantes dos produtos de que trata a MP 1.100 importar, com Imposto de Importação reduzido para 2%, máquinas, equipamentos, moldes, instrumentos e aparelhos industriais e de controle de qualidade, acessórios, sobressalentes, peças de reposição e modelos para moldes. As empresas deverão encaminhar seus pleitos à SPI do MICT, acompanhados do Termo de Responsabilidade (anexo à referida portaria) devidamente preenchido.
18.9.95	Portaria nº 228 - MF	Modifica a Portaria nº 224, estabelecendo alíquota de 0% para os recursos que ingressam no País sob a forma de empréstimos em moeda com prazo mínimo de permanência de seis anos. Mantém as alíquotas estabelecidas na referida portaria e revoga-a.
18.9.95	Resolução nº 41 - Senado Federal	Autoriza a União a antecipar a entrega das garantias necessárias à cobertura de 100% do principal e 12 meses de juros dos Bônus de Desconto e ao Par do Plano Brasileiro de Financiamento de 1992.
20.9.95	Projeto de Resolução nº 103 - Senado Federal	Autoriza a União a executar Programa de Emissão e Colocação de Títulos de Responsabilidade do Tesouro Nacional no Exterior, no valor equivalente a até US\$ 5 bilhões, destinando-se os recursos à substituição da dívida mobiliária interna por dívida externa a menor custo e maior prazo.
21.9.95	Portaria Interministerial nº 15 - MICT, MF, MPO e MCT	Exclui do limite individual de importações incentivadas atribuído a cada empresa da ZFM ou Áreas de Livre Comércio as importações que tiverem as respectivas DI's registradas até 28.4.95 e efetivamente desembaraçadas a partir de 2.5.95. Adicionalmente, a portaria estabelece novo limite de cota individual de importação para empresas comerciais que operam na ZFM.
22.9.95	Portaria Interministerial nº 16 - MICT, MF, MPO e MCT	Dispõe que cada empresa comercial que opera na ZFM, contemplada com o limite individual de importação na forma das Portarias Interministeriais nºs 7 e 15, fará jus a uma cota adicional equivalente a 30% do limite que lhe foi anteriormente atribuído.
26.9.95	Despacho - MF	Autoriza a formalização da antecipação da entrega relativa à quarta e última parcela, referente a abril de 1996 (US\$ 295 milhões), das garantias necessárias à cobertura dos 100% do principal e 12 meses de juros de Bônus ao Par e de Desconto do Plano Brasileiro de Financiamento de 1992.
26.9.95	Portaria Interministerial nº 17 - MICT, MF, MPO e MCT	Atribui a cada empresa industrial instalada na ZFM cota adicional equivalente a 50% do limite individual obtido pela aplicação do disposto nas Portarias Interministeriais nºs 1 e 7.

27.9.95	Portaria nº 242 - MF	Altera, até 31.12.95, o Imposto de Importação, reduzindo-o para zero, incidente sobre os ex tarifários (tarifa zero), compreendendo 84 itens de bens de capital. Adicionalmente, modifica a Portaria nº 204, de 11.8.95, com 77 itens tarifários, e retifica as Portarias nº 65, de 9.2.95, nº 173, de 9.6.95 e nº 181, de 26.6.95, que contemplam respectivamente 38, 262 e 197 itens tarifários.
27.9.95	Resolução nº 2.202	Estabelece normas para a interveniência de sociedades corretoras nas operações de câmbio.
27.9.95	Circular nº 2.621	Altera o Regulamento sobre Contratos de Câmbio, inserindo as modificações promovidas pela Resolução nº 2.202.
28.9.95	MP nº 1.132	Introduz alterações na redação e no conteúdo das MP's anteriores. (Reedição das MP nº 1.024, 1.047, 1.073 e 1.100). Ressalta que a redução tarifária nas importações de autopeças e matérias-primas do setor será de "até 2%".
28.9.95	MP nº 1.133	Reedita a MP que ampliou de 2,65% para 5,37% o crédito fiscal concedido ao produtor exportador, instituído pela MP nº 674, de 25.10.94 a ser utilizado como ressarcimento do PIS/PASEP e da Cofins incidentes sobre as aquisições, no mercado interno, de matérias-primas, produtos intermediários e material de embalagem.
29.9.95	Resolução nº 2.203	Trata da conversão de créditos externos, correspondentes a dívidas do Setor Público Federal, em investimento, no âmbito do Programa Nacional de Desestatização.
29.9.95	Circular nº 2.623	Reduz o percentual de desconto inicial dos papéis de dívida externa citados na Resolução nº 2.203 de 25% para 0%.
10.10.95	Lei nº 9.112	Dispõe sobre a exportação de bens considerados sensíveis e serviços diretamente vinculados.
18.10.95	Decreto nº 1.678	Altera a Tarifa Externa Comum (TEC) do Mercosul, anexa ao Decreto 1.343, de 23.12.94. Introduz modificações de nomenclaturas de classificação de mercadorias, com fixação de alíquotas tarifárias para os novos itens, decorrentes de trabalhos de aperfeiçoamento da estrutura tarifária. (Revogado pelo Decreto nº 1.767, de 28.12.95).
20.10.95	Portaria nº 258 - MF	Altera para zero por cento, até 31 de dezembro de 1995, a alíquota <i>ad valorem</i> do Imposto de Importação incidente sobre os ex tarifários (tarifa zero), compreendendo itens de bens de capital. Adicionalmente, modifica as Portarias nºs 65 e 151 de 1995 e retifica a Portaria nº 173, de 9.6.95.
26.10.95	MP nº 1.165	Reedição da MP nº 1.132, retirando da versão anterior os limites quantitativos à importação de automóveis e suprimindo as exigências para emissão de guias de importação.

7.11.95	Instrução Normativa nº 52 - SRF	Altera o limite de isenção de bagagens de viajantes que ingressarem no país por via terrestre, fluvial e lacustre. O limite, que atinge fundamentalmente as compras feitas no Paraguai, passa de US\$ 250 par US\$ 150.
13.11.95	Resolução nº 20 - MICT	Dispõe sobre a rotina para apresentação e instrução do Projeto de Instalação de empresa em Zona de Processamento de Exportação - ZPE.
14.11.95	Portaria nº 282 - MF	Revoga a Portaria nº 201, e estabeleceu os Anexos "A" e "B" com nova composição de itens tarifários, alterando os Anexos 2 e 3 do Decreto nº 1.491, objetivando adequar mais rapidamente as alíquotas do imposto de importação à TEC. Foram retirados 52 itens tarifários da lista de exceção, principalmente produtos alimentícios, e foram incluídos 12 itens, para atender objetivos de política econômica e evitar pressão sobre os preços.
16.11.95	Circular nº 2.632	Promove alterações no Regulamento de Câmbio de Exportação, dando mais garantia às operações de antecipação de contrato de câmbio (ACC), com a explicitação da origem dos recursos que estão financiando as exportações.
17.11.95	Decreto nº 1.707	Delega competência ao Ministro da Fazenda para alterar a forma de fixação da taxa de câmbio, para fins do cálculo do Imposto de Importação.
22.11.95	Circular nº 2.638	Reduziu para 0% a alíquota do imposto de exportação sobre as vendas ao exterior de produtos resultantes da industrialização de álcool importado, sob o regime de <i>drawback</i> , criando condições mais adequadas para viabilizar estas operações.
22.11.95	Circular nº 2.639	Foi eliminada a lista de produtos para os quais o prazo para a contratação de câmbio previamente ao embarque das mercadorias estava limitado a, no máximo, 60 dias. Com isso, o prazo máximo para todos os produtos passou a ser de 180 dias, estimulando as exportações, via prazo maior do ACC e pagamento antecipado, de certos produtos, com destaque para combustíveis minerais, aços planos, produtos químicos, plásticos, papel e embalagens de papelão, fios de algodão, linho e sintéticos.
24.11.95	MP nº 1.200	Reedição das MP's nºs 1.024, 1.047, 1.073, 1.100, 1.132 e 1.165. Sem alteração em relação à última edição.
29.11.95	Resolução nº 2.214	Define os critérios aplicáveis às condições de financiamento à exportação de bens e serviços, em operações ao amparo do Programa de Financiamento às Exportações (Proex).
29.11.95	Carta-circular nº 2.601	Estabelece os percentuais aplicáveis à modalidade de equalização no âmbito do Programa de Financiamento às Exportações (Proex).

30.11.95	Portaria Interministerial nº 20 - MICT, MF, MPO e MCT	Permite às empresas industriais e comerciais instaladas na ZFM, na Amazônia Ocidental e nas Áreas de Livre Comércio, utilizarem, a título de adiantamento, parcela dos limites individuais de importações incentivadas que lhe foram atribuídas para o período de janeiro a abril de 1996, ficando mantidos os períodos de maio de 1995 a abril de 1996.
30.11.95	Portaria nº 286 - MF	Dispõe sobre a fixação da taxa de câmbio para efeito de cálculo do imposto de importação, tendo como base o último dia de cada mês, para vigência no mês subsequente.
30.11.95	Portaria nº 288 - MF	Altera, até 31.12.95, o Imposto de Importação, reduzindo-o para zero, incidente sobre os ex tarifários (tarifa zero), compreendendo 85 itens. Adicionalmente, modifica a Portaria nº 25, de 20.1.95 e retifica a Portaria nº 180, de 26.6.95.
4.12.95	Portaria Interministerial nº 291 - MF e MICT	Cria no MICT, novas dependências com instalações, equipamentos e respectivos quadros de pessoal próprios, nas capitais e municípios onde hoje se encontram as Divisões Técnico-Operacional-DITOP do MF e Unidades Armazenadoras do café dos estoques governamentais (Decreto nº 943, de 30.9.93). Dilata o prazo fixado no art. 1º, inciso II, da Portaria Interministerial nº 625, de 30.11.94, para 31.12.96.
4.12.95	Circular Interna nº 84 - MICT	Toma público que a decisão final relativa à investigação de subsídio, dano e relação causal na importação de algodão em pluma não cardado nem penteado oriunda dos Estados Unidos, compreendido no código 5201.00.10 da NCM, deverá ser tomada a partir dos quinze dias subsequentes à data da publicação da circular.
4.12.95	Circular Interna nº 85 - MICT	Toma público que a decisão final relativa à investigação para revisão do direito <i>antidumping</i> nas exportações de didrogeno-ortofosfato de amônio (MAP), originárias da Federação da Rússia para o Brasil, compreendido no código 3105.40.00 da NCM, deverá ser tomada a partir dos quinze dias subsequentes à data da publicação da circular.
4.12.95	Circular Interna nº 86 - MICT	Toma público que a decisão final relativa à investigação de práticas de <i>dumping</i> e de dano ou ameaça de dano à produção doméstica, resultantes de tais práticas, nas exportações, da República Popular da China para o Brasil, de cadeado, exceto para bicicleta, compreendido no código 8301.10.00 da NCM, deverá ser tomada a partir dos quinze dias subsequentes à data da publicação da circular.

4.12.95	Circular Interna nº 87 -MICT	Toma público que a decisão final relativa à investigação de práticas de <i>dumping</i> e de dano ou ameaça de dano à produção doméstica, resultantes de tais práticas, nas exportações, da República Popular da China para o Brasil, de alho comum, fresco e refrigerado, compreendido no código 0703.20.10 e 0703.20.90 da NCM, deverá ser tomada a partir dos quinze dias subseqüentes à data da publicação da circular.
5.12.95	Decreto nº 1.724	Fixa alíquotas do imposto de importação incidentes sobre produtos originários e procedentes dos Estados Partes do MERCOSUL, dando eficácia no plano interno ao Regime de Adequação Final à União Aduaneira. São 29 itens com tarifa de exceção no comércio intrabloco. A partir de 1999, esses itens estarão com alíquota zero. (Revogado pelo Decreto nº 1.767, de 28.12.95).
6.12.95	Carta-circular nº 2.604	Dispõe sobre cartas de crédito sob o Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos - CCR
7.12.95	Portaria nº 368 - MICT	Autoriza a concessão de incentivos, através do Proex, às exportações de determinados bens de consumo (alimentos, bebidas, calçados, artigos de couro, produtos siderúrgicos, máquinas e equipamentos, perfumes, tecidos, mármore, cerâmicas, etc), possibilitando a utilização do sistema de equalização de taxa de juros.
15.12.95	Medida Provisória nº 1.235	Reedição das MP's nºs 1.024, 1.047, 1.073, 1.100, 1.132, 1.165 e 1.200. Sofre diversas alterações em relação à última edição, já incorporando pontos do regulamento.
20.12.95	Decreto nº 1.751	Regulamenta as normas que disciplinam os procedimentos administrativos relativos à aplicação de medidas compensatórias.
20.12.95	Resolução nº 2.224	Estabelece normas aplicáveis aos financiamentos das exportações brasileiras ao amparo do Programa de Financiamento às Exportações (Proex).
27.12.95	Decreto nº 1.761	Dispõe sobre a redução do imposto de importação para os produtos que especifica e dá outras providências.
27.12.95	Decreto nº 1.763	Altera alíquota de imposto de importação incidente sobre 27 produtos constantes da Lista de Exceção da TEC. (Revogado pelo Decreto nº 1.767, de 28.12.95).
27.12.95	Decreto nº 1.764	Altera alíquotas do imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários - IOF, incidente sobre as operações de crédito que menciona, e dá outras providências.
27.12.95	Circular Interna nº 89 - MICT	Toma público que foram submetidos, ao Departamento Técnico de Tarifas da SECEX, pedidos de alteração, para zero por cento, das alíquotas do imposto de importação incidente sobre vários produtos constantes da Lista de Exceção da TEC.

29.12.95	Decreto nº 1.765	Dispõe sobre a vigência das Resoluções do Grupo Mercado Comum e das Decisões do Conselho do Mercado Comum que menciona.
29.12.95	Decreto nº 1.767	Altera a Nomenclatura Comum do Mercosul, que passa a ser a única nas operações de comércio exterior, altera as alíquotas do Imposto de Importação que compõem a TEC, e dá outras providências. Revoga os Decretos nºs 1.343, 1.471, 1.490, 1.550, 1.678, 1.724 e 1.763.
29.12.95	Portaria Interministerial nº 22 - MICT, MF, MPO e MCT	Atribui, a cada empresa instalada na Área de Livre Comércio de Macapá/Santana, cota adicional equivalente a 40% do limite individual obtido pela aplicação do disposto no Art. 7º da Portaria Interministerial nº 1, alterado pelo Art. 1º da Portaria Interministerial nº 5, de 3.8.95.
29.12.95	Portaria Interministerial nº 24 - MICT e MF	Solicita abertura de investigação de <i>dumping</i> sobre as importações de cadeados - compreendidos na faixa de vinte a setenta milímetros - originários da República Popular da China, Hong Kong e Formosa (Taiwan), nos termos do Art. 5º, parágrafo 1º do Código <i>Antidumping</i> .
29.12.95	Portaria nº 313 - MF	Altera, para zero por cento, até 31 de dezembro de 1996, as alíquotas <i>ad valorem</i> do imposto de importação incidentes sobre várias itens tarifários.
29.12.95	Portaria nº 316 - MF	Estabelece nova alíquota aplicável ao Regime de Tributação Simplificada, condiciona a isenção do imposto de importação nas remessas postais internacionais e dá outras providências. Revoga a partir de 15.1.96, a Portaria nº 703, de 28.12.94. (Republicada em 3.1.96, por ter saído com incorreções).
2.1.96	Portaria nº 320 - MF	Altera, para zero por cento, até 31 de janeiro de 1996, as alíquotas <i>ad valorem</i> do imposto de importação incidentes sobre diversos itens tarifários.
2.1.96	Portaria Interministerial nº 314 - MF e MICT	Regulamenta normas aplicáveis aos financiamentos das exportações brasileiras ao amparo do Programa de Financiamento às Exportações (Proex).
4.1.96	Portaria nº 1 - MF	Ficam alteradas, até 31 de dezembro de 1996, as alíquotas <i>ad valorem</i> do imposto de importação incidentes sobre as seguintes mercadorias: 8429.51.20 - alíquota de 2%; 8429.51.20 - alíquota de 8%.
5.1.96	Medida Provisória nº 1.251	Concede isenção do Imposto sobre Produtos Industrializados-IPI na aquisição de equipamentos, máquinas, aparelhos e instrumentos.
10.1.96	Decreto nº 1.776	Dispõe sobre a incidência de IOF no resgate de aplicações destinadas à subscrição de quotas de Fundo de Investimento Imobiliário. (Revogado pelo Decreto nº 1.814, de 8.2.96)
10.1.96	Portaria Interministerial nº 1 - MICT e MF	Baixa normas e procedimentos para habilitação a que se refere o parágrafo 3º do art. 2º do Decreto 1.761, de 27.12.95.

12.1.96	Portaria nº 5 - MF	Altera a composição do Comitê de Crédito às Exportações - CCEX - art. 2º da Portaria nº 390, de 20.7.93.
13.1.96	Medida Provisória nº 1.264	Dispõe sobre as medidas reguladoras do abastecimento do mercado interno do setor sucroalcooleiro. Convalida os atos praticados com base na M.P. nº 1.227, de 14.12.95.
13.1.96	Medida Provisória nº 1.272	Reduz o imposto de importação de vários produtos que especifica e dá outras providências. Convalida os atos praticados com base na M.P. nº 1.235, de 14.12.95
13.1.96	Medida Provisória nº 1.273	Dispõe sobre a instituição de crédito presumido do Imposto sobre Produtos Industrializados, para ressarcimento do valor do PIS/PASEP e COFINS nos casos que especifica, e dá outras providências. Convalida os atos praticados com base na M.P. nº 1.236, de 14.12.95.
15.1.96	Portaria nº 15 - MICT	Toma elegíveis várias mercadorias para a modalidade de financiamento prevista no Programa de Financiamento às Exportações (Proex). Revoga a Portaria MICT nº 348, de 3.11.94.
15.1.96	Decreto nº 1.789	Dispõe sobre o intercâmbio de Remessas Postais Internacionais, disciplina seu controle aduaneiro e dá outras providências.
17.1.96	Circular Interna nº 3 - MICT	Toma público que poderão ser reduzidos, até 31 de dezembro de 1996, as alíquotas do imposto de importação relativas aos bens de capital, de informática e de telecomunicações e suas partes e peças assinaladas com BK e BIT na TEC, anexa ao Decreto nº 1.767, de 28.12.95. Revoga a Circular interna nº 84 (MICT), de 29.11.94.
17.1.96	Portaria nº 2 - SECEX	Limita a 14.168 toneladas, as exportações brasileiras de estanho em todas as suas formas, durante o primeiro semestre de 1996. Revoga a Portaria nº 74 - MICT, de 24.2.95.
18.1.96	Portaria nº 8 - MF	Altera para os percentuais abaixo discriminados, as alíquotas do imposto de importação dos seguintes produtos: (0202.10.00, 0202.20.10, 0202.20.20, 0202.20.90 - 8%) ; (0202.30.00 - 10%); (0206.21.00, 0206.22.00, 0206.29.90, 1003.00.91 - 8%).
18.1.96	Portaria Interministerial nº 2 - MICT e MF	Conclui a abertura de investigação de <i>dumping</i> nas exportações do produto diidrogeno-ortofosfato de amônio granulado originários da Federação da Rússia. Revoga a Portaria nº 86, de 17.2.93.
18.1.96	Portaria Interministerial nº 3 - MICT e MF	Conclui a abertura de investigação nas exportações de alho fresco comum ou refrigerado, originários da República Popular da China e aplica direito <i>antidumping</i> definitivo de US\$ 0,40/Kg, sobre os referidos produtos, classificados nos Códigos 0703.20.10 e 0703.20.90 da Nomenclatura Comum do Mercosul (NCM).

23.1.96	Circular Interna nº 6 - MICT	Toma público que a decisão final relativa a investigação de prática de <i>dumping</i> e do dano à produção doméstica resultante de tal prática, nas exportações, originárias da República Federal da Iugoslávia, República Federal da Croácia, República da Eslovênia, República da Bósnia-Herzegovina e República da Macedônia para o Brasil, de ferro-cromo baixo carbono, exceto quando for nitrogenado com teor igual ou superior a três por cento de nitrogênio e 0,10% , máximo de carbono, enquadrado no Código 7202.49.00 da NCM, deverá ser tomada a partir de quinze dias subsequentes à data de publicação desta Circular no DOU.
30.1.96	Portaria nº 40 - MICT	Estabelece critérios para que possam ser encerrados os Programas Especiais de Exportação BEFLEX das empresas abrangidas pelo parág. 1º do art. 1º da MP nº 1.272, de 12.1.96.
30.1.96	Resolução nº 2.234	Regula a atuação do Banco Central no mercado de câmbio. Estabelece que os limites inferior e superior da faixa de flutuação das bandas cambiais serão definidos periodicamente pelo Bacen, que intervirá obrigatoriamente sempre que estes limites forem atingidos pelo mercado e poderá intervir facultativamente no interior da faixa. Revoga a Resolução nº 2.110, de 20.9.94.
30.1.96	Comunicado nº 4.987	Divulga novos limites dentro da sistemática de faixas de flutuação (bandas). A nova faixa de flutuação do dólar norte-americano foi alterada de R\$ 0,91 por dólar (compra) e R\$ 0,99 por dólar (venda), para R\$ 0,97 e R\$ 1,06, respectivamente.
31.1.96	Resolução nº 2.235	Estende às parcelas de principal e juros vencidas até 31.12.90, referentes à dívida do setor privado, a autorização para a remessa.
2.2.96	Medida Provisória nº 1.289	Concede isenção do Imposto sobre Produtos Industrializados - IPI na aquisição de equipamentos, máquinas, aparelhos e instrumentos. Convalida a MP nº 1.251, de 04.1.96
2.2.96	Medida Provisória nº 1.290	Isenta do Imposto de Importação e do Imposto sobre Produtos Industrializados, bens de informática adquiridos pelo Tribunal Superior Eleitoral.

8.2.96	Decreto nº 1.814	Dispõe sobre a incidência do Imposto de Operações de Crédito, Câmbio e Seguro ou relativas a Títulos e Valores Mobiliários - IOF - que incidirá sobre o valor de alienação, resgate ou transferência de aplicações feitas por investidores estrangeiros em quotas de Fundo de Investimento Imobiliário e de Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, sob as seguintes condições e alíquotas: 10% - para as aplicações em quotas de Fundo de Investimento Imobiliário (FII) e de Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), quando os referidos fundos não forem constituídos ou não entrarem em funcionamento regular, 5% - para as aplicações em FII, que esteja constituído ou em funcionamento regular, até um ano da data do registro de quotas na CVM; e para os FMIEE, até um ano contado da data da constituição do fundo; 0% - para as aplicações em quotas de FIM, após um ano, contado da data do registro de quotas na CVM; e para os FMIEE, após um ano contado da data de constituição do fundo.
8.2.96	Decreto nº 1.815	Dispõe sobre o Imposto sobre Operações de crédito, Câmbio e Seguro e sobre Operações relativas a Títulos e Valores Mobiliários -IOF, que incidirá sobre o contravalor em Real da moeda estrangeira ingressada no País, e será devido na data da liquidação da operação de câmbio a que se refere o ingresso da moeda estrangeira.
8.2.96	Portaria nº 28 - MF	<p>Altera as alíquotas de IOF incidentes sobre o contravalor em Real de recursos externos que ingressarem no País na forma de empréstimos e aplicações em mercado de capitais, com alíquotas diferenciadas conforme a modalidade de, destino da operação e prazo de permanência, ou seja:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Empréstimo em moeda com prazo médio: - inferior a três anos: 5%; - igual ou superior a três anos e inferior a 4 anos: 4%; - igual ou superior a 4 anos e inferior a 5 anos: 2%; - igual ou superior a 5 anos e inferior a 6 anos: 1%; e - igual ou superior a 6 anos: 0%. <p>e cria a incidência do IOF sobre a modalidade de Fundos de Privatização: 5%. Mantém inalterada a incidência sobre as demais modalidades (Revoga a portaria nº 288/95).</p>

8.2.96	Resolução nº 2.246	Altera disposições do regulamento dos Anexos I a IV, basicamente modificando a constituição, o funcionamento e a administração dos referidos anexos nos seguintes aspectos: os recursos remanescentes no Anexo I poderão ser mantidos disponíveis ou aplicados alternativamente, isolado ou cumulativamente, em: ações de companhias registradas em bolsas, adquiridas em bolsas ou por subscrição; e outras modalidades de investimento expressamente autorizadas pelo Bacen e CVM. Os recursos remanescentes no Anexos II a IV poderão ser mantidos disponíveis ou aplicados alternativamente, isolado ou cumulativamente, em: outros valores mobiliários de emissão de companhias abertas; e outras modalidades de investimento expressamente autorizadas pelo Bacen e CVM. Veda a utilização de recursos ingressados no País, nos termos dos Anexos I a IV, na aquisição de valores mobiliários de renda fixa. Estabelece que as posições detidas, nesta data, pelas instituições dos Anexos I a IV, em Títulos da Dívida Agrária (TDA), Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFND), debêntures de emissão da Siderúrgica Brasileira S.A. (SIDERBRÁS), Certificados de Privatização, outros títulos representativos de securitização de dívidas do Governo Federal, créditos admitidos para o pagamento no âmbito do PND e direitos e opções para aquisição de mencionados títulos, bem como em operações realizadas nos mercados de liquidação futura administrados por bolsas de valores ou de mercadorias e de futuros, poderão permanecer em carteira até o vencimento ou utilização, o que ocorrer primeiro, vedada a renovação ou transferência.
8.2.96	Resolução nº 2.247	Dispõe sobre aplicação de recursos de capital estrangeiro em quotas de Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, constituídos ao amparo da Instrução CVM nº 209, de 25.3.94.
8.2.96	Resolução nº 2.248	Dispõe sobre aplicação de recursos de capital estrangeiro em quotas de Fundos de Investimento Imobiliário, constituídos ao amparo da Instrução CVM nº 205, de 14.01.94.
8.2.96	Circular nº 2.660	Estabelece as modalidades de aplicação de recursos captados ao amparo da Resolução nº 63/67, que somente poderão ser aplicados em: repasses interbancários (Circular nº 708/82); operações de arrendamento mercantil (Resolução nº 1.686/90); aquisição de direitos creditórios com cláusula de variação cambial (Resolução nº 1.962/92); e Notas do Tesouro Nacional, série "D" - NTN-D, nos casos de empréstimos externos autorizados ou registrados pelo Bacen até 8.2.96, exclusivamente pelos prazos estipulados nos respectivos registros e autorizações.

8.2.96	Circular nº 2.661	Fixa em 36 meses, no mínimo, o prazo médio de amortização para a contratação, renovação e prorrogação de operações de empréstimos externos. Exceptua do estabelecido: as operações de empréstimos externos mediante lançamento de títulos no exterior por parte das instituições financeiras sob o Regime de Administração Especial Temporária - RAET e que tenham firmado convênio de terceirização que assegure sua privatização, para as quais fica estabelecido o prazo médio de amortização de 24 meses no mínimo, contados a partir de 180 dias da data do desembolso; as operações de captação para financiamento das atividades rurais (Resolução nº 2.148/95) e as operações destinadas ao financiamento de construção e aquisição de imóveis (Resolução nº 2.170/95); as operações de empréstimos externos que tenham sido autorizadas pelo Bacen antes da data de vigência desta circular.
8.2.96	Circular nº 2.662	Estabelece condições para o registro de capitais estrangeiros aplicados no País, por pessoas físicas ou jurídicas domiciliadas ou com sede no exterior, em Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, constituídos ao amparo da Instrução CVM nº 209, de 25.3.94.
8.2.96	Circular nº 2.663	Estabelece condições para o registro de capitais estrangeiros aplicados em Fundos de Investimento Imobiliário, constituídos ao amparo da Instrução CVM nº 205, de 14.01.94.
12.2.96	MP nº 1.311	Reedição das MP's nºs 1.024, 1.047, 1.073, 1.100, 1.132, 1.165, 1.200, 1.235 e 1.272. Sofre alterações em relação à última edição, já incorporando pontos do regulamento. Convalida os atos praticados com base na M.P. nº 1.272, de 12.1.96.
13.2.96	Carta-circular nº 2.616 e 2.617	Divulgam inclusões de códigos no Regulamento sobre Contratos de Câmbio e Classificação de Operações.
14.2.96	Portaria nº 29 - MF	Da nova redação aos Anexos III-A e III-B, do Decreto nº 1.767, de acordo com os Anexos I e II desta portaria.
14.2.96	Portaria nº 31 - MF	Altera, para zero por cento, até 31 de janeiro de 1996, as alíquotas <i>ad valorem</i> do imposto de importação incidentes sobre diversos itens tarifários. Retifica artigos da Portaria nº 313.
14.2.96	Circular nº 2.664	Promove alterações no Regulamento do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes, contemplando a instalação e/ou manutenção de escritório no exterior por parte de pessoas jurídicas privadas não-financeiras.
14.2.96	Carta-circular nº 2.619	Estabelece procedimentos para a prestação de garantias a empresas receptoras de investimentos brasileiros no exterior.

14.2.96	Carta-circular nº 2.620	Estabelece critérios aplicáveis às operações de captação de recursos externos com estabelecimento de vínculos a exportações.
14.2.96	Carta-circular nº 2.621	Modifica a periodicidade para apresentação do demonstrativo de movimentações financeiras e de valores mobiliários realizadas no âmbito de <i>Depositary Receipts</i> .
14.2.96	Carta-circular nº 2.622	Divulga critérios para registro de recursos novos (<i>fresh funds</i>) ingressados no País, para aplicação em Fundos de Privatização - Capital Estrangeiro.
14.2.96	Carta-circular nº 2.623	Altera procedimentos no registro de capitais estrangeiros aplicados em Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro, Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro e Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários mantidas no País por entidades de investimento coletivo estrangeiras.
14.2.96	Carta-circular nº 2.624	Estabelece critérios aplicáveis às operações de pagamento antecipado de exportação, de prazo superior a 360 dias.
14.2.96	Carta-circular nº 2.625	Divulga inclusões de códigos no Regulamento sobre Contratos de Câmbio e Classificação de Operações.
14.2.96	Comunicado nº 5.007	Comunica a descentralização do registro de operações de crédito externo mediante lançamento de títulos no mercado internacional.
14.2.96	Comunicado nº 5.008	Comunica a descentralização do exame de pedidos de inclusão de operações de investimento estrangeiro no País ou de crédito externo no Acordo de Garantia de Investimentos Brasil/EUA.
27.2.96	Portaria nº 38 - MF	Altera, para zero por cento, até 31 de janeiro de 1996, as alíquotas <i>ad valorem</i> do imposto de importação incidentes sobre diversos itens tarifários.
28.2.96	Carta-circular nº 2.627	Esclarece procedimentos relativos a investimentos estrangeiros realizados ao amparo do Anexo V - <i>Depositary Receipts</i> .
1º.3.96	Medida Provisória nº 1.328	Concede isenção do Imposto sobre Produtos Industrializados na aquisição de equipamentos, máquinas, aparelhos e instrumentos relacionados em anexo, importados ou de fabricação nacional. Reedição da MP nº 1.289.
1º.3.96	Medida Provisória nº 1.329	Isenta do Imposto de Importação e do Imposto sobre Produtos Industrializados bens de informática adquiridos pelo TSE. Reedição da MP nº 1.290.
1º.3.96	Circular nº 2.670	Estabelece as modalidades de aplicação de recursos captados ao amparo da Resolução nº 63/67. Revoga a Circular nº 2.660.
1º.3.96	Carta-circular nº 2.630	Define critérios para fins de constituição do depósito em moeda nacional no Banco Central.

7.3.96	Carta-circular nº 2.632	Altera o regulamento de câmbio de taxas flutuantes no que se refer a investimentos brasileiros no exterior.
13.3.96	Despacho - MF	Autoriza a celebração da operação de crédito externo com o <i>Export Import Bank of Japan - Eximbank</i> , objetivando a consolidação e reescalonamento dos débitos brasileiros em moeda estrangeira junto àquele banco japonês, referente a quatro operações de crédito externo efetuadas entre o Brasil e o <i>Eximbank</i> , no âmbito do Clube de Paris, Fase IV, no valor de Y\$ 77,7 bilhões.
13.3.96	Medida Provisória nº 1.351	Reedição das MP's nºs 1.024, 1.047, 1.073, 1.100, 1.132, 1.165, 1.200, 1.235, 1.272 e 1.311. Convalida os atos praticados com base na M.P. nº 1.311, de 9.2.96.
25.3.96	Portaria Interministerial nº 54 - MF e MICT	Disciplina as operações de importações indiretas a que se refere o decreto que dispõe sobre o regime automotivo (Dec. nº 1.761/95)
26.3.96	Portaria nº 6 - SECEX	Disciplina operações e procedimentos referentes ao regime aduaneiro especial de <i>drawback</i> nas modalidades de suspensão e de isenção de tributos.
27.3.96	Portaria nº 55 - MF	Altera, para zero por cento, até 31 de janeiro de 1996, as alíquotas <i>ad valorem</i> do imposto de importação incidentes sobre diversos itens tarifários. Exclui mercadorias e retifica a redação da Portaria nº 313/95.
28.3.96	Portaria nº 91 - MICT	Dispõe sobre os volumes da segunda cota adicional para exportação de açúcar com destino aos EUA. Modifica a Portaria nº 302/95 do MICT.
28.3.96	Resolução Senado Federal - nº 19	Altera a Resolução nº 69 de 1995, que dispõe sobre operações de crédito interno e externo dos Estados, DF, Municípios, suas autarquias e fundações.
29.3.96	Resolução nº 2.266	Faculta a concessão de empréstimos ou financiamentos ao amparo de recursos captados com base na Resolução 2.148 para os complexos industriais de fertilizantes e defensivos utilizados na agropecuária.
29.3.96	Medida Provisória nº 1.370	Concede isenção do IPI na aquisição de equipamentos, máquinas, aparelhos e instrumentos, importados ou de fabricação nacional. Reedição da MP nº 1.328.
29.3.96	Medida Provisória nº 1.371	Isenta do Imposto de Importação e do Imposto sobre Produtos Industrializados bens de informática adquiridos pelo TSE e dispensa as importações do exame de similaridade. Reedição da MP nº 1.329.
1º.4.96	Decreto nº 1.848	Altera a lista de exceção à TEC, constante do Anexo II ao Decreto nº 1.767/95, que passa a vigorar na forma do anexo a este decreto.

ANEXO B. PRINCIPAIS NORMATIVOS DO PLANO DE AÇÃO IMEDIATA (PAI) E DO PLANO REAL (Junho de 1993 a Agosto de 1995) ¹

JUNHO-93

Exposição de Motivos do Ministério da Fazenda

Indicador não definido contém diagnóstico sobre a desordem financeira e administrativa do setor público e propõe a adoção de medidas para reverter o quadro. O conjunto de medidas propostas foi denominado Programa de Ação Imediata - PAI.

Resolução do BNDES nº 99, de 28.6.93

Aprova as condições gerais para alienação das ações da Aço Minas Gerais S.A. - AÇOMINAS, de propriedade da SIDERBRÁS SIDERURGIA BRASILEIRA S.A. (em liquidação).

Resolução CMN nº 1.992, de 30.6.93

Dispõe acerca das participações acionárias, no âmbito do PND, das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, bem assim das entidades fechadas de previdência privada, sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e entidades abertas de previdência privada.

JULHO-93

Lei complementar nº 77, de 13.7.93

Institui o Imposto Provisório sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (IPMF), para vigorar nos exercícios de 1993 e 1994. Para efeito de cobrança do imposto, considera-se movimentação ou transmissão de valores e de créditos e direitos de natureza financeira qualquer operação liquidada ou lançamento realizado pelas instituições financeiras que representem circulação escritural ou física de moeda, e que resulte ou não transferência de titularidade dos mesmos valores, créditos e direitos. A alíquota do imposto é de 0,25%.

Portaria Minifaz nº 390, de 20.7.93

Institui o Comitê de Crédito às Exportações (CCE), com a atribuição de decidir sobre as seguintes questões relativas à aplicação de recursos orçamentários da União consignados ao Programa de Financiamento às Exportações (PROEX): i) fixar critérios internos para a concessão, pelo PROEX, de assistência financeira às exportações brasileiras de bens e de serviços; ii) avaliar o risco para a concessão de créditos e estabelecer limites, segundo países, evitando a concentração de operações a um único tomador ou garantidor, ou em benefício de uma mesma empresa exportadora; iii) estabelecer alçadas e demais condições a serem observadas pelo Banco do Brasil, na qualidade de agente financeiro da União, na contratação de operações de financiamento ou de equalização de taxas de juros; iv) decidir sobre os pedidos de financiamento ou de equalização de taxas de juros que

¹ Este anexo corresponde à reprodução da publicação BANCO CENTRAL DO BRASIL(1995).

extrapolem ou não atendam os limites ou condições da alçada de que trata o item iii; v) decidir sobre os pedidos de financiamento ou de equalização de taxas de juros relativos à exportação de serviços, de navios ou de aeronaves; vi) examinar e propor ao Ministro da Fazenda as medidas necessárias à recuperação de créditos da Fazenda Nacional originários de financiamentos concedidos às exportações brasileiras destinadas a entidades privadas no exterior, cuja inadimplência não tenha resultado de atos de soberania política; vii) deliberar sobre o seu regimento interno.

Portaria Interministerial nº 401, de 22.7.93

Institui comissão com o objetivo de levantar, analisar e propor soluções para o encontro de contas entre a arrecadação das contribuições do PIS/Pasep e o repasse dessas contribuições ao Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), compreendido o período dos exercícios de 1988 a 1993.

Medida Provisória nº 336, de 28.7.93 (convertida na Lei nº 8.697, de 27.8.93)

Determina que a partir de 1.8.93 a unidade do sistema monetário brasileiro passa a denominar-se "cruzeiro real". A nova moeda tem como símbolo CR\$ e tem a seguinte paridade: CR\$ 1,00 = Cr\$ 1.000,00.

Resolução CMN nº 2.010, de 28.7.93

Divulga a criação do Cruzeiro Real como a unidade do sistema monetário brasileiro e o correspondente processo de substituição do meio circulante.

AGOSTO-93

Portaria Minifaz nº 441, de 10.8.93

Cria o Comitê de Renegociação das Dívidas dos Estados e Municípios com a incumbência de coordenar os trabalhos relacionados à edição dos atos normativos, conciliação dos saldos devedores e manutenção dos entendimentos com os devedores e credores, visando à agilização de assinatura dos contratos de refinanciamento.

Resolução nº 8, de 12.8.93, do Comitê de Coordenação das Empresas Estatais

Determina a formação de um grupo de trabalho para que no prazo máximo de 60 dias seja apresentado um estudo sobre a situação dos repasses das empresas estatais federais para suas entidades de previdência complementar.

Decreto nº 894, de 16.8.93

Determina que mediante opção do Município, manifestada até 90 dias da data da publicação deste decreto, a Secretaria do Tesouro Nacional ficará autorizada a deduzir do Fundo de Participação dos Municípios, nas mesmas datas dos seus créditos, para repasse: i) ao INSS, 9% do valor da quota, para amortização da sua dívida com a Previdência Social; ii) à Caixa Econômica Federal, 3% do valor da quota, para amortização de sua dívida com o FGTS. Os recursos provenientes dos descontos acima referidos constituirão o valor das parcelas a serem deduzidas dos saldos devedores dos débitos, até sua plena quitação.

Decreto nº 905, de 26.8.93

Determina a alienação das participações societárias minoritárias, de que são titulares as fundações, autarquias, empresas públicas, sociedades de economia mista e quaisquer outras entidades controladas direta ou indiretamente pela União.

SETEMBRO-93**Portaria Interministerial nº 496, de 3.9.93**

Cria em caráter permanente, Comissão Interministerial incumbida de elaborar as propostas para a programação financeira mensal do Programa de Financiamento às Exportações (PROEX).

OUTUBRO-93**Decreto nº 965, de 26.10.93**

Impõe contingenciamento de gastos, no orçamento da União, para o 6º bimestre de 1993.

NOVEMBRO-93**Lei nº 8.727, de 5.11.93**

Estabelece diretrizes para a consolidação e o reescalonamento, pela União, de dívidas internas das administrações direta e indireta dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios.

Decreto nº 982, de 12.11.93

Estabelece punições para crimes de natureza tributária.

Decreto nº 985, de 12.11.93

Altera a alíquota do IOF e unifica tabelas sobre as aplicações financeiras de curto prazo.

Decreto nº 995, de 26.11.93

Fixa alíquotas do IOF para as seguintes operações: a) empréstimos em moeda (3%); b) aplicações em fundos de renda fixa (5%); c) operações de câmbio efetuadas pela União, Estados, Municípios, Distrito Federal, suas fundações e autarquias (zero).

Decreto s/n, de 30.11.93

Cria o Comitê de Coordenação Gerencial das Instituições Financeiras Públicas Federais (COMIF) com a incumbência de deliberar sobre a execução das políticas econômico-financeiras, administrativas e mercadológicas, das instituições públicas federais.

DEZEMBRO-93**Exposição de Motivos do Ministério da Fazenda nº 395, de 7.12.93**

Contém um breve diagnóstico da crise fiscal brasileira e proposições relativas à estabilização da economia em três frentes de atuação: a) equilíbrio orçamentário no biênio 1994-1995; b) sugestões à revisão constitucional; c) reforma monetária.

Decreto nº 1.030, de 29.12.93

Regulamenta a cobrança da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social - COFINS, instituída pela Lei Complementar nº 70, de 30.12.91.

FEVEREIRO-94**Exposição de Motivos Interministerial nº 47 do MF/MPS/SAF/SEPLAN/MJ, de 27.2.94**

Faz ampla análise da importância do Fundo Social de Emergência para o equilíbrio das contas públicas e discorre sobre a Unidade Real de Valor (URV). Vide MP-434, de 27.2.94, e Emenda Constitucional nº 1, de 1.3.94.

Medida Provisória nº 433, de 26.2.94

Concede abono especial aos servidores públicos civis e militares da administração federal direta, autárquica e fundacional.

Medida Provisória nº 434, de 27.2.94 (convertida na Lei nº 8.880, de 27.5.94)

Institui a Unidade Real de Valor (URV) para servir de padrão de valor monetário, integrando, juntamente com o cruzeiro real, o Sistema Monetário Nacional. A URV foi calculada diariamente pelo Banco Central baseada em estimativas de três índices de preços: o índice nacional de preços ao consumidor amplo (IPCA-E) do IBGE, o índice geral de preços do mercado (IGP-M) da FGV e o índice de preços ao consumidor (IPC) da Fipe. A idéia era estimar mais adequadamente a inflação corrente, de tal forma que o uso da URV fosse mais interessante para os agentes econômicos que qualquer outro índice. Isso tornou possível reduzir o componente de memória que a indexação introduz no processo inflacionário, facilitando a transição para a estabilidade de preços. A URV estabelecia, além disso, um parâmetro para a política cambial, já que o Banco Central usava o seu valor diário como teto para a taxa de venda de divisas.

Decreto nº 1.066, de 27.2.94

Determina que a variação diária da URV será calculada com base em taxas de inflação medidas pelos seguintes índices: Índice de Preços ao Consumidor (IPC), Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA-E) e Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M).

Resolução CMN nº 2.053, de 28.2.94

Estabelece a Unidade Real de Valor (URV) como parâmetro para negociação de moeda estrangeira para com o Banco Central do Brasil.

MARÇO-94**Emenda Constitucional de Revisão nº 1, de 1.3.94**

Cria o Fundo Social de Emergência com o objetivo de propiciar o equilíbrio orçamentário de curto prazo, nos exercícios financeiros de 1994 e 1995. Tal fundo foi instituído principalmente pela retenção, por dois anos, de 20% do produto da arrecadação de todos os impostos e contribuições da União (excluindo-se, portanto, essa parcela da base de cálculo das transferências constitucionais aos estados e municípios), pela retenção da parcela da arrecadação resultante da elevação de 23% para 30% da alíquota da contribuição social sobre o lucro líquido das instituições financeiras, em 1994 e 1995, e de parcela da arrecadação do IOF, do imposto sobre a renda (IR) e do imposto sobre a propriedade territorial rural (ITR) resultante das alterações de base de cálculo e de alíquotas. Sem o FSE os programas sociais nele incluídos poderiam estar sendo financiados por emissão monetária.

Portaria Minifaz nº 118, de 11.3.94

Dispõe sobre a emissão de carnês, duplicatas e faturas, inclusive as emitidas por administradora de cartão de crédito, em URV.

Resolução CMN nº 2.056, de 17.3.94

Autoriza a negociação de contratos de liquidação futura cotados em Unidade Real de Valor (URV).

Resolução CMN nº 2.057, de 18.3.94

Dispõe sobre a utilização da Unidade Real de Valor (URV) em operações ativas realizadas no mercado financeiro pelas instituições financeiras (revogada pela Resolução nº 2.059, de 25.3.94).

Resolução CMN nº 2.059, de 23.3.94

Dispõe sobre o reajustamento das prestações dos contratos vinculados à equivalência salarial, em decorrência da Medida Provisória nº 434, de 27.2.94 e revoga a Resolução nº 2.057.

Portaria Minifaz nº 156, de 25.3.94

Dispõe sobre o reajuste das tarifas de suprimento e de fornecimento de energia elétrica.

Portaria Minifaz nº 157, de 25.3.94

Dispõe sobre o reajuste das tarifas dos serviços de telecomunicações e postais.

Portaria Minifaz nº 158, de 25.3.94

Fixa os valores tarifários básicos para serviços telefônicos públicos.

Portaria Minifaz nº 159, de 25.3.94

Fixa os valores tarifários básicos para serviços postal e de telegramas nacionais.

ABRIL-94**Resolução CMN nº 2.061, de 8.4.94**

Dispõe sobre a utilização da Unidade Real de Valor (URV) em operações ativas e passivas realizadas no mercado financeiro (revogada pela Resolução nº 2.066, de 22.4.94).

Resolução CMN nº 2.062, de 12.4.94

Dispõe sobre conversão em investimento, no âmbito do Programa Nacional de Desestatização (PND), de créditos externos correspondentes a dívidas de entidades do setor público federal.

Decreto nº 1.110, de 13.4.94

Determina que os contratos para aquisição de bens para entrega futura, execução de obras, prestação de serviços, locação, uso e arrendamento vigentes em 1º de março de 1994, em que forem contratantes órgãos e entidades da Administração Pública Federal direta, autarquias, inclusive as especiais, fundações, empresas públicas, sociedades de economia mista e demais entidades controladas direta ou indiretamente pela União, terão seus valores convertidos em Unidade Real de Valor mediante negociação entre o contratante e o contratado, nos termos estabelecidos neste decreto.

Resolução CMN nº 2.066, de 22.4.94

Dispõe sobre a utilização da Unidade Real de Valor (URV) em operações ativas e passivas realizadas no mercado financeiro (revoga a Resolução nº 2.061).

Portaria Interministerial nº 235, de 27.4.94

Constitui Grupo Interministerial de Trabalho para elaborar proposta, visando reformular a estrutura e os níveis tarifários dos serviços de telecomunicações.

Portaria Interministerial nº 237, de 27.4.94

Fixa os valores tarifários básicos, em URV, para serviços de telecomunicações.

Portaria Interministerial nº 239, de 27.4.94

Fixa os valores tarifários básicos, em URV, para os serviços postais e telegráficos.

Portaria Minifaz nº 234, de 27.4.94

Define os critérios de conversão, em URV, dos serviços de telecomunicações.

Portaria Minifaz nº 236, de 27.4.94

Define os critérios de conversão, em URV, das tarifas de suprimento e de fornecimento de energia elétrica.

Portaria Minifaz nº 238, de 27.4.94

Define os critérios de conversão, em URV, das tarifas postais e telegráficas.

Portaria Minifaz nº 241, de 27.4.94

Define os critérios de conversão, em URV, das tarifas domésticas de uso das comunicações e dos auxílios à navegação aérea em rota.

Portaria Minifaz nº 242, de 27.4.94

Define os critérios de conversão, em URV, das tarifas aéreas domésticas.

Portaria Minifaz nº 243, de 27.4.94

Define os critérios de conversão, em URV, dos preços dos serviços prestados pelo INMETRO.

Portaria Minifaz nº 244, de 27.4.94

Define os critérios de conversão, em URV, dos preços das retribuições dos serviços prestados pelo INPI.

Portaria Minifaz nº 245, de 27.4.94

Define os critérios de conversão, em URV, das tarifas domésticas de embarque, de pouso, de permanência e os preços unificados de utilização da infra-estrutura aeroportuária.

Portaria Interministerial nº 247, de 28.4.94

Fixa os valores, em URV, para as tarifas domésticas de embarque, de pouso, de permanência e para os preços unificados de utilização da infra-estrutura aeroportuária.

Portaria Interministerial nº 248, de 28.4.94

Fixa os valores, em URV, para os preços dos serviços prestados pelo INMETRO.

Portaria Interministerial nº 250, de 28.4.94

Fixa os valores, em URV, das curvas de índices tarifários (passagens e cargas).

Portaria Interministerial nº 251, de 28.4.94

Fixa, em URV, os valores para as tarifas domésticas de Uso das Comunicações e dos Auxílios da Navegação Aérea em Rota.

Portaria Interministerial nº 252, de 28.4.94

Fixa, em URV, os valores para as tarifas domésticas de embarque, de pouso, de permanência e para os preços unificados de utilização da infra-estrutura aeroportuária.

Resolução CMN nº 2.069, de 29.4.94

Autoriza a constituição e o funcionamento dos Fundos de Renda Fixa - Curto Prazo.

Circular BCB nº 2.420, de 29.4.94

Regulamenta a constituição e o funcionamento de Fundos de Renda Fixa - Curto Prazo.

MAIO-94**Portaria Minifaz nº 260, de 5.5.94**

Dispensa a obrigatoriedade da expressão de valores em cruzeiros reais constantes dos incisos II e III, do art. 8º, da MP 482.

Resolução CMN nº 2.070, de 6.5.94

Autoriza a emissão e negociação de valores mobiliários em URV.

Resolução CMN nº 2.071, de 6.5.94

Dispõe sobre a utilização da URV em depósitos interfinanceiros e faculta o uso de taxas flutuantes em operações contratadas em URV.

Portaria Minifaz nº 268, de 11.5.94

Define que as tarifas e os preços públicos, quando autorizados suas conversões em URV, ficam dispensados da obrigatoriedade da expressão de seus valores em cruzeiros reais de que trata o art. 8º, da MP 482.

Portaria Minifaz nº 270, de 12.5.94

Define os critérios de conversão, em URV, dos produtos derivados de petróleo (exceto nafta petroquímica), do álcool combustível e do gás natural, assim como os preços dos fretes de cabotagem hidroviários, rodoviários, ferroviários e dutoviários, no transporte de combustíveis.

Portaria Minifaz nº 271, de 12.5.94

Define os critérios de conversão, em URV, da nafta petroquímica.

Portaria Minifaz nº 272, de 12.5.94

Fixa, em URV, os preços de faturamento de gás liquefeito de petróleo (GLP).

Portaria Minifaz nº 274, de 12.5.94

Fixa, em URV, os preços máximos de venda ao consumidor de derivados de petróleo e álcool etílico hidratado para fins carburantes.

Portaria Minifaz nº 275, de 12.5.94

Fixa, em URV, os preços dos derivados de petróleo.

Portaria Minifaz nº 276, de 12.5.94

Define os critérios de conversão, em URV, dos preços da cana de açúcar, do açúcar de todos os tipos, do álcool de todos os tipos, do mel residual e do mel rico invertido.

Portaria Minifaz nº 277, de 12.5.94

Define a sistemática de cálculo, em URV, dos fretes rodoviários de entrega dos combustíveis automotivos.

Portaria Interministerial nº 273, de 12.5.94

Fixa, em URV, os preços básicos da nafta petroquímica.

Portaria Interministerial nº 278, de 12.5.94

Define os critérios de conversão, em URV, dos produtos derivados de petróleo.

Lei nº 8.880, de 27.5.94 (vide Medida Provisória nº 434, de 27.2.94)

Institui a Unidade Real de Valor.

JUNHO-94**Circular BCB nº 2.423, de 1.6.94**

Define regras transitórias para efeito dos recolhimentos compulsórios e dos encaixes obrigatórios. Determina que o dia 1º.7.94 não será considerado dia útil para fins de cálculo e de cumprimento das exigibilidades dos recolhimentos compulsórios e encaixes obrigatórios sobre quaisquer títulos contábeis. No período compreendido entre 28.6.94 e 4.7.94, ficará elevado para 100% das respectivas exigibilidades, o saldo mínimo diário a ser mantido na conta "reservas bancárias" conforme definido para fins de recolhimento compulsório e encaixe sobre recursos à vista.

Circular BCB nº 2.424, de 1.6.94

Fixa em zero a posição de câmbio exclusivamente em 29 e 30.6.94, e dispõe sobre a regularização de eventuais excessos.

Circular BCB nº 2.427, de 22.6.94

Estabelece normas e procedimentos a serem observados por ocasião da troca de cruzeiros reais por reais.

Resolução CMN nº 2.081, de 24.6.94

Autoriza o Banco Central do Brasil a emitir títulos de sua responsabilidade e vendê-los a termo a instituições financeiras estaduais.

Circular BCB nº 2.428, de 24.6.94

Define condições para a venda a termo de Letras do Banco Central do Brasil (LBC) de que trata a Resolução nº 2.081, de 24.6.94.

Circular BCB nº 2.429, de 27.6.94

Autoriza os agentes financeiros captadores de depósitos de poupança a acolherem, em 4.7.94, depósitos com efeito retroativo a 1.7.94.

Circular BCB nº 2.430, de 27.6.94

Dispõe sobre a apropriação contábil de receitas e despesas durante o mês de junho.

Circular BCB nº 2.431, de 27.6.94

Estabelece normas e procedimentos a serem observados por ocasião da mudança do padrão monetário para o real.

Circular BCB nº 2.432, de 29.6.94

Redefine as regras para o cálculo da remuneração dos depósitos dos fundos de renda fixa - curto prazo junto ao Banco Central, vindo assim tornar sem efeito a disposição que especifica, relativa a esses fundos.

Circular BCB nº 2.433, de 29.6.94

Altera normas e procedimentos a serem observados por ocasião da troca de cruzeiros reais por reais.

Resolução CMN nº 2.082, de 30.6.94

Dispõe sobre os limites de emissão e a forma de lastreamento da nova unidade do Sistema Monetário Brasileiro - o real.

Resolução CMN nº 2.083, de 30.6.94

Altera disposições relativas à metodologia de cálculo da Taxa Referencial (TR).

Resolução CMN nº 2.084, de 30.6.94

Altera a Resolução nº 1.980, de 30.4.93, no que diz respeito à Unidade Padrão de Financiamento (UPF).

Resolução CMN nº 2.085, de 30.6.94

Altera a Resolução nº 1.951, de 7.8.92, que dispõe sobre a Unidade de Referência Rural e Agroindustrial (Uref).

Resolução CMN nº 2.086, de 30.6.94

Dispõe sobre a exigibilidade de aplicações em crédito rural (MCR 6-2).

Resolução CMN nº 2.087, de 30.6.94

Fixa a taxa de câmbio a ser praticada pelo Banco Central do Brasil.

Resolução CMN nº 2.088, de 30.6.94

Altera o regulamento anexo à Resolução nº 1.980, de 30.4.93, que disciplina o direcionamento dos recursos captados pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE).

Resolução CMN nº 2.089, de 30.6.94

Altera o valor nominal de títulos de responsabilidade do Banco Central do Brasil e concede competência para alteração dos valores nominais e prazos dos títulos que especifica.

Circular BCB nº 2.434, de 30.6.94

Altera disposições relativas a contratos de câmbio de exportação.

Circular BCB nº 2.435, de 30.6.94

Dispõe sobre o recolhimento do encaixe obrigatório com base nos recursos captados pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE). Determina que o recolhimento do encaixe obrigatório com base nos recursos captados pelas entidades integrantes do SBPE deve ser cumprido da seguinte forma: i) 15% em espécie; ii) 5% mediante vinculação, no SELIC, de títulos federais registrados naquele Sistema, da carteira própria da instituição financeira e não vinculados a compromissos de revenda.

Circular BCB nº 2.436, de 30.6.94

Dispõe sobre as operações ativas e passivas sujeitas a prazos mínimos realizadas no mercado financeiro, suas respectivas remunerações e consolida as normas a respeito.

Circular BCB nº 2.437, de 30.6.94

Altera os valores nominais dos Bônus do Banco Central (BBC) e das Notas do Banco Central (NBC).

Circular BCB nº 2.438, de 30.6.94

Altera disposições da Circular nº 1.979, de 27.6.91, que dispõe sobre a captação de recursos externos, com estabelecimento de vínculo a exportações (Resolução nº 1.834, de 26.6.91).

Circular BCB nº 2.439, de 30.6.94

Veda o ingresso de recursos a título de Adiantamento para Futuro Aumento de Capital e de Investimento-ponte, em antecipação a futuras conversões de dívida em investimento.

Circular BCB nº 2.440, de 30.6.94

Institui recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre depósitos a prazo, aceites cambiais e cédulas pignoratícias de debêntures. A exigibilidade será apurada mediante a aplicação da alíquota de 20% sobre o acréscimo, acaso verificado, entre

a média aritmética dos saldos diários observados no período de cálculo e a média dos saldos diários registrados no período de 27 a 30.6.94.

Circular BCB nº 2.441, de 30.6.94

Redefine regras para efeito do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório sobre recursos à vista. O recolhimento compulsório e o encaixe obrigatório incidente sobre os recursos à vista captados por bancos múltiplos com carteira comercial, bancos comerciais e caixas econômicas corresponderão às seguintes alíquotas: i) 100% sobre os depósitos à vista e sob aviso; e ii) 60% sobre os demais recursos.

Exposição de Motivos MF/SEPLAN/MPS/SAF nº 205, de 30.6.94

Faz explanação sobre o novo sistema monetário nacional - criação do REAL - a partir de 1.7.94.

Medida Provisória nº 542, de 30.6.94 (convertida na Lei nº 9.069, de 29.6.95)

Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do Real e os critérios para conversão das obrigações para o Real e dá outras providências. Os principais tópicos da medida são os seguintes: a) instituição de uma nova moeda a partir de 1º.7.94, denominada REAL, com a seguinte paridade: R\$ 1,00 = CR\$ 2.750,00; b) estabelecimento de metas quantitativas trimestrais para a base monetária; c) determinação de que obrigações pecuniárias contraídas a partir de 1º.7.94 só podem ser corrigidas após 12 meses, pelo índice de preços ao consumidor em reais (IPC-r), calculado pelo IBGE; d) reformulação do Conselho Monetário Nacional, que passou a ser integrado pelos Ministros da Fazenda e da Seplan, e pelo Presidente do Banco Central; e) criação da Comissão Técnica da Moeda e do Crédito; f) criação do Fundo de Amortização da Dívida Pública Mobiliária Federal, constituído com ações de empresas estatais, e destinado a amortizar a dívida mobiliária interna do Tesouro Nacional; g) suspensão, por 90 dias, da abertura de créditos especiais no Orçamento Geral da União, da colocação de títulos no exterior, por órgãos e entidades pertencentes à União, e da contratação de empréstimos externos ou internos, exceto para amortização de dívida; e da concessão de avais e garantias pelo Tesouro Nacional.

JULHO-94

Circular BCB nº 2.445, de 6.7.94

Veda a constituição de grupos de consórcio com prestações e crédito vinculados a índice de preços.

Circular BCB nº 2.447, de 13.7.94

Redefine regras para o recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre depósitos a prazo, recursos de aceites cambiais e cédulas pignoratícias de debêntures. A exigibilidade será apurada mediante a aplicação da alíquota de 20% sobre o acréscimo, acaso verificado, entre a média aritmética dos saldos diários observados no período de 27 a 30.6.94 (alterada pela Circular nº 2.474, de 31.8.94. Revoga a Circular nº 2.440, de 30.6.94).

Circular BCB nº 2.449, de 14.7.94

Altera para US\$ 50 milhões o valor acima do qual o excedente da posição de câmbio comprada deve ser objeto de depósito em moeda estrangeira no Banco Central do Brasil.

Circular BCB nº 2.450, de 21.7.94

Altera os custos das operações de Assistência Financeira da linha Empréstimo de Liquidez (Resolução nº 1.786, de 1.2.91).

Circular BCB nº 2.455, de 27.7.94

Institui linha de crédito de liquidez destinada à concessão de empréstimos com base em títulos públicos ou privados integrantes da posição de custódia de bancos múltiplos com carteira comercial, bancos comerciais e caixas econômicas, registrados no SELIC e na CETIP, no Sistema de Registro e de Liquidação Financeira de Títulos ou no Sistema Nacional de Debêntures.

Circular BCB nº 2.457, de 28.7.94

Admite que a exigibilidade de recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre depósitos judiciais seja cumprida mediante vinculação de títulos públicos estaduais na Cetip.

Decreto nº 1.204, de 29.7.94

Altera e consolida a regulamentação da Lei nº 8.031, de 12.4.90, que cria o Programa Nacional de Desestatização - PND e dá outras providências.

AGOSTO-94**Circular BCB nº 2.458, de 1.8.94**

Determina que a partir do ajuste de posições de 1.8.94, o acréscimo de exibibilidade de cinco pontos percentuais no recolhimento/encaixe obrigatório sobre os depósitos de poupança, a ser recolhido em títulos federais mediante vinculação ao SELIC, consoante o disposto na Circular nº 2.435, de 30.6.94, deve ser atingido conforme a captação líquida dos depósitos de poupança obtida desde 4.7.94.

Circular BCB nº 2.462, de 10.8.94

Revê critérios acerca do recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre depósitos judiciais.

Circular BCB nº 2.463, de 12.8.94

Dispõe sobre operações ativas e passivas realizadas no mercado financeiro com cláusula de reajuste por índice de preços, bem como sobre formas de remuneração e prazos mínimos de depósitos interfinanceiros, e altera o prazo de resgate de Títulos de Desenvolvimento Econômico (TDE).

Circular BCB nº 2.468, de 24.8.94

Redefine regras para efeito de recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório sobre recursos à vista.

Resolução CMN nº 2.104, de 31.8.94

Extende às operações cambiais de natureza financeira a possibilidade de serem contratadas para liquidação futura.

Resolução CMN nº 2.105, de 31.8.94

Faculta a liquidação antecipada de empréstimos externos em moeda e financiamentos à importação.

Resolução CMN nº 2.106, de 31.8.94

Altera o artigo 6º do Regulamento anexo à Resolução nº 1.980, de 30.4.93. Trata-se do direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do SBPE. Por esta Resolução o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança será o seguinte: i) 70%, no mínimo, em financiamentos habitacionais; ii) 30% em encaixe obrigatório no Banco Central do Brasil.

Resolução CMN nº 2.107, de 31.8.94

Veda a negociação, pelas instituições financeiras, de títulos de renda fixa de emissão ou aceite próprio, ou de instituições ligadas, enquanto não decorrido o prazo mínimo regulamentar.

Circular BCB nº 2.472, de 31.8.94

Altera o Regulamento do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes para: i) elevar o limite relativo a investimento brasileiro no exterior por parte de pessoas jurídicas não financeiras; ii) permitir a aquisição de imóveis, no exterior, por pessoas jurídicas sediadas no Brasil.

Circular BCB nº 2.474, de 31.8.94

Redefine a alíquota do recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre depósitos a prazo, recursos de aceites cambiais e cédulas pignoratícias de debêntures de que trata a Circular nº 2.447, de 13.7.94. A alíquota passa de 20% para 30%.

Circular BCB nº 2.475, de 31.8.94

Redefine regras acerca do recolhimento do encaixe obrigatório sobre os recursos captados pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE).

Carta Circular FIRCE nº 2.486, de 31.8.94

Possibilita a realização de operação de financiamento à importação por prazo superior a 960 dias, com pagamento à vista acima de 20%.

SETEMBRO-94**Circular BCB nº 2.476, de 8.9.94**

Redefine regras para efeito do recolhimento compulsório sobre recursos de depósitos e de garantias realizadas por bancos múltiplos detentores de carteira de investimento e/ou de crédito, financiamento e investimento, dos Bancos de Investimento e das Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento. A exigibilidade do recolhimento compulsório corresponderá às seguintes alíquotas: i) 100% da média aritmética dos saldos diários de cada período de cálculo, dos valores inscritos nos incisos I, II e III do artigo anterior; ii) 60% da média aritmética dos saldos diários de cada período de cálculo, dos valores inscritos no inciso IV do artigo anterior.

Circular BCB nº 2.477, de 9.9.94

Estabelece limites de isenção para a incidência do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo, recursos de aceites cambiais e de cédulas pignoratícias de debêntures de que trata a Circular nº 2.447, de 13.7.94. Determina que o recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo, recursos de aceites cambiais e de cédulas pignoratícias de debêntures de que trata a Circular nº 2.447, de 13.7.94, com alterações introduzidas pela Circular nº 2.474, de 31.8.94, incide apenas sobre o valor que exceder a R\$ 10 milhões, apurado conforme o campo-21 do "Demonstrativo do Saldo Exigível - Depósitos a prazo".

Resolução CMN nº 2.108, de 12.9.94

Dispõe sobre a aplicação de disponibilidades das entidades da administração federal indireta e das fundações supervisionadas pela União. Determina esta Resolução que as aplicações das disponibilidades somente poderão ser efetuadas por intermédio do Banco do Brasil ou de instituição integrante do conglomerado financeiro por ele liderado.

Circular BCB nº 2.478, de 12.9.94

Altera o Regulamento do Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes para contemplar a liquidação futura de operações de câmbio de natureza financeira e equalizar a composição da taxa de câmbio praticada no referido mercado com a que se pratica no mercado de taxas livres.

Circular BCB nº 2.479, de 12.9.94

Divulga alterações no Regulamento sobre Contratos de Câmbio e Classificação de Operações divulgado pela Circular nº 2.231, de 25.9.92, e no Regulamento de Operações de Câmbio de Natureza Financeira divulgado pela Circular nº 2.393, de 22.12.93.

Circular BCB nº 2.480, de 12.9.94

Altera a sistemática de operações de compra e de venda de moeda estrangeira, pelo Banco Central do Brasil, no mercado interbancário. As operações serão realizadas, em regra, através de leilões de câmbio nos segmentos de taxas livres e de taxas flutuantes.

Decreto nº 1.239, de 14.9.94

Regulamenta o cálculo dos índices de reposição salarial, a serem concedidos por ocasião da data-base das categorias profissionais, nos termos da Lei nº 8.880, de 27.5.94 (conversão da Medida Provisória nº 434, de 27.2.94), que instituiu a Unidade Real de Valor - URV.

Circular BCB nº 2.482 de 15.9.94

Redefine alíquotas de recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre depósitos a prazo, recursos de aceites cambiais e cédulas pignoratícias de debêntures de que trata a Circular nº 2.447, de 13.7.94. Com esta Circular o art. 3º da Circular nº 2.447, de 13.7.94, passa a ter a seguinte redação: "Art. 3º - a exigibilidade de recolhimento compulsório/encaixe obrigatório corresponderá a 30% da média dos saldos diários de cada período de cálculo, devendo ser atingida mediante o recolhimento, no mínimo, de 2% do principal dos títulos emitidos a partir de 1.9.94, de modo que, nas datas de ajuste a seguir o total recolhido corresponda aos percentuais mencionados.

Circular BCB nº 2.483, de 15.9.94

Redefine regras acerca de recolhimento do encaixe obrigatório sobre os recursos de depósitos de poupança. Determina que a exigibilidade deve ser cumprida da seguinte forma: i) 20% em espécie e ii) 10% mediante vinculação no SELIC de títulos federais registrados naquele Sistema, da carteira própria da instituição financeira e não vinculados a compromissos de revenda.

Resolução CMN nº 2.110, de 20.9.94

Regula a atuação do Banco Central do Brasil no mercado de câmbio e revoga a Resolução nº 2.087, de 30.6.94. O Banco Central fica obrigado a vender, no mercado interbancário, qualquer quantidade de dólares que for demandada à taxa cambial de R\$ 1,00 por dólar. O Banco Central poderá: i) vender dólares à taxa cambial inferior à referida acima; ii) comprar e vender outras moedas, observado o disposto neste normativo e as correlações paritárias vigentes no mercado internacional; iii) fixar os custos financeiros incidentes nas operações de câmbio que pratique, quando feriado bancário no exterior postergar a liquidação das operações contratadas.

Resolução CMN nº 2.111, de 22.9.94

Autoriza a constituição e o funcionamento de fundos de investimento no exterior, destinados à captação de recursos para aplicação em títulos representativos de dívida, negociáveis no mercado internacional.

Circular BCB nº 2.485, de 22.9.94

Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento no exterior e autoriza a aplicação de recursos dos condomínios que especifica na aquisição de quotas desses fundos.

Portaria Minifaz nº 506, de 22.9.94

Reduz as alíquotas do imposto de importação, em antecipação à TEC do Mercosul, abrangendo cerca de 3.000 produtos.

Portaria Minifaz nº 507, de 23.9.94

Reduz as alíquotas do imposto de importação, em antecipação à TEC do Mercosul, abrangendo cerca de 2.000 produtos.

Portaria Minifaz nº 492, de 24.9.94

Reduz para 20% a alíquota do imposto de importação incidente sobre cerca de 400 produtos, incluindo eletrodomésticos e automóveis.

OUTUBRO-94**Circular BCB nº 2.489, de 11.10.94**

Altera a sistemática de cálculo, colocação e resgate de quotas de Fundos de Investimento no Exterior e estabelece procedimentos para o registro e a avaliação dos títulos integrantes da carteira desses condomínios.

Resolução CMN nº 2.112, de 13.10.94

Reduz para zero por cento a alíquota do imposto de exportação, de produto nacional ou nacionalizado, com exceção de cerca de dez produtos que permanecem com alíquotas que variam de 9% a 12,75%.

Resolução CMN nº 2.113, de 19.10.94

Exclui do contingenciamento do crédito de que trata o inciso I, do artigo 4º, da Resolução nº 2.008, de 28.7.93, as operações contratadas por instituições financeiras ou sociedades de arrendamento mercantil com entidades do setor público, garantidas por duplicatas sacadas contra entidades do setor público ou privado.

Resolução CMN nº 2.114, de 19.10.94

Estabelece que as entidades fechadas e abertas de previdência privada, sociedades seguradoras e sociedades de capitalização podem aplicar recursos garantidores de suas reservas, até o limite de 10% (dez por cento), em quotas de fundos de investimento no exterior.

Resolução CMN nº 2.115, de 19.10.94

Altera dispositivos dos regulamentos anexos I, II, III e IV à Resolução nº 1.289, de 20.3.87, que disciplinam, respectivamente, a constituição, o funcionamento e a administração de Sociedades de Investimento - Capital Estrangeiro, Fundos de Investimento - Capital Estrangeiro, Carteiras de Títulos e Valores Mobiliários mantidas no país por entidades mencionadas no artigo 2º, do Decreto-lei nº 2.285/86, e Carteiras de Valores Mobiliários mantidas no país por investidores institucionais estrangeiros.

Resolução CMN nº 2.118, de 19.10.94

Fixa em três meses o prazo máximo para as operações de adiantamento, empréstimo e financiamento praticadas pelos bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, caixas econômicas e sociedades de crédito, financiamento e

investimento. Veda a essas instituições a realização de operações de crédito contratadas com empresas cujo objeto social, exclusivo ou não, seja a prática de operações de compra de faturamento (*factoring*); e operações de financiamento de capital de giro às empresas administradoras de cartão de crédito.

Circular BCB nº 2.490, de 19.10.94

Suspende por tempo indeterminado o ingresso de recursos novos no país, a título de pagamento antecipado de exportação, de que trata o artigo 7º da Circular nº 1.979, de 27.6.91.

Circular BCB nº 2.491, de 19.10.94

Determina que a autorização prévia do Banco Central do Brasil para as contratações de operações de crédito externo, de que trata o item I, da Resolução nº 125/69, sob qualquer modalidade, terá validade de 30 (trinta) dias, a contar da data de sua expedição.

Circular BCB nº 2.492, de 19.10.94

Amplia de 90 (noventa) para 540 (quinhentos e quarenta) dias o prazo mínimo de repasse dos recursos oriundos de captações externas ao amparo da Resolução nº 63/67.

Circular BCB nº 2.493, de 19.10.94

Altera o Regulamento sobre Contratos de Câmbio de Exportação, instituído pela Circular nº 2.231, de 25.9.92.

Circular BCB nº 2.494, de 19.10.94

Elimina os limites para aquisição de moeda estrangeira estabelecidos no Regulamento do Segmento de Câmbio de Taxas Flutuantes relativos a turismo, fins educacionais, tratamento de saúde, manutenção de pessoas físicas, aquisição de *software*, vencimentos e ordenados, serviços de imprensa, entre outras operações.

Circular BCB nº 2.495, de 19.10.94

Define a sistemática de operações de compra e venda de moeda estrangeira, pelo Banco Central do Brasil, no mercado interbancário.

Circular BCB nº 2.496, de 19.10.94

Suspende, por tempo indeterminado, a concessão de autorização para administrar grupos de consórcio e a formação de grupos de consórcio referenciados em eletrodomésticos e eletroeletrônicos. Fixa prazo de 12 (doze) meses para a duração de grupos de consórcio de veículos, automotores, referenciados em automóveis, camionetas e utilitários. Veda, por tempo indeterminado, a contemplação por lance em grupos de consórcio.

Portaria Minifaz nº 534, de 19.10.94

Eleva e estende a incidência do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) ao contravalor em moeda nacional da moeda estrangeira ingressada no País a título de:

I - empréstimos em moeda (alíquota de 7%); II - aplicações em fundos de renda fixa (alíquota de 9%); III - investimentos em títulos e aplicações em valores mobiliários (alíquota de 1%). A alíquota é zero nas operações de câmbio efetuadas pela União, Estados, Municípios, Distrito Federal, suas fundações e autarquias e naquelas em que sejam pagadoras no exterior organismos internacionais, agências governamentais ou entidades internacionais. Pela legislação anterior as alíquotas para essas operações eram de, respectivamente, 3%, 5% e zero.

Circular BCB nº 2.497, de 20.10.94

Exclui da limitação estabelecida na Resolução nº 2.118, de 19.10.94, as seguintes operações: financiamentos realizados com recursos oficiais federais, inclusive repasses; financiamentos para fins de aquisição de ações de empresas a serem privatizadas, no âmbito do Programa Nacional de Desestatização (PND), criado pela Lei nº 8.031/90; operações de crédito rural e as enquadráveis no Manual de Crédito Agroindustrial (MCA), inclusive as realizadas com recursos gerenciados pelo BNDES, voltadas para a área rural; financiamentos habitacionais enquadrados no artigo 6º, inciso I, do Regulamento anexo à Resolução nº 1.980/93; financiamentos ao amparo do Programa de Crédito Educativo; operações de repasses com recursos captados no exterior, sujeitos à legislação própria. A Resolução nº 2.118/94 fixou prazo máximo para operações de adiantamento, empréstimo e financiamento e vedou o financiamento de capital de giro às administradoras de cartões de crédito e às empresas cujo objeto social, exclusivo ou não, seja a prática de compra de faturamento.

Circular BCB nº 2.498, de 20.10.94

Cria títulos e subtítulos no Cosif para registro de contratos de assunção de obrigações e os inclui na base de cálculo do recolhimento compulsório/encaixe obrigatório.

Circular BCB nº 2.499, de 20.10.94

Institui o recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre operações de adiantamento, empréstimo, financiamento e de crédito, de qualquer natureza, contratadas a partir de 21.10.94, pelas instituições financeiras. A exigibilidade de recolhimento compulsório deve corresponder a 15% da média dos saldos diários da base de incidência, verificados durante o período de cálculo.

Portaria Minifaz nº 674, de 25.10.94

Dispõe sobre ressarcimento ao exportador da contribuição do PIS/Pasep e Cofins incidentes sobre produtos intermediários, às alíquotas totais de 2,65%.

Medida Provisória nº 681, de 27.10.94

Institui o Fundo de Amortização da Dívida Pública Mobiliária Federal. Referido Fundo tem como objetivo amortizar a dívida pública interna, representada por títulos de emissão do Tesouro Nacional.

Circular BCB nº 2.503, de 27.10.94

Exclui da limitação de que trata a Resolução nº 2.118, de 19.10.94, as operações de financiamento para aquisição de táxi e telefone e operações efetuadas pelas

instituições integrantes dos conglomerados financeiros estaduais com recursos orçamentários de fundos oficiais estaduais, inclusive repasses.

Circular BCB nº 2.504, de 31.10.94

Altera dispositivos da Circular nº 2.499, de 20.10.94, que dispõe sobre o cálculo do recolhimento compulsório/encaixe obrigatório. As mudanças ocorreram, basicamente, no período de cálculo do recolhimento compulsório.

Medida Provisória nº 684, de 31.10.94

Institui a Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-PASEP, do Fundo de Amparo ao Trabalhador, do Fundo da Marinha Mercante, e dá outras providências. A partir de 1º de dezembro de 1994 o Banco Central divulgará a TJLP, calculada a partir da rentabilidade nominal média, em moeda nacional, verificada em período imediatamente anterior ao de sua vigência, nos títulos da Dívida Pública externa e interna de aquisição voluntária. O Conselho Monetário baixará normas dispendo sobre período de vigência da TJLP, prazos mínimos para enquadramento dos títulos de longo prazo, especificação dos títulos da Dívida Pública interna e externa que servirão de base para cálculo da TJLP, o prazo do período de apuração da rentabilidade, etc.

NOVEMBRO-94

Circular BCB nº 2.506, de 10.11.94

Altera dispositivos das Circulares nº 2.499, de 20.10.94, e nº 2.503, de 27.10.94, que dispõem sobre o recolhimento compulsório/encaixe obrigatório e sobre operações de financiamento para aquisição de táxi e telefone, e operações efetuadas pelas instituições financeiras estaduais.

Circular BCB nº 2.507, de 11.11.94

Promove alterações nos artigos 2º e 3º da Circular nº 2.498, de 20.10.94, que criou títulos e subtítulos no Cosif.

Circular BCB nº 2.508, de 17.11.94

Redefine limite de isenção para a incidência do recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo, recursos de aceites cambiais e de cédulas pignoratícias de debêntures de que trata a Circular nº 2.447, de 13.7.94. O limite de isenção passa para R\$ 15 milhões, a partir do período de cálculo de 14 a 18.11.94.

Decreto nº 1.312, de 18.11.94

Regulamenta o capítulo V, artigos 29 a 35, da Medida Provisória nº 681, de 27.10.94, que institui o Fundo de Amortização da Dívida Pública Mobiliária Federal.

Resolução CMN nº 2.120, de 23.11.94

Inclui cerca de 30 itens (produtos químicos e petroquímicos) ao anexo da Resolução nº 2.112, de 13.10.94, que relaciona produtos sujeitos ao imposto de exportação, à alíquota de 15%, até 31.3.95.

Circular BCB nº 2.509, de 23.11.94

Antecipa a vigência do limite de isenção previsto na Circular nº 2.508/94 para o período de cálculo de 7 a 11.11.94.

Resolução CMN nº 2.121, de 30.11.94

Regulamenta a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).

Resolução CMN nº 2.122, de 30.11.94

Aprova a constituição, a organização e o funcionamento de companhias hipotecárias, as quais devem ser constituídas sob a forma de sociedade anônima, nos termos da Lei nº 6.404/76.

Resolução CMN nº 2.123, de 30.11.94

Autoriza o Banco Central do Brasil a instituir linha de empréstimo especial de médio prazo, destinada a assistir bancos múltiplos com carteira comercial, bancos comerciais e caixas econômicas.

Circular BCB nº 2.510, de 30.11.94

Disciplina a concessão de empréstimo especial de médio prazo, a bancos múltiplos com carteira comercial, bancos comerciais e caixas econômicas.

Circular BCB nº 2.511, de 30.11.94

Dispõe sobre o alcance das disposições do artigo 1º da Resolução nº 2.118, de 19.10.94, e da Circular nº 2.499, de 20.10.94. Esses normativos tratam, respectivamente, do prazo máximo para as operações de adiantamento, empréstimo e financiamento praticadas pelas instituições financeiras, e do recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre referidas operações (Voto BCB nº 562/94).

DEZEMBRO-94**Circular BCB nº 2.513, de 8.12.94**

Estabelece que não se incluem na limitação de que trata o artigo 1º da Resolução nº 2.118, de 19.10.94 (fixa em três meses o prazo máximo para operações de empréstimo e financiamento), as operações contratadas com estados, municípios e suas respectivas autarquias (Voto BCB nº 570/94).

Circular BCB nº 2.514, de 8.12.94

Estabelece que não se incluem na limitação de que trata o artigo 1º da Resolução nº 2.118, de 19.10.94 (fixa em três meses o prazo máximo para operações de empréstimo e financiamento), as operações de crédito realizadas com recursos livres da caderneta de poupança rural nas seguintes linhas de crédito:

- i) apoio à comercialização de produtos agropecuários;
- ii) *warrantagem* de álcool (Voto BCB nº 572/94).

Circular BCB nº 2.515, de 8.12.94

Admite que até 1/3 do encaixe obrigatório mantido no Banco Central do Brasil, com recursos captados em depósitos de poupança rural, seja atendido com base em saldo de aplicações em crédito rural formalizadas a partir de 9.12.94, data de publicação desta Circular, e destinadas às seguintes finalidades:

- i) custeio agrícola da safra de verão 1994/95;
- ii) EGF de trigo, safra 1994 (Voto BCB nº 573/94).

Circular BCB nº 2.516, de 9.12.94

Estabelece que não se incluem na limitação de que trata o artigo 1º da Resolução nº 2.118, de 19.10.94 (fixa em três meses o prazo máximo para operações de empréstimo e financiamento) as operações de crédito destinadas à aquisição de veículos automotores especialmente adaptados para utilização por parte de pessoas portadoras de deficiência física.

Circular BCB nº 2.517, de 9.12.94

Permite que as administradoras das carteiras de fundos de investimento em *commodities* passem a aplicar 100% dos recursos de seus clientes, em títulos públicos federais.

Circular BCB nº 2.519, de 15.12.94

Altera dispositivos dos regulamentos anexos às Circulares nº 2.209/92 e nº 2.420/94. O primeiro normativo consolida as normas que regulamentam a constituição e o funcionamento dos fundos de aplicação financeira. O segundo regulamenta a constituição dos fundos de renda fixa - curto prazo e fundos de investimento em quotas de fundos de renda fixa - curto prazo.

Circular BCB nº 2.521, de 19.12.94

Redefine regras para efeito do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório sobre recursos à vista. O recolhimento compulsório/encaixe obrigatório incidente sobre recursos à vista captados por bancos múltiplos corresponde à seguinte alíquota: i) 90% sobre os depósitos à vista e sob aviso (pela Circular nº 2.441/94 a alíquota era de 100%).

Resolução CMN nº 2.127, de 21.12.94

Faculta às instituições financeiras públicas estaduais a cessão, a instituições não-financeiras, de direitos creditórios oriundos de operações com órgãos ou entidades do correspondente governo e estabelece condições para renegociação das respectivas dívidas.

Resolução CMN nº 2.131, de 21.12.94

Dispõe sobre o cálculo do fator de redução de que trata o art. 5º da Medida Provisória nº 743, de 2.12.94. Trata-se da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).

Decreto nº 1.343, de 23.12.94

Altera a Tarifa Aduaneira do Brasil - TAB para aplicação da TEC aprovada pelo Mercosul.

Decreto nº 1.349, de 28.12.94

Autoriza depósito de ações de propriedade da União no Fundo de Amortização da Dívida Pública Mobiliária Federal. As ações são da TELEBRÁS, Companhia Vale do Rio Doce, ELETROBRÁS, PETROBRÁS, Banco do Brasil, Banco do Nordeste, Banco da Amazônia, Centrais Elétricas de Santa Catarina e Indústria e Comércio Chapecó.

Resolução CMN nº 2.136, de 28.12.94

Reduz para zero a alíquota do imposto de exportação de que trata o Decreto-lei nº 1.578, de 11.10.77, exceto para a exportação de produtos anexos a esta Resolução (revoga a Resolução nº 2.112, de 13.10.94).

Portaria Interministerial nº 702, de 28.12.94

Cria grupo de trabalho visando integrar os sistemas de informação da Secretaria da Receita Federal, Secretaria de Comércio Exterior e Banco Central do Brasil, e determina medidas de ação conjunta com o objetivo de identificar e coibir operações externas que caracterizem a ocorrência de fraude cambial ou evasão fiscal, através de preços de transferência.

Resolução CMN nº 2.140, de 29.12.94

Reduz para zero a alíquota do imposto de exportação incidente nas operações destinadas aos países do Mercosul, para produtos relacionados neste normativo, permanecendo em vigor, para o resto do mundo, as alíquotas fixadas na Resolução nº 2.136, de 28.12.94.

Circular BCB nº 2.532, de 29.12.94

Redefine alíquota do recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre depósitos a prazo, recursos de aceites cambiais e de cédulas pignoratícias de debêntures de que trata a Resolução nº 2.447, de 13.7.94. O "caput" do art. 3º da Circular nº 2.447, de 13.7.94, passa a vigorar com a seguinte redação: " a exigibilidade de recolhimento compulsório/encaixe obrigatório corresponderá a 27% da média aritmética dos saldos diários de cada período de cálculo". Pela Circular nº 2.447/94 a alíquota era de 20%.

JANEIRO-95**Circular BCB nº 2.533, de 4.1.95**

Dispõe sobre a publicação das demonstrações financeiras da data-base de 31.12.94.

Circular BCB nº 2.534, de 11.1.95

Exclui as operações de adiantamento sobre contratos de câmbio da base de cálculo de recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre operações de adiantamento, empréstimo, financiamento e de crédito, de que trata a Circular nº 2.499, de 20.10.94.

Circular BCB nº 2.537, de 19.1.95

Estabelece que o recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre as operações passivas de que trata o inciso VI do art. 1º da Circular nº 2.511, realizadas até 13.7.94, poderá ser efetuado mediante vinculação, no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), de títulos federais registrados naquele sistema, da carteira própria da instituição financeira e não vinculados a compromissos de revenda (voto DIPOM-DINOR 024/95).

Medida Provisória nº 841, de 20.1.95

Amplia o Programa de Privatização, que passa a incorporar as instituições financeiras controladas direta ou indiretamente pela União e os serviços públicos objeto de concessão, permissão ou autorização, como eletricidade, portos e transporte. Além disso, cria o Conselho Nacional de Desestatização, em substituição à atual comissão, e passa a considerar a redução da dívida e melhoria de seu perfil entre os objetivos do Programa.

Circular BCB nº 2.538, de 24.1.95

Restabelece o pagamento antecipado de exportação, sujeito ao registro no FIRCE, pelo prazo mínimo de 360 dias.

Circular BCB nº 2.539, de 25.1.95

Eleva os prazos máximos dos ACC e do pagamento antecipado e elimina a classificação dos exportadores por porte; os novos prazos são de 60 dias para os produtos essenciais ao abastecimento interno e de 180 dias para os demais casos (alterado pela Circular nº 2.550, de 10.3.95).

Resolução CMN nº 2.141, de 30.1.95

Altera condições para venda a termo de Letras do Banco Central do Brasil, de que trata a Resolução nº 2.081, de 24.6.94

FEVEREIRO-95**Decreto nº1.391, de 10.2.95**

Eleva a alíquota do imposto de importação (de 20% para 32%) incidente sobre veículos de passeio, ônibus e caminhões. Em setembro de 1994 o Governo havia reduzido a alíquota de 35% para 20%. Com esse normativo a tarifa irá baixando, gradativamente, até o ano 2001, quando alcançará novamente os 20%. Até lá, obedecerá o seguinte cronograma:

Ano	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
%	32	30	28	26	24	22	20

Lei nº 8.987, de 13.2.95

Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no art. 175 da Constituição Federal, e dá outras providências. Entre os

serviços públicos que podem ser operacionalizados pela iniciativa privada estão: energia elétrica, os transportes, a construção de rodovias, portos e aeroportos, saneamento básico, abastecimento de água, além de outros.

"Com a concessão, o particular prestará serviços públicos em nome do Estado, através de contratos, explorando bens que reverterão ao poder público, mesmo que os empreendimentos tenham sido realizados com o capital privado. O particular se remunerará pela cobrança de tarifas. A essência das privatizações tradicionais é a alienação, pelo Governo, de um patrimônio público, mediante leilão. Entretanto, na concessão, os bens públicos permanecerão como propriedade do Estado. Logo, são processos diferentes. Naturalmente, um não substitui o outro, mas a avenida que se abre com essa Lei de Concessões, para que nós dinamizemos as ações, em termos de infra-estrutura, é enorme e é imediata". (Trecho do pronunciamento do Presidente da República na solenidade de sanção da Lei de Concessão dos Serviços Públicos).

Medida Provisória nº 890, de 13.2.95

Estabelece normas para outorga e prorrogação das concessões e permissões de serviços públicos de que trata a Lei nº 8.987, de 13.2.95. No conjunto de normas cabe destacar as noções básicas para o novo modelo institucional do setor elétrico, e as regras de prorrogação de concessões, fixando critérios distintos para geração, transmissão e distribuição de energia elétrica.

"Com essa Medida Provisória, as concessionárias de serviços públicos, já incluídas no Programa Nacional de Desestatização, tais como a Light, a Escelsa e Rede Ferroviária Federal, passam a ter a garantia da assinatura de um novo contrato de concessão. De outra maneira, nós não teríamos como privatizar sem, na verdade provocar um prejuízo grande ao patrimônio público, porque nós estaríamos tentando privatizar algo que já não teria mais caminho pela frente. Aqui nós restabelecemos estes caminhos e, naturalmente, as avaliações terão de ser feitas tendo em vista também esta perspectiva de um exploração mais estável". (Trecho do pronunciamento do Presidente da República na solenidade de assinatura desta Medida Provisória).

Decreto nº1.397, de 16.2.95

Eleva a alíquota do imposto sobre Produtos Industrializados incidente sobre carros populares (de até 1000 cilindradas), que passa de 0,1% para 8%. Essa medida entra em vigor a partir de 17.2.95.

Resolução CMN nº 2.142, de 22.2.95

Suspende, temporariamente, a contratação de operações de arrendamento mercantil tendo por objeto automóveis, camionetas e utilitários.

Resolução CMN nº 2.143, de 22.2.95

Suspende, temporariamente, as seguintes operações: a) aplicação de recursos das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil em contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem assim em títulos ou certificados representativos desses contratos; b) realização, por parte de instituições financeiras, de operações de crédito que tenham por garantia ou lastro contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem assim em títulos ou certificados representativos desses

contratos; c) aplicação de recursos garantidores das reservas técnicas das entidades fechadas de previdência privada na concessão de empréstimos aos participantes, excluídos os financiamentos imobiliários; d) aquisição e a retrocessão de direitos creditórios oriundos de operações comerciais ou de prestação de serviços, de que trata a Resolução nº 2.026, de 24.11.93.

Resolução CMN nº 2.144, de 22.2.95

Esclarece que qualquer operação praticada por empresa de fomento mercantil ("factoring") que não se ajuste ao disposto no art. 28, parágrafo 1º, alínea "c.4", da Lei nº 8.981, de 20.1.95, e que caracterize operação privativa de instituição financeira, nos termos do art. 17, da Lei nº 4.595, de 31.12.64, constitui ilícito administrativo e criminal. O art. 28, supramencionado, conceitua como "factoring" a atividade de prestação cumulativa e contínua de serviços de assessoria creditícia, mercadológica, gestão de crédito, seleção e riscos, administração de contas a pagar e a receber, compras de direitos creditórios resultantes de vendas mercantis a prazo ou de prestação de serviços.

Veda a aplicação de recursos garantidores das reservas técnicas das entidades fechadas de previdência privada em certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica de emissão ou de responsabilidade de órgãos ou entidades referidos no art. 1º da Resolução nº 2.008, de 28.07.93.

Estabelece que as posições detidas nesta data pelas instituições financeiras, demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e entidades fechadas de previdência privada nas modalidades operacionais referidas nos arts. 1º e 2º poderão ser mantidas até seu vencimento, vedada a renovação.

Circular BCB nº 2.543, de 22.2.95

Fixa prazo máximo de seis meses para a duração de grupos de consórcio referenciados em automóveis, camionetas e utilitários, constituídos a partir de 23.2.95. Com relação a lances, em grupos de consórcio, deve ser observado o seguinte: I) permanece vedada a contemplação por lance nos grupos constituídos a partir de 20.10.94; II) nos grupos constituídos anteriormente a 20.10.94, o valor de cada lance não poderá ultrapassar o equivalente a 10% do valor do bem referenciado no contrato.

MARÇO-95

Comunicado Depin nº 4.479, de 6.3.95

Estabelece faixas de flutuação da taxa de câmbio (bandas), com intervenção do BACEN toda vez que a taxa atingir os limites inferior ou superior, podendo também atuar no interior da faixa para prevenir oscilações indevidas.

Medida provisória nº 936, de 7.3.95

Altera, a partir do mês de abril, a data do pagamento da folha salarial dos funcionários públicos federais - Poder Executivo - e das empresas estatais. O pagamento será efetuado entre o 2º e 5º dia útil do mês subsequente ao mês trabalhado. Se as empresas, bancos oficiais ou mesmo a União tiverem condições de fazer alguma antecipação do pagamento salarial, esta será limitada a 40% dos

vencimentos. A estimativa é de que o Tesouro Nacional terá uma folga de caixa da ordem de R\$ 2,2 bilhões, tendo em vista que a folha de dez/95 só será paga em jan/96.

Decreto nº1.410, de 7.3.95

Determina que as empresas estatais devem efetuar, em 1995, redução mínima de 10% nas rubricas "pessoal e encargos sociais" e "serviços de terceiros", "utilidades e serviços" e "outros dispêndios correntes". Para as instituições financeiras públicas federais a redução será de 15%. Os planos de redução deverão ser aprovados pelo Conselho de Administração e homologados pelo Ministro de Estado sob cuja supervisão se encontre a entidade. O Conselho de Coordenação e Controle das Empresas Estatais poderá aprovar excepcionalidades ao que dispõe este Decreto, à vista de proposta fundamentada, encaminhada pelo Ministro de Estado ao qual esteja vinculado o órgão.

Decreto nº 1.411, de 7.3.95

Determina uma reavaliação dos contratos em vigor e das licitações em curso, na esfera dos órgãos e entidades da administração pública federal. As reavaliações deverão estar concluídas no prazo máximo de noventa dias (até 8 de junho), não podendo das mesmas resultar: aumento de preços unitários; aumento de quantidades; redução da periodicidade dos pagamentos ou dos reajustes; redução da qualidade dos bens fornecidos ou dos serviços prestados; e outras modificações contrárias ao serviço público. O que motivou a adoção desta medida foi a constatação de que o controle das despesas na "boca do caixa" tem implicado em distorções das prioridades orçamentárias e na elevação dos custos dos contratos públicos, em vista dos previsíveis atrasos dos pagamentos. Frequentemente, os contratos públicos são realizados em condições desfavoráveis que encarecem as compras do Governo.

Decreto nº 1.412, de 7.3.95

Estabelece que a partir de 2 de junho de 1995, os recursos financeiros para pagamento do pessoal civil dos órgãos da administração pública federal direta, do Poder Executivo, e demais entidades que recebam, a esse título, transferências do Tesouro Nacional, somente serão liberados após prévia contabilização da folha de pagamento, mediante utilização conjunta do Sistema Integrado de Administração de Recursos Humanos (SIAPE) com o Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal (SIAFI). Pretende-se, com isto, evitar que os recursos destinados à folha de pagamentos sejam utilizados para cobrir despesas de outra natureza.

Exposição de Motivos do Minifaz nº 89, de 7.3.95

Submete ao Presidente da República proposta relativa ao estabelecimento de medidas complementares ao saneamento dos bancos oficiais. As medidas inserem-se no processo de adaptação daquelas instituições ao ambiente de estabilidade econômica e competitividade operacional hoje vigente, objetivando, inclusive, viabilizar eventual transferência de seus controles acionários a grupos privados. Na E.M. o Ministro da Fazenda enfatiza que alguns bancos oficiais vêm, de longa data, apresentando problemas de ordem econômico-financeira, em decorrência da excessiva concentração de créditos, com elevado grau de inadimplemento, em particular junto ao controlador e empresas ligadas. Adicionalmente, o carregamento de significativo volume de títulos públicos de emissão dos próprios Estados, no caso

dos bancos estaduais, toma essas instituições altamente dependentes de recursos no mercado financeiro, a taxas que, geralmente, se situam bem acima daquelas regularmente praticadas.

Depois de outras considerações, o Ministro conclui a explanação recomendando a adoção de medidas que conduzam a um efetivo ajustamento do setor, as quais envolvem a necessidade de os Estados devedores adimplirem suas obrigações junto aos respectivos bancos, bem assim a capitalização, o corte de custos fixos, o ajustamento na cobrança de serviços prestados aos Estados e entidades vinculadas, e a adequação do volume operacional ao seu ponto de equilíbrio.

A urgência requerida na adoção de medidas saneadoras e o reconhecimento das dificuldades que os Governos Estaduais enfrentariam para implantá-las em curto período, aconselharam a utilização do instrumento do regime de administração especial temporária, instituído pelo Decreto-lei nº 2.321, de 25 de fevereiro de 1987, no Banco do Estado de São Paulo S.A., Banco do Estado do Rio de Janeiro S.A., Banco do Estado de Alagoas S.A. e, mais recentemente, no Banco do Estado do Mato Grosso S.A., mediante nomeação pelo Banco Central do Brasil de Conselho Diretor, o qual, nos moldes definidos por aquele instrumento legal, passará a conduzir o processo de reestruturação e de ajustamento de tais entidades.

Não obstante, complementarmente a essas ações emergenciais que vêm sendo adotadas no âmbito do Banco Central do Brasil, urge que sejam viabilizadas medidas de caráter definitivo que garantam níveis de capitalização e de eficiência operacional compatíveis com o grau de exigência hoje determinado pelo setor. Além disso, há que se minimizar o risco da ocorrência de ingresso de novas instituições oficiais em regimes especiais de administração, ou mesmo de liquidação extrajudicial, com todos os prejuízos ao patrimônio público que tais atos implicam e sem a garantia de que, uma vez saneadas e restituídas aos controladores originais, não se repitam as causas que determinaram a situação de insolvência verificada.

Exposição de Motivos do Minifaz nº 90, de 7.3.95

Propõe que sejam alienadas ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) as quotas do Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND), pertencentes à União. De natureza autárquica e personalidade jurídica de direito público, o FND foi criado pelo Decreto-lei nº 2.288, de 23 de julho de 1989, com a finalidade de prover recursos para a realização de investimentos de capital necessários à dinamização do desenvolvimento nacional e apoio a iniciativa privada na organização e ampliação de suas atividades econômicas.

Resolução CMN nº 2.147, de 9.3.95

Revoga a permissão para pagamento antecipado de empréstimos em moeda e financiamentos à importação.

Circular BCB nº 2.545, de 9.3.95

Reduz de 540 dias para 90 dias o prazo mínimo para repasse interno de recursos captados ao amparo da Resolução nº 63.

Circular BCB nº 2.546, de 9.3.95

Estabelece prazo médio de amortização de, no mínimo, 24 meses, para a contratação de empréstimos externos.

Circular BCB nº 2.547, de 9.3.95

Estabelece prazos mínimos para as renovações ou prorrogações de operações de créditos externos mediante lançamento de títulos no exterior e para efeito de redução do imposto de renda sobre as remessas de juros, comissões e despesas.

Circular BCB nº 2.548, de 9.3.95

Reduz de US\$ 10 milhões para US\$ 1 milhão o valor da posição comprada de câmbio, no segmento de taxas flutuantes, que os bancos poderão manter, sem necessidade de depósito do Bacen. Para os operadores credenciados, o limite da posição comprada foi reduzido de US\$ 1 milhão para US\$ 500 mil. As novas condições são aplicáveis a partir da posição de câmbio de 17.3.95.

Circular BCB nº 2.549, de 9.3.95

reduz de US\$ 50 milhões o valor da posição comprada de câmbio, no segmento de taxas livres, que os bancos poderão manter, sem necessidade de depósito no Bacen, a vigorar a partir da posição de câmbio do dia 17.3.95.

Comunicado Decam nº 4.492, de 10.3.95

Estabelece faixa de flutuação da taxa de câmbio entre R\$ 0,88 para compra e R\$ 0,93 para venda nos segmentos de taxas livre e flutuante, com o Banco Central efetuando as intervenções sempre que estes limites forem atingidos pelas taxas de mercado. Foram revogadas as disposições contidas no Comunicado nº 4.479, de 6.3.95.

Resolução CMN nº 2.148, de 16.3.95

Faculta a captação de recursos externos para financiamento de custeio, investimento e comercialização da produção agropecuária.

Medida provisória nº 947, de 22.3.95

Institui mudanças na legislação do imposto de renda, com destaque para as seguintes alterações:

- a) o saldo do imposto a pagar em 1996 só pode ser parcelado em, no máximo, quatro quotas (antes podia ser parcelado em seis quotas);
- b) utilização da UFIR para corrigir as quotas do imposto de renda a pagar e a restituir, referente ao ano-base de 1994. A Lei nº 8.981, de 20.1.95, estabelecia que a atualização das quotas seria feita mediante aplicação da taxa de juros de captação do Tesouro Nacional, relativa à Dívida Mobiliária Federal Interna;
- c) o prazo para pagamento do IRPJ e da contribuição social sobre o lucro passa do último dia útil do 2º decêndio do mês subsequente ao da ocorrência dos fatos geradores, para o último dia útil do mês subsequente;

- d) acrescenta às deduções permitidas às pessoas jurídicas, para efeito de apuração do imposto a pagar mensalmente, os incentivos referentes a atividades culturais;
- e) o prazo para pagamento do saldo do IRPJ, apurado em 31 de dezembro, passou do último dia útil do mês de janeiro para o último dia útil do mês de março. Nos casos em que o saldo apurado seja negativo, a compensação será feita a partir do mês de abril, e não mais a partir de fevereiro;
- f) sujeita as pessoas jurídicas a um adicional do imposto de renda, à alíquota de 10% incidente sobre o lucro real superior a R\$ 204 mil e lucro arbitrado superior a R\$ 17 mil. Para as instituições financeiras a alíquota é de 15%;
- g) altera a base de cálculo da contribuição social sobre o lucro das instituições financeiras, que passa a ser o valor correspondente a 9% da receita bruta ajustada (antes a base de cálculo era o valor total da receita bruta ajustada);
- h) restringe ao exercício de 1995 o limite de 30% do lucro líquido para compensação de prejuízos fiscais apurados pelas empresas até o final de 1994.

Medida Provisória nº 948, de 23.3.95

Amplia o incentivo às exportações aumentando de 2,65% para 5,37% o crédito fiscal concedido ao produtor exportador, instituído pela MP nº 674, de 25.10.94. Com a nova Medida, o produtor fará jus a crédito presumido do IPI, como ressarcimento do PIS e da COFINS incidentes sobre as respectivas aquisições, no mercado interno, de matérias primas, produtos intermediários, e material de embalagem, para utilização no processo produtivo. Em caso de comprovada impossibilidade de utilização de crédito presumido em compensação ao IPI devido ao exportador, nas operações de venda no mercado interno, far-se-á o ressarcimento em moeda corrente.

Lei complementar nº 82, de 27.3.95

Estabelece que as despesas totais com pessoal ativo e inativo da administração direta e indireta, inclusive fundações, empresas públicas e sociedades de economias mistas, pagas com receitas correntes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios não poderão, em cada exercício, exceder:

- I) no caso da União, a 60% da receita corrente líquida, entendida esta como sendo o total da receita corrente, deduzidos os valores correspondentes às transferências por participações, constitucionais e legais, dos Estados, Distrito Federal e Municípios na arrecadação de tributos de competência da União, bem como as receitas de que trata o art. 239 da Constituição Federal, e, ainda, os valores correspondentes às despesas com o pagamento de benefícios no âmbito do Regime Geral da Previdência Social;
- II) no caso dos Estados, a sessenta por cento das respectivas receitas correntes líquidas, entendidas como sendo os totais das respectivas receitas correntes, deduzidos os valores das transferências por participações, constitucionais e legais, dos Municípios na arrecadação de tributos de competência dos Estados;
- III) no caso do Distrito Federal e dos Municípios, a sessenta por cento das respectivas receitas correntes.

Se as despesas de que trata esta medida excederem, no exercício da publicação desta Lei Complementar, aos limites fixados, deverão retornar àqueles limites no

prazo máximo de três exercícios financeiros, a contar daquele em que esta Lei Complementar entrar em vigor, à razão de um terço do excedente por exercício.

A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios publicarão, até trinta dias após o encerramento de cada mês, demonstrativo da execução orçamentária, do mês e até o mês, explicitando, de forma individualizada, os valores de cada item considerado para efeito do cálculo das receitas correntes líquidas, das despesas totais de pessoal e, conseqüentemente, da referida participação.

Esta Lei Complementar entra em vigor no primeiro exercício financeiro subsequente ao de sua publicação.

Resolução CMN nº 2.149, de 29.3.95

Altera a Resolução nº 2.138, de 29.12.94, de forma a permitir que as instituições financeiras possam realizar, no mercado de balcão, operações com "warrants" (opções não padronizadas).

Resolução CMN nº 2.150, de 29.3.95

Prorroga de 15.12.94 (Res. 2.080/94) para 15.4.95 o prazo para que as instituições financeiras mantenham escriturada em conta especial a parcela relativa às operações de repactuação de dívidas de produtores rurais vencidas até 31.12.92, decorrentes dos efeitos do Plano de Estabilização Econômica editado em março de 1990, em razão de terem sido seus saldos devedores corrigidos por índice superior àquele utilizado para correção dos preços mínimos.

Resolução CMN nº 2.151, de 29.3.95

Revoga o inciso II do artigo 5º da Resolução nº 2.148, de 16.3.95. Referido inciso estabelecia limites, por instituição financeira, para captação de recursos externos para financiamento da produção agrícola.

Decreto nº 1.427, de 29.3.95

Eleva para 70% as alíquotas "ad valorem" do imposto de importação incidentes sobre cerca de 100 produtos classificados nos códigos da Nomenclatura Comum do MERCOSUL. Os principais produtos constantes deste decreto são: automóveis de passageiros, motocicletas, freezers, secadores de roupa, máquinas de lavar roupa, máquinas de lavar louça, enceradeiras, liquidificadores, ferros elétricos, fornos de micro-ondas, panelas, fritadoras, telefones sem fio, telefone celular, vídeo cassete, aparelhos de som e televisores.

Evolução da alíquota do imposto de importação sobre automóveis

Período	Alíquota
1990	85%
1991	60%
1992 (Jan/Set)	50%
1992 (Out/Dez)	40%
1993-1994/Set	35%
Out/94 - 10.2.95	20%
11.2.95 - 30.3.95	32%
A partir de 31.3.95	70%

Circular BCB nº 2.553, de 30.3.95

Amplia a lista de produtos para os quais é permitida a contratação de câmbio com anterioridade de até 180 dias ao embarque das mercadorias.

Lei nº 9.019, de 31.3.95

Dispõe sobre a ampliação do Acordo Antidumping e do Acordo de Subsídios e direitos compensatórios, em conformidade com o GATT/OMC.

ABRIL-95**Decreto nº 1.453, de 11.4.95**

Reduz faixas de 2% a 18%, para zero, das alíquotas de importação sobre 136 itens nos setores de alimentos, plásticos, produtos químicos, aço, alumínio e matérias-primas para a indústria têxtil até 30.4.95, após o que será discutida no âmbito do Mercosul, para definição da lista de exceção à TEC.

Circular BCB nº2.559, de 20.4.95

Permite alteração do agente de operação em caso de renovação ou prorrogação de empréstimos externos mediante lançamento de títulos.

Circular BCB nº2.560, de 20.4.95

Autoriza repactuação de aplicações em valores mobiliários de renda fixa efetuados nos Anexos I a IV, sem a necessidade de liquidação de operação.

Circular BCB nº2.561, de 20.4.95

Limita em 20% o pagamento antecipado de importação com prazo de até 360 dias.

Circular BCB nº2.562, de 20.4.95

Promove alterações na Circular nº 2.447, de 13.7.94, que redefine regras para o recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre depósitos a prazo, recursos de aceites cambiais e cédulas pignoratícias de debêntures. As principais alterações foram as seguintes: a) elevação, de 27% para 30% do recolhimento compulsório sobre os recursos captados em Certificados de Depósitos Bancários e outros depósitos a prazo que ultrapassem o saldo de R\$ 15 milhões; b) criação de um compulsório adicional de 60%, para todas as captações em títulos privados dos bancos que ultrapassem metas semanais fixadas pelo Banco Central.

Resolução nº 2.152, de 27.4.95

Permite aos bancos de desenvolvimento financiar projetos de desenvolvimento no país, empreendidos por empresas estrangeiras, com recursos captados no exterior.

Resolução CMN nº 2.153, de 27.4.95

Exclui da limitação de crédito ao setor público, de que trata a Res. nº 2.008, de 28.7.93, " novas operações de crédito a serem contratadas nos exercícios de 1995 e 1996, com recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), desde que os desembolsos respectivos fiquem limitados aos montantes de R\$ 500 milhões e R\$ 530 milhões.

Resolução CMN nº 2.154, de 27.4.95

Veda às instituições do Sistema Financeiro Nacional: a) a realização de operações de crédito garantidas com cheques, e de desconto de cheques; b) a prestação de serviços de custódia física e eletrônica de cheques. A inobservância das disposições desta Resolução será considerada falta grave.

Resolução CMN nº 2.155, de 27.4.95

Transfere os recursos existentes no FUNCHEQUE para a Reserva para a Promoção da Estabilidade da Moeda e do Uso do Cheque - RECHEQUE. Determina que a utilização da RECHEQUE em campanhas de divulgação e promoção da defesa da estabilidade da moeda e do uso correto do cheque se faça pelo Banco Central, ou por meio de convênio deste com entidades da Administração Pública Federal direta e indireta.

Resolução CMN nº 2.156, de 27.4.95

Veda às instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional, inclusive aos fundos de investimento, a aquisição, coobrigação e/ou intermediação de notas promissórias emitidas pelas sociedades por ações, destinadas a oferta pública, exceção feita as integrantes, nesta data, das respectivas carteiras, as quais poderão ser negociadas até a data de seu vencimento. As notas promissórias não poderão ser objeto de renovação ou prorrogação do prazo.

Decreto nº 1.469, de 27.4.95

Eleva de 6% para 18% o Imposto Sobre Operações Financeiras (IOF) incidente sobre operações de empréstimos concedidos pelos bancos às pessoas físicas. Esta medida

abrange, entre outras operações, os saldos negativos de cheques especiais, dívidas de cartão de crédito e notas promissórias.

Decreto nº 1.471, de 27.4.95

Inclui cerca de 150 produtos na lista de exceção à TEC, que totaliza 450 produtos; o anexo I inclui os 109 produtos cujas alíquotas foram elevadas para 70% em 29.3.95, dos quais 23 tiveram as alíquotas rebaixadas aos níveis compatíveis com o GATT/OMC; anexo II: grupamento em podem ser alterados os produtos como também as alíquotas a cada 90 dias (61 produtos); anexo III: só podem ser alteradas as alíquotas (83 produtos); dos 144 produtos dos anexos II e III, 97 tiveram redução tarifária, 44 tiveram elevação (arroz, leite em pó) e 3, ficaram inalteradas.

Circular BCB nº 2.563, de 27.4.95

Cria subtítulo no COSIF e institui recolhimento compulsório sobre a concessão de aval, fiança ou outras garantias em operações de empréstimos/financiamentos entre pessoas físicas ou jurídicas não financeiras. O recolhimento deve corresponder a 60% da média aritmética dos saldos diários das operações contratadas a partir de 20.4.95, apurada para o respectivo período de cálculo.

Circular BCB nº 2.565, de 27.4.95

Eleva de 50% o limite de posição vendida de câmbio no segmento flutuante, calculado em função do patrimônio líquido de cada instituição.

Circular BCB nº 2.566, de 27.4.95

Determina que os bancos autorizados a operar em câmbio devem constituir depósito em moeda estrangeira, junto ao Banco Central, de sua posição de câmbio comprada excedente de US\$ 5 milhões, eventualmente ocorrida no encerramento do seu movimento diário, consideradas globalmente todas as moedas e o conjunto de suas dependências no país.

MAIO-95

Decreto nº 1.481, de 3.5.95

Ficam incluídas no Programa Nacional de Desestatização - PND, para os fins da Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, as empresas:

- I - Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - ELETROBRÁS;
- II - FURNAS - Centrais Elétricas S.A.;
- III - Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A. - ELETRONORTE;
- IV - Centrais Elétricas do Sul do Brasil S.A. - ELETROSUL;
- V - Companhia Hidroelétrica do São Francisco - CHESF.

Resolução CMN nº 2.160, de 5.5.95

Altera o prazo fixado no art. 4º inciso I, da Resolução nº 2.080, que dispõe sobre renegociação de dívidas de produtores rurais.

Decreto nº 1.485, de 9.5.95

Exclui do Programa Nacional de Desestatização a participação acionária da Petrobrás Química S.A. - PETROQUISA, na Petroquímica Triunfo S.A.

Circular BCB nº 2.570, de 10.5.95

Redefine e consolida as regras para o recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre depósitos a prazo, recursos de aceites cambiais e cédulas pignoratícias de debêntures.

Decreto nº 1.488, de 11.5.95

Regulamenta o acordo de salvaguardas nos termos do GATT/OMC, no sentido de prevenir aumentos abruptos de importação, que fragilizem o equilíbrio do balanço de pagamentos e a sobrevivência da indústria nacional.

Decreto nº 1.490, de 15.5.95

Eleva a alíquota de importação de 12 itens do grupamento de calçados, de 20% para o máximo de 63% e mínimo de 47%, que se reduzirão a 56% e 44%, respectivamente, a partir de 1.1.96 e retornarão a 20% em 1.4.96. Libera linha especial de financiamento do BNDES para a melhoria da competitividade do setor calçadista. Aumenta limite de importação em 1995 pela Zona Franca de Manaus, de US\$ 2.035 milhões para US\$ 2.180 milhões.

Decreto nº 1.495, de 18.5.95

Extingue o regime de draw-back para a importação de petróleo e derivados destinados à produção de bens exportáveis e consequente eliminação da isenção do imposto de importação.

Circular BCB nº 2.573, de 18.5.95

Altera remuneração do recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre os depósitos a prazo, recursos de aceites cambiais e cédulas pignoratícias de debêntures.

Decreto nº 1.503, de 25.5.95

Inclui no Programa Nacional de Desestatização - PND, para fins da Lei nº 8.031, de 12.4.90, as seguintes empresas: ELETROBRÁS, FURNAS, ELETRONORTE, ELETROSUL E CHESF.

Resolução CMN nº 2.161, de 31.5.95

Altera o período de apuração da rentabilidade da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), que passa de trimestral para semestral, e promove outras alterações na Resolução nº 2.121, de 30.11.94, que regulamentou a TJLP.

Circular BCB nº 2.576, de 31.5.95

Altera a alíquota do recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre operações de adiantamento, empréstimo, financiamento e de crédito, de que trata a Circular nº 2.499, de 20.10.94.

Circular BCB nº 2.577, de 31.5.95

Revê critérios acerca do recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre depósitos judiciais.

JUNHO-95**Decreto nº 1.510, de 1.6.95**

Inclui a Companhia Vale do Rio Doce no Programa Nacional de Desestatização - PND.

Circular BCB nº 2.579, de 7.6.95

Reduz de 15% para 10% a alíquota do recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre operações de adiantamento, empréstimo, financiamento e de crédito de que trata a Circular nº 2.499, de 20.10.94.

Circular BCB nº 2.580, de 7.6.95

Redefine as regras para o recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre depósitos a prazo, recursos de aceites cambiais, cédulas pignoratícias de debêntures e títulos de emissão própria.

Medida Provisória nº 1.024, de 13.6.95

Toma as seguintes providências: redução da alíquota do imposto de importação de 18% para 2%, até 31.12.99, para as montadoras e fabricantes de veículos que comprarem, no exterior, bens de capital e insumos básicos; permissão para depreciação acelerada, do custo de aquisição ou construção de máquinas e equipamentos; limitação da importação de automóveis, no período de 13.6.95 a 31.12.95, a 50% do total efetivamente importado desde 1º de janeiro de 1995. A medida tem o objetivo de reduzir o custo de produção doméstica, aumentar os investimentos, expandir as exportações do setor automotivo e melhorar a situação do balanço de pagamentos, inclusive a médio e longo prazos.

Também determina que a distribuição da quantidade passível de importação será feita por meio da oferta pública, conforme dispuser o regulamento, considerando-se vencedores, em ordem decrescente, as propostas que apresentarem maior acréscimo das alíquotas do imposto de importação, tomando-se por base as vigentes na data da realização da oferta pública. Estabelece ainda que serão fixadas regras específicas para os países do Mercosul.

Resolução CMN nº 2.164, de 19.6.95

Dispõe sobre encargos financeiros e renegociação de dívidas no crédito rural. O objetivo da medida é propiciar a retomada da concessão de financiamentos rurais e viabilizar, especialmente, a assistência financeira necessária à comercialização da

safrá 1994/95, ao atendimento de custeio de trigo, feijão irrigado e outras culturas, e dar continuidade ao financiamento do custeio de lavouras da Região Nordeste.

Circular BCB nº 2.581, de 21.6.95

Define regras para refinanciamento de dívidas vencidas e não pagas, até 31 de maio, junto aos bancos e administradoras de cartão de crédito. Os bancos poderão refinarciar o débito em prazos compatíveis com a capacidade de pagamento de cada devedor.

Comunicado Depin nº 4.637, de 21.6.95

Institui o leilão de compra e/ou venda de moeda estrangeira (leilão de spread), adicionalmente às formas de leilão já existentes; aumenta o grupo de instituições credenciadas como dealers, de 20 para 60.

Comunicado Direx nº 4.645, de 22.6.95

Eleva a faixa de flutuação nos segmentos livre e flutuante, de R\$ 0,88 a R\$ 0,93, vigente desde 10.3.95, para R\$ 0,91 a R\$ 0,99.

Lei nº 9.069, de 29.6.95 (vide Medida Provisória nº 542, de 30.6.94)

Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece regras e condições de emissão do Real e os critérios para conversão das obrigações para o Real, e dá outras providências.

Exposição de Motivos do MF/SEPLAN/MPAS s/n, de 30.6.95

Dispõe sobre o processo gradual de desindexação da economia (ref. MP-1.053, de 30.6.95).

Medida Provisória nº 1.053, de 30.6.95

Inicia um gradual processo de desindexação da economia, destacando-se as seguintes providências: a) extinção, a partir de 1.7.95, de qualquer unidade monetária de conta, de qualquer natureza, tais como unidades usadas na prestação de serviços (unidade taximétrica, coeficiente de honorários cobrados pelos profissionais de saúde etc). A extinção também abrange as unidades fiscais adotadas por estados e municípios (UPDF, UFERJ, UNIF, etc), mas somente a partir de 1.1.96; b) mudança na correção da UFIR a partir de 1996, que passa a ser semestral. No corrente exercício a atualização está sendo feita trimestralmente; c) faculta o uso da UFIR pelos estados e municípios, em substituição às respectivas unidades monetárias de contas fiscais extintas, desde que nas mesmas condições e periodicidade adotadas pela União; d) extinção do Índice de Preços ao Consumidor-real (IPC-r), a partir de 1.7.95; e) assegura a correção de salários pelo IPC-r na primeira data base de cada categoria, a partir de 1.7.95, e determina que os próximos reajustes dependerão de livre negociação coletiva. O índice de correção a ser aplicado será o decorrente da variação do IPC-r entre a última data-base e o mês de junho, inclusive; f) institui a Taxa Básica Financeira - TBF, para ser utilizada exclusivamente como base de remuneração de operações realizadas no mercado financeiro, de prazo de duração igual ou superior a 60 dias.

Resolução CMN nº 2.166, de 30.6.95

Altera as normas relativas a financiamentos contratados por intermédio de sociedades prestadoras de serviços.

Resolução CMN nº 2.167, de 30.6.95

Faculta a concessão de financiamento para aquisição de Cédula de Produto Rural (CPR), de que trata a Lei nº 8.929, de 22.8.94, ao amparo de recursos captados com base na Resolução nº 2.148, de 16.3.95.

Resolução CMN nº 2.168, de 30.6.95

Determina que os encargos financeiros estabelecidos em contratos de financiamento firmados com mutuários finais no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) somente se verifiquem a partir da liberação dos recursos para o vendedor do imóvel.

Resolução CMN nº 2.169, de 30.6.95

Fixa em R\$ 5.000,00 (cinco mil reais) o limite de garantia do Fundo de Garantia dos Depósitos e Letras Imobiliárias (FGDLI), para a soma dos saldos de contas de poupança, individuais ou coletivas, e letras imobiliárias, mantidas em um mesmo agente financeiro contribuinte do referido Fundo. Pela legislação anterior, o limite de garantia era de R\$ 19 mil.

Resolução CMN nº 2.170, de 30.6.95

Faculta às instituições financeiras a captação de recursos no mercado externo, destinados a serem repassados a pessoas físicas ou jurídicas com a finalidade de financiar a construção ou aquisição de imóveis novos.

Resolução CMN nº 2.171, de 30.6.95

Estabelece a metodologia de cálculo da Taxa Básica Financeira.

Resolução CMN nº 2.172, de 30.6.95

Autoriza os bancos múltiplos com carteira comercial, os bancos comerciais e as caixas econômicas a acolherem depósitos a prazo de reaplicação automática, observado o mínimo de três meses. Os depósitos serão remunerados pela Taxa Básica Financeira divulgada pelo Bacen, podendo ainda receber prêmio em função de seu prazo de permanência na conta, na forma acordada entre as partes.

Resolução CMN nº 2.173, de 30.6.95

Autoriza as entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SPBE) a acolherem depósitos de poupança na modalidade vinculada, destinados à concessão de crédito ao titular da conta para aquisição de imóvel residencial, bem como para a construção de imóvel residencial em terreno próprio. O Banco Central regulamentará o disposto nesta Resolução.

Circular BCB nº 2.586, de 30.6.95

Institui recolhimento compulsório/encaixe obrigatório, mediante a aplicação da alíquota de 30% (trinta por cento), sobre os depósitos a prazo de reaplicação automática de que trata a Resolução nº 2.172, de 30.6.95.

JULHO-95**Circular BCB nº 2.588, de 5.7.95**

Fixa em quatro meses o prazo mínimo das operações ativas e passivas realizadas no âmbito do mercado financeiro com remuneração contratada com base na Taxa Básica Financeira, e dá outras providências.

Lei nº 9.074, de 7.7.95

Estabelece normas para outorga e prorrogações de concessões e permissões de serviços públicos. Entre os dispositivos dessa Lei, destacam-se:

- a) a prorrogação do prazo das concessionárias de energia para 20 anos;
- b) criação da figura do produtor independente de energia;
- c) permissão a cisões, fusões, incorporações e transformações de empresas;
- d) outorga a novos consórcios para as conclusões de obras; e
- e) exclusão do setor de telecomunicações, ficando este dependente de lei específica.

Portaria Minifaz nº 195, de 7.7.95

Institui o Projeto Integrado de Aperfeiçoamento da Cobrança do Crédito Tributário, a ser desenvolvido conjuntamente pela Secretaria da Receita Federal e pela Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional. O projeto terá como objetivo examinar e propor medidas relativas:

- I - ao aperfeiçoamento dos sistemas operacionais de controle e acompanhamento do lançamento e da cobrança do crédito tributário, incluindo a entrada, o tratamento e as bases de dados, os relatórios gerenciais e a documentação correspondente;
- II - ao exame do documentário fiscal utilizado para o cumprimento das obrigações principal e acessórias por parte dos contribuintes ou responsáveis, no sentido de adequá-lo aos objetivos do Projeto;
- III - aos prazos previstos em lei, especialmente os relativos à cobrança amigável, ao encaminhamento dos débitos para inscrição em Dívida Ativa e à correspondente cobrança judicial;
- IV - aos procedimentos para assegurar a certeza e liquidez dos débitos, a localização do devedor e a identificação de bens penhoráveis;
- V - à revisão da legislação concernente ao processo administrativo fiscal, às penalidades pelo descumprimento da obrigação tributária, ao parcelamento e à eficácia da cobrança do crédito tributário;

VI - ao controle dos depósitos judiciais dos tributos e contribuições federais objeto de questionamento judicial, e da imediata conversão desses depósitos em renda, quando, vitoriosa a Fazenda, a sentença transitar em julgado;

VII - a outras hipóteses relacionadas aos objetivos do Projeto, que vierem a ser definidas pelo Secretário-Executivo deste Ministério.

Circular BCB nº 2.592, de 13.7.95

Exclui da limitação estabelecida no art. 1º, inciso III, da Resolução nº 2.143, de 22.2.95, as operações de renegociação de empréstimos concedidos por entidades fechadas de previdência privada a seus participantes.

Circular BCB nº 2.593, de 20.7.95

O recolhimento compulsório e o encaixe obrigatório incidentes sobre os recursos à vista captados por bancos múltiplos correspondem as seguintes alíquotas: i) depósitos à vista e sob aviso: 83%; ii) demais recursos: 60%.

Circular BCB nº 2.594, de 21.7.95

Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento financeiro e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento.

Circular BCB nº 2.595, de 21.7.95

Institui depósito obrigatório, no Banco Central, incidente sobre patrimônio líquido do Fundo de Investimento Financeiro - curto prazo.

Circular BCB nº 2.596, de 21.7.95

Institui depósito obrigatório, no Banco Central, incidente sobre patrimônio líquido do Fundo de Investimento Financeiro.

Lei nº 9.082, de 25.7.95

Dispõe sobre as diretrizes para a elaboração da lei orçamentária de 1996. Entre as medidas cabe destacar a proibição de alocar recursos para projetos novos que não possam ser concluídos no próprio exercício de 1996 e a limitação de gastos com pessoal e encargos sociais a 60% das despesas correntes disponíveis (receitas de tributos deduzidas das transferências constitucionais).

Medida Provisória nº 1.073, de 28.7.95

Reedição, com alterações, das MPs anteriores de nºs 1.047 e 1.024. Exclusão dos limites quantitativos às importações de veículos de transporte de mercadorias e de transporte coletivo de passageiros. Explicitação de alguns aspectos como datas, sanções e direitos assegurados aos importadores. Estabelecimento de que, no caso de haver concentração de importações de determinados insumos, que possa prejudicar a produção nacional, o MICT poderá estabelecer limites à importação dos produtos em questão.

AGOSTO-95**Circular BCB nº 2.599, de 3.8.95**

Altera de três para seis meses o prazo para financiamento de automóveis, camionetas e utilitários e libera referido prazo para os bens especificados.

Circular BCB nº 2.600, de 3.8.95

Permite a contemplação por lance em grupos de consórcio de bens especificados e de bens imóveis e limita a antecipação de pagamento de prestação por consorciado.

Decreto nº 1.591, de 10.8.95

Estabelece incidência de IOF sobre as operações interbancárias entre instituições financeiras no exterior e bancos no País e, também, sobre as operações de constituição de disponibilidades de curto prazo, no País, de residentes no exterior, ambas cursadas no segmento de taxas flutuantes.

Resolução CMN nº 2.188, de 10.8.95

Elimina a possibilidade de os investidores estrangeiros, regulados pelos Anexos I a IV da Resolução nº 1.289/87, direcionarem recursos para operações realizadas nos mercados de liquidação futura administrados por bolsas de valores ou de mercadorias e de futuros.

Portaria Minifaz nº 201, de 10.8.95

Altera os Anexos 2 e 3 do Decreto nº 1.471, de 27.4.95, passando a vigorar com os anexos A e B, com respeito à lista de exceções à TEC do Mercosul. Promove alterações na composição e nas alíquotas do Anexo 2, notadamente incluindo alguns produtos têxteis com alíquota de 70% e aumentando alíquotas de derivados de leite. No anexo 3, altera alíquotas de ferro fundido e aço, borracha e têxteis.

Portaria Minifaz nº 202, de 10.8.95

Define alíquotas do IOF sobre operações na área externa, calculadas sobre o contravalor em reais da moeda estrangeira ingressada, decorrente de ou destinada a:

- a) empréstimos em moeda: 5% (zero, anteriormente);
- b) aplicações em fundos de renda fixa: 7% (5% anteriormente);
- c) investimentos em títulos e aplicações em valores mobiliários: zero;
- d) operações interbancárias entre instituições no exterior e no País: 7%; e
- e) constituição de disponibilidades de curto prazo, no País: 7%.

Circular BCB nº 2.602, de 14.8.95

Redefine regras para efeito do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório sobre recursos à vista.

Emenda Constitucional nº5, de 15.8.95

Flexibiliza o monopólio estatal, permitindo a participação de empresas privadas nos serviços de distribuição do gás canalizado.

Emenda Constitucional nº6, de 15.8.95

Dá nova definição ao conceito de empresa brasileira. Por esta emenda, empresa brasileira é aquela instalada no País, independentemente da origem do capital.

Emenda Constitucional nº7, de 15.8.95

Aprova o fim da reserva de mercado das empresas nacionais na navegação interior e de cabotagem.

Emenda Constitucional nº8, de 15.8.95

Flexibiliza o monopólio das telecomunicações, permitindo que a União possa contratar, mediante concessão, empresas privadas para explorar serviços telefônicos, telegráficos e de comunicações.

Circular BCB nº 2.603, de 17.8.95

Redefine regras para efeito do recolhimento compulsório e do encaixe obrigatório sobre recursos à vista.

Circular BCB nº 2.604, de 17.8.95

Altera a alíquota do recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre depósitos a prazo, recursos de aceites cambiais, cédulas pignoratícias de debêntures e títulos de emissão própria de que trata a Circular nº 2.580, de 7.6.95.

Circular BCB nº 2.605, de 17.8.95

Altera a alíquota do recolhimento compulsório/encaixe obrigatório sobre operações de adiantamento, empréstimo, financiamento e de crédito, de que trata a Circular nº 2.499, de 20.10.94.

Circular BCB nº 2.606, de 21.8.95

Esclarece que os efeitos das Circulares nº 2.604 e 2.605, ambas de 17.8.95, ocorrerão a partir do período de cálculo de 14.8.95 a 18.8.95, cujo ajuste se dará em 25.8.95.

Decreto nº 1.602, de 23.8.95

Regulamenta as normas que disciplinam os procedimentos administrativos, relativos a aplicação de medidas anti-dumping com base no Artigo VI do GATT 1994.

Circular BCB nº 2.607, de 23.8.95

Regulamenta o disposto na Resolução nº 2.170, de 30.6.95, quanto à aplicação de recursos externos no financiamento ao setor imobiliário.

Circular BCB nº 2.608, de 24.8.95

Redefine regras para efeito do recolhimento do encaixe obrigatório com base nos recursos de depósitos de poupança.

Resolução CMN nº 2.191, de 24.8.95

Institui, no âmbito do crédito rural, o Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (PRONAF), destinado ao apoio financeiro às atividades agropecuárias exploradas mediante emprego direto da força de trabalho do produtor e de sua família.

Resolução CMN nº 2.195, de 31.8.95

Determina que as operações de arrendamento mercantil tendo por objeto automóveis, camionetas e utilitários, contratadas com pessoas físicas ou jurídicas, destinados ao uso de táxi, bem como com empresas locadoras, transportadoras ou frotistas de veículos automotores, não se sujeitam ao disposto na Res. nº 2.142/95. Esse normativo suspendeu, temporariamente, a contratação de operações de arrendamento mercantil tendo por objeto automóveis, camionetas e utilitários.

Resolução CMN nº 2.196, de 31.8.95

Altera condições para venda a termo de Letras do Banco Central do Brasil, de que trata a Resolução nº 2.081, de 24.6.94.

Circular BCB nº 2.609, de 31.8.95

Exclui do prazo máximo de três meses fixado pela Resolução nº 2.118, de 19.10.94, as seguintes operações: a) adiantamento, empréstimo e financiamento, com a finalidade de realização de obras de saneamento e infra-estrutura desenvolvidas por prefeituras municipais; b) a renegociação das operações que em 31.7.95 estivessem em "operações de crédito em liquidação" e "créditos de arrendamento em liquidação"; c) submetidas a demanda judicial ou cujos títulos representativos da dívida tivessem sido protestados. Dispõe sobre a renegociação de operações de crédito vencidas até 31.7.95.

Circular BCB nº 2.610, de 31.8.95

Dispõe sobre a remuneração de depósitos a prazo de reaplicação automática.

Circular BCB nº 2.611, de 31.8.95

Altera a alíquota dos depósitos obrigatórios no Banco Central incidentes sobre o Patrimônio Líquido do Fundo de Investimento Financeiro-Curto Prazo e sobre o Patrimônio Líquido do Fundo de Investimento Financeiro, de que tratam as Circulares nºs 2.595 e 2.596, ambas de 21.7.95.

ÍNDICE ²

Exposição de Motivos do Ministério da Fazenda	1
Resolução do BNDES nº 99, de 28.6.93	1
Resolução CMN nº 1.992, de 30.6.93	1
Lei complementar nº 77, de 13.7.93	1
Portaria Minifaz nº 390, de 20.7.93	1
Portaria Interministerial nº 401, de 22.7.93	2
Medida Provisória nº 336, de 28.7.93 (convertida na Lei nº 8.697, de 27.8.93)	2
Resolução CMN nº 2.010, de 28.7.93	2
Portaria Minifaz nº 441, de 10.8.93	2
Resolução nº 8, de 12.8.93, do Comitê de Coordenação das Empresas Estatais	2
Decreto nº 894, de 16.8.93	2
Decreto nº 905, de 26.8.93	3
Portaria Interministerial nº 496, de 3.9.93	3
Decreto nº 965, de 26.10.93	3
Lei nº 8.727, de 5.11.93	3
Decreto nº 982, de 12.11.93	3
Decreto nº 985, de 12.11.93	3
Decreto nº 995, de 26.11.93	3
Decreto s/n, de 30.11.93	3
Exposição de Motivos do Ministério da Fazenda nº 395, de 7.12.93	4
Decreto nº 1.030, de 29.12.93	4
Exposição de Motivos Interministerial nº 47 do MF/MPS/SAF/SEPLAN/MJ, de 27.2.94	4
Medida Provisória nº 433, de 26.2.94	4
Medida Provisória nº 434, de 27.2.94 (convertida na Lei nº 8.880, de 27.5.94)	4
Decreto nº 1.066, de 27.2.94	4
Resolução CMN nº 2.053, de 28.2.94	4
Emenda Constitucional de Revisão nº 1, de 1.3.94	5
Portaria Minifaz nº 118, de 11.3.94	5
Resolução CMN nº 2.057, de 18.3.94	5
Resolução CMN nº 2.059, de 23.3.94	5
Portaria Minifaz nº 156, de 25.3.94	5
Portaria Minifaz nº 157, de 25.3.94	5
Portaria Minifaz nº 158, de 25.3.94	5
Portaria Minifaz nº 159, de 25.3.94	5
Resolução CMN nº 2.061, de 8.4.94	6
Resolução CMN nº 2.062, de 12.4.94	6
Decreto nº 1.110, de 13.4.94	6
Resolução CMN nº 2.066, de 22.4.94	6
Portaria Interministerial nº 235, de 27.4.94	6
Portaria Interministerial nº 237, de 27.4.94	6
Portaria Interministerial nº 239, de 27.4.94	6
Portaria Minifaz nº 234, de 27.4.94	6
Portaria Minifaz nº 236, de 27.4.94	6
Portaria Minifaz nº 238, de 27.4.94	7
Portaria Minifaz nº 241, de 27.4.94	7
Portaria Minifaz nº 242, de 27.4.94	7
Portaria Minifaz nº 243, de 27.4.94	7
Portaria Minifaz nº 244, de 27.4.94	7
Portaria Minifaz nº 245, de 27.4.94	7
Portaria Interministerial nº 247, de 28.4.94	7
Portaria Interministerial nº 248, de 28.4.94	7

² A numeração indicada a seguir aparece no canto direito inferior da página que contém cada medida referida no índice.

Portaria Interministerial nº 250, de 28.4.94	7
Portaria Interministerial nº 251, de 28.4.94	7
Portaria Interministerial nº 252, de 28.4.94	7
Resolução CMN nº 2.069, de 29.4.94	8
Circular BCB nº 2.420, de 29.4.94	8
Portaria Minifaz nº 260, de 5.5.94	8
Resolução CMN nº 2.070, de 6.5.94	8
Resolução CMN nº 2.071, de 6.5.94	8
Portaria Minifaz nº 268, de 11.5.94	8
Portaria Minifaz nº 270, de 12.5.94	8
Portaria Minifaz nº 271, de 12.5.94	8
Portaria Minifaz nº 272, de 12.5.94	8
Portaria Minifaz nº 274, de 12.5.94	8
Portaria Minifaz nº 275, de 12.5.94	8
Portaria Minifaz nº 276, de 12.5.94	9
Portaria Minifaz nº 277, de 12.5.94	9
Portaria Interministerial nº 273, de 12.5.94	9
Portaria Interministerial nº 278, de 12.5.94	9
Lei nº 8.880, de 27.5.94 (vide Medida Provisória nº 434, de 27.2.94)	9
Circular BCB nº 2.423, de 1.6.94	9
Circular BCB nº 2.424, de 1.6.94	9
Circular BCB nº 2.427, de 22.6.94	9
Resolução CMN nº 2.081, de 24.6.94	9
Circular BCB nº 2.428, de 24.6.94	9
Circular BCB nº 2.429, de 27.6.94	10
Circular BCB nº 2.430, de 27.6.94	10
Circular BCB nº 2.431, de 27.6.94	10
Circular BCB nº 2.432, de 29.6.94	10
Circular BCB nº 2.433, de 29.6.94	10
Resolução CMN nº 2.082, de 30.6.94	10
Resolução CMN nº 2.083, de 30.6.94	10
Resolução CMN nº 2.084, de 30.6.94	10
Resolução CMN nº 2.085, de 30.6.94	10
Resolução CMN nº 2.086, de 30.6.94	10
Resolução CMN nº 2.087, de 30.6.94	10
Resolução CMN nº 2.088, de 30.6.94	11
Resolução CMN nº 2.089, de 30.6.94	11
Circular BCB nº 2.434, de 30.6.94	11
Circular BCB nº 2.435, de 30.6.94	11
Circular BCB nº 2.436, de 30.6.94	11
Circular BCB nº 2.437, de 30.6.94	11
Circular BCB nº 2.438, de 30.6.94	11
Circular BCB nº 2.439, de 30.6.94	11
Circular BCB nº 2.440, de 30.6.94	11
Circular BCB nº 2.441, de 30.6.94	12
Exposição de Motivos MF/SEPLAN/MPS/SAF nº 205, de 30.6.94	12
Medida Provisória nº 542, de 30.6.94 (convertida na Lei nº 9.069, de 29.6.95)	12
Circular BCB nº 2.445, de 6.7.94	12
Circular BCB nº 2.447, de 13.7.94	12
Circular BCB nº 2.449, de 14.7.94	13
Circular BCB nº 2.450, de 21.7.94	13
Circular BCB nº 2.455, de 27.7.94	13
Circular BCB nº 2.457, de 28.7.94	13
Decreto nº 1.204, de 29.7.94	13
Circular BCB nº 2.458, de 1.8.94	13
Circular BCB nº 2.462, de 10.8.94	13

Circular BCB nº 2.463, de 12.8.94	13
Circular BCB nº 2.468, de 24.8.94	14
Resolução CMN nº 2.104, de 31.8.94	14
Resolução CMN nº 2.105, de 31.8.94	14
Resolução CMN nº 2.106, de 31.8.94	14
Resolução CMN nº 2.107, de 31.8.94	14
Circular BCB nº 2.472, de 31.8.94	14
Circular BCB nº 2.474, de 31.8.94	14
Circular BCB nº 2.475, de 31.8.94	14
Carta Circular FIRCE nº 2.486, de 31.8.94	14
Circular BCB nº 2.476, de 8.9.94	15
Circular BCB nº 2.477, de 9.9.94	15
Resolução CMN nº 2.108, de 12.9.94	15
Circular BCB nº 2.478, de 12.9.94	15
Circular BCB nº 2.479, de 12.9.94	15
Circular BCB nº 2.480, de 12.9.94	15
Decreto nº 1.239, de 14.9.94	16
Circular BCB nº 2.482 de 15.9.94	16
Circular BCB nº 2.483, de 15.9.94	16
Resolução CMN nº 2.110, de 20.9.94	16
Resolução CMN nº 2.111, de 22.9.94	16
Circular BCB nº 2.485, de 22.9.94	16
Portaria Minifaz nº 506, de 22.9.94	16
Portaria Minifaz nº 507, de 23.9.94	17
Portaria Minifaz nº 492, de 24.9.94	17
Circular BCB nº 2.489, de 11.10.94	17
Resolução CMN nº 2.112, de 13.10.94	17
Resolução CMN nº 2.113, de 19.10.94	17
Resolução CMN nº 2.114, de 19.10.94	17
Resolução CMN nº 2.115, de 19.10.94	17
Resolução CMN nº 2.118, de 19.10.94	17
Circular BCB nº 2.490, de 19.10.94	18
Circular BCB nº 2.491, de 19.10.94	18
Circular BCB nº 2.492, de 19.10.94	18
Circular BCB nº 2.493, de 19.10.94	18
Circular BCB nº 2.494, de 19.10.94	18
Circular BCB nº 2.495, de 19.10.94	18
Circular BCB nº 2.496, de 19.10.94	18
Portaria Minifaz nº 534, de 19.10.94	18
Circular BCB nº 2.497, de 20.10.94	19
Circular BCB nº 2.498, de 20.10.94	19
Circular BCB nº 2.499, de 20.10.94	19
Portaria Minifaz nº 674, de 25.10.94	19
Medida Provisória nº 681, de 27.10.94	19
Circular BCB nº 2.503, de 27.10.94	19
Circular BCB nº 2.504, de 31.10.94	20
Medida Provisória nº 684, de 31.10.94	20
Circular BCB nº 2.506, de 10.11.94	20
Circular BCB nº 2.507, de 11.11.94	20
Circular BCB nº 2.508, de 17.11.94	20
Decreto nº 1.312, de 18.11.94	20
Resolução CMN nº 2.120, de 23.11.94	20
Circular BCB nº 2.509, de 23.11.94	21
Resolução CMN nº 2.121, de 30.11.94	21
Resolução CMN nº 2.122, de 30.11.94	21
Resolução CMN nº 2.123, de 30.11.94	21

Circular BCB nº 2.510, de 30.11.94.....	21
Circular BCB nº 2.511, de 30.11.94.....	21
Circular BCB nº 2.513, de 8.12.94.....	21
Circular BCB nº 2.514, de 8.12.94.....	21
Circular BCB nº 2.515, de 8.12.94.....	22
Circular BCB nº 2.516, de 9.12.94.....	22
Circular BCB nº 2.517, de 9.12.94.....	22
Circular BCB nº 2.519, de 15.12.94.....	22
Circular BCB nº 2.521, de 19.12.94.....	22
Resolução CMN nº 2.127, de 21.12.94.....	22
Resolução CMN nº 2.131, de 21.12.94.....	22
Decreto nº 1.343, de 23.12.94.....	23
Decreto nº 1.349, de 28.12.94.....	23
Resolução CMN nº 2.136, de 28.12.94.....	23
Portaria Interministerial nº 702, de 28.12.94.....	23
Resolução CMN nº 2.140, de 29.12.94.....	23
Circular BCB nº 2.532, de 29.12.94.....	23
Circular BCB nº 2.533, de 4.1.95.....	23
Circular BCB nº 2.534, de 11.1.95.....	23
Circular BCB nº 2.537, de 19.1.95.....	24
Medida Provisória nº 841, de 20.1.95.....	24
Circular BCB nº 2.538, de 24.1.95.....	24
Circular BCB nº 2.539, de 25.1.95.....	24
Resolução CMN nº 2.141, de 30.1.95.....	24
Decreto nº 1.391, de 10.2.95.....	24
Lei nº 8.987, de 13.2.95.....	24
Medida Provisória nº 890, de 13.2.95.....	25
Decreto nº 1.397, de 16.2.95.....	25
Resolução CMN nº 2.142, de 22.2.95.....	25
Resolução CMN nº 2.143, de 22.2.95.....	25
Resolução CMN nº 2.144, de 22.2.95.....	26
Circular BCB nº 2.543, de 22.2.95.....	26
Comunicado Depin nº 4.479, de 6.3.95.....	26
Medida provisória nº 936, de 7.3.95.....	26
Decreto nº 1.410, de 7.3.95.....	27
Decreto nº 1.411, de 7.3.95.....	27
Decreto nº 1.412, de 7.3.95.....	27
Exposição de Motivos do Minifaz nº 89, de 7.3.95.....	27
Exposição de Motivos do Minifaz nº 90, de 7.3.95.....	28
Resolução CMN nº 2.147, de 9.3.95.....	28
Circular BCB nº 2.545, de 9.3.95.....	28
Circular BCB nº 2.546, de 9.3.95.....	29
Circular BCB nº 2.547, de 9.3.95.....	29
Circular BCB nº 2.548, de 9.3.95.....	29
Circular BCB nº 2.549, de 9.3.95.....	29
Comunicado Decam nº 4.492, de 10.3.95.....	29
Resolução CMN nº 2.148, de 16.3.95.....	29
Medida provisória nº 947, de 22.3.95.....	29
Medida Provisória nº 948, de 23.3.95.....	30
Lei complementar nº 82, de 27.3.95.....	30
Resolução CMN nº 2.149, de 29.3.95.....	31
Resolução CMN nº 2.150, de 29.3.95.....	31
Resolução CMN nº 2.151, de 29.3.95.....	31
Decreto nº 1.427, de 29.3.95.....	31
Circular BCB nº 2.553, de 30.3.95.....	32
Lei nº 9.019, de 31.3.95.....	32

Decreto nº 1.453, de 11.4.95	32
Circular BCB nº 2.559, de 20.4.95	32
Circular BCB nº 2.560, de 20.4.95	32
Circular BCB nº 2.561, de 20.4.95	32
Circular BCB nº 2.562, de 20.4.95	33
Resolução nº 2.152, de 27.4.95.....	33
Resolução CMN nº 2.153, de 27.4.95.....	33
Resolução CMN nº 2.154, de 27.4.95.....	33
Resolução CMN nº 2.155, de 27.4.95.....	33
Resolução CMN nº 2.156, de 27.4.95.....	33
Decreto nº 1.469, de 27.4.95	33
Decreto nº 1.471, de 27.4.95	34
Circular BCB nº 2.563, de 27.4.95	34
Circular BCB nº 2.565, de 27.4.95	34
Circular BCB nº 2.566, de 27.4.95	34
Decreto nº 1.481, de 3.5.95.....	34
Resolução CMN nº 2.160, de 5.5.95	35
Decreto nº 1.485, de 9.5.95.....	35
Circular BCB nº 2.570, de 10.5.95	35
Decreto nº 1.488, de 11.5.95	35
Decreto nº 1.490, de 15.5.95	35
Decreto nº 1.495, de 18.5.95	35
Circular BCB nº 2.573, de 18.5.95	35
Decreto nº 1.503, de 25.5.95	35
Resolução CMN nº 2.161, de 31.5.95.....	35
Circular BCB nº 2.576, de 31.5.95	36
Circular BCB nº 2.577, de 31.5.95	36
Decreto nº 1.510, de 1.6.95.....	36
Circular BCB nº 2.579, de 7.6.95.....	36
Circular BCB nº 2.580, de 7.6.95.....	36
Medida Provisória nº 1.024, de 13.6.95	36
Resolução CMN nº 2.164, de 19.6.95.....	36
Circular BCB nº 2.581, de 21.6.95	37
Comunicado Depin nº 4.637, de 21.6.95	37
Comunicado Direx nº 4.645, de 22.6.95.....	37
Lei nº 9.069, de 29.6.95 (vide Medida Provisória nº 542, de 30.6.94)	37
Exposição de Motivos do MF/SEPLAN/MPAS s/n, de 30.6.95	37
Medida Provisória nº 1.053, de 30.6.95	37
Resolução CMN nº 2.166, de 30.6.95.....	38
Resolução CMN nº 2.167, de 30.6.95.....	38
Resolução CMN nº 2.168, de 30.6.95.....	38
Resolução CMN nº 2.169, de 30.6.95.....	38
Resolução CMN nº 2.170, de 30.6.95.....	38
Resolução CMN nº 2.171, de 30.6.95.....	38
Resolução CMN nº 2.172, de 30.6.95.....	38
Resolução CMN nº 2.173, de 30.6.95.....	38
Circular BCB nº 2.586, de 30.6.95	39
Circular BCB nº 2.588, de 5.7.95	39
Lei nº 9.074, de 7.7.95	39
Portaria Minifaz nº 195, de 7.7.95	39
Circular BCB nº 2.592, de 13.7.95	40
Circular BCB nº 2.593, de 20.7.95	40
Circular BCB nº 2.594, de 21.7.95	40
Circular BCB nº 2.595, de 21.7.95	40
Circular BCB nº 2.596, de 21.7.95	40
Lei nº 9.082, de 25.7.95.....	40

Medida Provisória nº 1.073, de 28.7.95	40
Circular BCB nº 2.599, de 3.8.95	41
Circular BCB nº 2.600, de 3.8.95	41
Decreto nº 1.591, de 10.8.95	41
Resolução CMN nº 2.188, de 10.8.95.....	41
Portaria Minifaz nº 201, de 10.8.95	41
Portaria Minifaz nº 202, de 10.8.95	41
Circular BCB nº 2.602, de 14.8.95	41
Emenda Constitucional nº5, de 15.8.95	42
Emenda Constitucional nº6, de 15.8.95	42
Emenda Constitucional nº7, de 15.8.95	42
Emenda Constitucional nº8, de 15.8.95	42
Circular BCB nº 2.603, de 17.8.95	42
Circular BCB nº 2.604, de 17.8.95	42
Circular BCB nº 2.605, de 17.8.95	42
Circular BCB nº 2.606, de 21.8.95	42
Decreto nº 1.602, de 23.8.95	42
Circular BCB nº 2.607, de 23.8.95.....	42
Circular BCB nº 2.608, de 24.8.95	43
Resolução CMN nº 2.191, de 24.8.95.....	43
Resolução CMN nº 2.195, de 31.8.95.....	43
Resolução CMN nº 2.196, de 31.8.95.....	43
Circular BCB nº 2.609, de 31.8.95	43
Circular BCB nº 2.610, de 31.8.95	43
Circular BCB nº 2.611, de 31.8.95	43

ANEXO C. INDICADORES ECONÔMICOS GERAIS NO PLANO REAL

LISTA DE TABELAS

Tabela - C1.	IPC-R.....	568
Tabela - C2.	Taxa de Inflação, IPC-FIPE: Jan/1993 - Jun/1994.....	569
Tabela - C3.	Taxa de Inflação, IPC-FIPE: Jul/1994 - Dez/1995.....	570
Tabela - C4.	Taxa de Inflação Acumulada, IPC-FIPE: Desde o Plano Real.....	571
Tabela - C5.	Índice de Preços por Atacado (Oferta Global), Variação (%) Mensal: Jul/1993 a Jun/1994.....	572
Tabela - C6.	Índice de Preços por Atacado (Oferta Global), Variação (%) Mensal: Jul/1994 a Dez/1995.....	573
Tabela - C7.	Índice de Preços por Atacado (Oferta Global), Variação (%) Acumulada Desde o Plano Real.....	574
Tabela - C8.	Evolução da Produção Industrial, 1985-1995.....	575
Tabela - C9.	Produção Industrial, Jan/Dez 1994.....	576
Tabela - C10.	Produção Industrial, Jan/Dez 1995.....	577
Tabela - C11.	Indicadores de Desempenho da Indústria de Transformação, CNI/BRASIL: 1993-1995.....	578
Tabela - C12.	Faturamento Real do Comércio Varejista, Região Metropolitana de São Paulo: Jan/1993 - Jun/1994.....	579
Tabela - C13.	Faturamento Real do Comércio Varejista, Região Metropolitana de São Paulo: Jul/1994 - Dez/1995.....	580
Tabela - C14.	Consulta ao Sistema de Telecheque, SPC, e Indicadores do Nível de Inadimplência, São Paulo: 1993-1995.....	581
Tabela - C15.	Emprego e Massa Salarial na Indústria de Transformação, CNI/BRASIL: 1993-1995.....	583
Tabela - C16.	Taxa de Desemprego Aberto.....	587
Tabela - C17.	Base Monetária.....	588
Tabela - C18.	Fatores Condicionantes da Base Monetária.....	589

Tabela - C19.	Base Monetária Ampliada e seus Componentes.....	590
Tabela - C20.	Fatores Condicionantes da Base Monetária Ampliada.....	591
Tabela - C21.	Depósitos Obrigatórios Remunerados de Instituições Financeiras no BACEN.....	592
Tabela - C22.	Depósitos Obrigatórios não Remunerados de Instituições Financeiras no BACEN.....	593
Tabela - C23.	Haveres Financeiros.....	594
Tabela - C24.	Participação do Haveres Financeiros em Relação ao PIB.....	595
Tabela - C25.	Empréstimos do Sistema Financeiro - Créditos Normais.....	596
Tabela - C26.	Empréstimos do Sistema Financeiro - Créditos em Atraso.....	597
Tabela - C27.	Empréstimos do Sistema Financeiro - Créditos em Liquidação.....	598
Tabela - C28.	Empréstimos do Sistema Financeiro - Total.....	599
Tabela - C29.	Balancete Sintético do Banco Central do Brasil - Ativo.....	600
Tabela - C30.	Balancete Sintético do Banco Central do Brasil - Passivo.....	601
Tabela - C31.	Taxas de Juros e Unidades de Referências.....	602
Tabela - C32.	Taxas de Juros de Operações Ativas.....	603
Tabela - C33.	Receitas do Tesouro Nacional.....	604
Tabela - C34.	Resultado e Decomposição das Despesas do Tesouro Nacional.....	605
Tabela - C35.	Déficit Público - Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP).....	606
Tabela - C36.	Dívida Líquida do Setor Público.....	607
Tabela - C37.	Dívida Mobiliária Federal em Mercado, Posição em Custódia.....	608
Tabela - C38.	Dívida Mobiliária Federal em Mercado, Participação por Indexador..	609
Tabela - C39.	Indicadores da Economia Internacional.....	610
Tabela - C40.	Taxas de Juros Internacionais e Inflação nos Países Industrializados.....	611

Tabela - C41.	Indicadores Externos da Economia Brasileira.....	612
Tabela - C42.	Balanço de Pagamentos: 1988-1993.....	613
Tabela - C43.	Balanço de Pagamentos: 1994-1996.....	614
Tabela - C44.	Balança Comercial Física.....	615
Tabela - C45.	Exportações Brasileiras.....	616
Tabela - C46.	Importações Brasileiras.....	617
Tabela - C47.	Taxa de Câmbio Nominal - Segmento Livre.....	618
Tabela - C48.	Índice de Taxas Reais de Câmbio.....	619
Tabela - C49.	Índice de Taxa de Câmbio Real Setorial (Macro Setores).....	620
Tabela - C50.	Movimento de Câmbio Contratado.....	621
Tabela - C51.	Reservas Internacionais no Banco Central do Brasil.....	622

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico - C1.	Falências Requeridas na Capital Paulista.....	582
Gráfico - C2.	Consultas ao Telecheque na Capital Paulista.....	582
Gráfico - C3.	Consultas ao SPC na Capital Paulista.....	582
Gráfico - C4.	Índices do Nível de Ocupação, por Setor da Atividade Econômica - Grande São Paulo: Jan/85 - Mar/96.....	584
Gráfico - C5.	Índices do Nível de Ocupação, por Setor da Atividade Econômica - Grande São Paulo: Jan/93 - Mar/96.....	585
Gráfico - C6.	Rendimento Real (INPC) Médio das Pessoas Ocupadas, por Setor de Atividade Econômica.....	586

TABELA - C 1
IPC-R

	Geral	Alim/Beb.	Desp. Pes.	Habit.	Art. Resid.	Vest.	Transp/Com	Saúde
				Variação (%) Mensal				
jul/94	6,08	9,27	2,05	0,25	3,77	6,87	8,36	3,75
ago/94	5,46	4,72	6,09	8,81	3,57	5,51	7,82	2,12
set/94	1,51	-0,25	2,02	7,79	2,43	1,56	0,74	0,14
out/94	1,86	1,87	1,18	4,30	1,57	2,71	0,42	-0,04
nov/94	3,27	5,31	1,66	4,49	2,66	2,13	0,18	0,49
dez/94	2,19	2,16	2,12	3,21	3,17	2,93	0,30	1,07
jan/95	1,67	0,81	3,08	2,68	3,09	3,13	-0,48	1,45
fev/95	0,99	-0,29	2,25	3,80	2,90	-0,60	0,49	1,89
mar/95	1,41	0,67	2,96	4,09	2,36	-1,02	0,52	2,13
abr/95	1,92	1,49	3,16	4,27	1,69	1,08	0,25	1,89
mai/95	2,57	1,95	6,04	3,24	2,16	2,46	0,71	2,45
jun/95	1,82	-0,47	4,18	3,63	1,79	1,43	4,49	3,08
				Variação (%) Acumulada desde Julho/94				
jul/94	6,08	9,27	2,05	0,25	3,77	6,87	8,36	3,75
ago/94	11,87	14,43	8,26	9,08	7,47	12,76	16,83	5,95
set/94	13,56	14,14	10,45	17,58	10,09	14,52	17,70	6,10
out/94	15,67	16,28	11,76	22,64	11,81	17,62	18,19	6,06
nov/94	19,46	22,45	13,61	28,14	14,79	20,13	18,41	6,58
dez/94	22,07	25,10	16,02	32,26	18,43	23,65	18,76	7,72
jan/95	24,11	26,11	19,59	35,80	22,09	27,52	18,19	9,28
fev/95	25,34	25,74	22,28	40,96	25,63	26,75	18,77	11,34
mar/95	27,11	26,59	25,90	46,73	28,59	25,46	19,39	13,71
abr/95	29,55	28,47	29,88	52,99	30,77	26,81	19,69	15,86
mai/95	32,88	30,98	37,73	57,95	33,59	29,93	20,54	18,70
jun/95	35,29	30,36	43,48	63,68	35,98	31,79	25,95	22,36

Fonte: IBGE

TABELA - C 2
TAXA DE INFLAÇÃO, IPC-FIPE: JAN/1993 - JUN/1994

	jan/93	fev/93	mar/93	abr/93	mai/93	jun/93	jul/93	ago/93	set/93	out/93	nov/93	dez/93	jan/94	fev/94	mar/94	abr/94	mai/94	jun/94
GERAL	27,4	25,1	25,2	28,7	29,1	30,5	30,9	34,0	34,1	35,2	35,8	38,5	40,3	38,2	41,9	46,2	45,1	50,8
ALIMENTACAO	30,3	25,5	24,5	28,4	26,2	26,7	31,1	37,4	33,1	33,0	35,7	42,1	43,0	39,1	47,1	44,4	37,6	53,7
ALIMENTACAO NO DOMICILIO	30,5	25,5	24,0	28,9	25,6	26,6	31,1	37,9	33,1	32,8	36,1	42,6	42,7	39,0	47,2	43,8	36,6	53,5
ALIM. SEMI-ELABORADOS	24,3	20,9	25,3	30,7	26,4	26,6	36,1	43,8	38,3	31,3	34,8	46,9	40,1	35,8	45,1	41,8	30,2	59,5
ALIM. INDUSTRIALIZADOS	33,0	25,8	26,1	25,4	26,3	25,3	30,6	33,4	30,1	37,4	35,3	39,0	40,8	40,0	46,7	51,7	47,8	53,7
ALIM. PRODUTOS IN NATURA	37,7	33,8	17,8	32,9	22,6	29,3	23,1	36,6	29,8	26,6	40,3	42,2	54,3	45,2	53,8	31,4	28,4	38,7
ALIMENTACAO FORA DO DOMICILIO	29,0	25,8	27,3	25,0	30,5	27,8	31,0	34,1	32,6	34,2	33,4	38,6	45,3	39,9	46,8	49,2	45,6	55,0
HABITACAO	20,4	23,8	25,1	26,1	24,9	34,0	32,3	33,5	34,4	37,8	33,7	33,0	36,0	38,7	41,8	47,3	45,2	49,3
MANUTENCAO DO DOMICILIO	22,8	21,6	20,8	19,8	24,7	41,0	39,9	35,0	34,0	36,3	39,0	35,0	34,0	38,4	40,8	43,9	46,9	49,1
ALUGUEL	16,5	25,7	29,9	32,2	23,4	28,8	25,2	33,1	35,5	40,3	27,2	29,5	33,3	39,5	40,7	50,7	43,1	51,7
ARTIGOS DE LIMPEZA	25,2	23,3	25,0	28,9	31,0	26,7	28,9	31,3	33,1	35,1	35,1	40,5	41,0	36,5	47,9	49,8	44,7	50,0
CAMA/MESA/BANHO	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	58,0	41,4	39,0	38,4	59,1	42,5
EQUIP. ELETRO-ELETRONICOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40,3	37,7	40,4	48,3	44,0	44,4
APAR. DE IMAGEM E SOM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	38,3	41,0	43,7	50,5	40,7	44,0
MOBILIARIOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	39,4	40,6	51,9	53,0	44,6	52,6
UTENSILIOS DOMESTICOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	50,7	32,4	35,9	57,3	37,9	40,2
LINHA TELEFONICA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	55,4	35,2	46,1	48,7	40,3	95,5
TRANSPORTES	29,4	29,9	30,7	33,9	30,2	33,9	32,5	36,5	35,4	35,2	36,1	35,9	42,5	37,0	41,0	47,3	46,8	49,4
VEICULO PROPRIO	34,7	30,2	26,9	26,5	30,6	32,4	32,9	32,5	33,0	33,4	35,6	36,9	45,6	37,8	42,7	47,8	42,8	51,1
TRANSPORTES URBANOS	22,1	29,5	36,4	45,4	29,7	36,1	31,8	42,5	38,9	37,9	36,8	34,6	37,5	35,5	38,3	46,3	53,8	46,7
DESPESAS PESSOAIS	27,5	24,3	25,7	24,4	29,7	30,8	30,8	32,5	35,0	35,4	35,7	43,6	36,1	38,4	39,3	48,4	47,0	48,0
FUMO E BEBIDAS	25,8	24,2	26,2	21,2	29,2	27,7	31,9	33,4	34,6	38,5	38,4	50,2	32,0	35,6	32,7	52,3	44,4	51,9
RECREACAO E CULTURA	31,5	25,0	24,6	27,5	28,4	30,4	33,9	32,0	34,8	31,5	33,1	38,5	38,2	41,4	46,1	46,9	40,9	45,9
HIGIENE E BELEZA	27,8	22,6	26,3	25,2	28,7	26,3	30,8	32,3	36,0	37,1	36,3	40,0	39,2	41,5	44,2	48,4	48,2	48,7
SERVICOS PESSOAIS	24,5	24,4	26,1	25,7	31,0	31,1	28,5	29,3	33,4	34,5	36,5	45,8	44,7	40,7	45,3	45,0	49,5	49,7
LOTERIA E DEMAIS DESPESAS	24,3	24,6	25,9	24,6	35,4	51,1	20,9	34,5	36,7	33,9	31,7	39,1	36,1	34,0	34,1	39,9	48,3	36,5
VESTUARIO	27,2	20,9	17,5	34,6	50,2	33,9	23,4	21,7	34,4	38,2	39,8	31,0	39,3	31,9	27,9	47,7	69,3	54,7
ROUPA DE MULHER	26,9	15,5	12,7	39,6	66,1	32,8	19,1	16,0	35,6	41,0	42,6	26,3	34,4	25,9	28,4	56,4	81,8	58,3
ROUPA DE HOMEM	29,2	24,0	19,7	28,3	52,5	35,6	20,4	22,1	35,0	36,7	37,9	29,4	49,3	39,2	28,0	47,2	66,3	54,7
ROUPA DE CRIANCA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	33,8	32,4	15,5	34,2	90,8	66,8
CALCADOS	27,1	24,6	20,3	38,0	29,3	36,2	31,4	27,6	33,1	37,3	38,5	37,8	38,8	32,5	29,8	43,0	53,2	46,8
TECIDO E AVIAMENTO	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	51,5	36,4	42,4	55,3	51,0	48,2
RELOGIO E JOIA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	34,5	39,6	44,8	40,8	46,9	50,6
SAUDE	26,3	28,0	28,0	34,3	26,9	34,3	37,8	32,8	35,5	38,6	38,1	37,0	44,2	43,3	42,1	42,7	45,2	48,5
REMEDIOS E PRODUTOS FARMACEUTICOS	24,9	27,9	29,7	43,4	24,9	39,5	39,9	35,4	37,7	40,1	37,6	38,7	47,8	40,7	36,4	36,5	42,0	43,8
SERVICOS MEDICOS	27,9	28,2	26,1	25,2	29,0	29,0	35,6	30,1	33,3	37,0	38,6	35,3	42,2	44,8	45,5	46,4	47,1	51,3
EDUCACAO	30,0	24,0	31,4	29,2	28,8	29,1	28,7	33,3	33,8	34,5	35,5	37,7	53,2	39,5	47,1	43,5	44,1	45,1

TABELA - C 3
TAXA DE INFLAÇÃO, IPC-FIPE: JUL/1994 - DEZ/1995

	jul/94	ago/94	set/94	out/94	nov/94	dez/94	jan/95	fev/95	mar/95	abr/95	mai/95	jun/95	jul/95	ago/95	set/95	out/95	nov/95	dez/95
GERAL	7,0	2,0	0,8	3,2	3,0	1,3	0,8	1,3	1,9	2,6	2,0	2,7	3,7	1,4	0,7	1,5	1,2	1,2
ALIMENTAÇÃO	8,8	2,7	-0,3	6,4	4,8	0,1	-0,8	0,6	0,7	0,8	-1,3	-0,1	2,3	1,3	-0,3	0,6	2,1	0,3
ALIMENTAÇÃO NO DOMICÍLIO	8,0	2,9	-0,4	6,6	4,2	-0,1	-1,2	0,3	0,6	0,4	-1,8	-0,3	2,4	1,3	-0,4	0,7	2,2	0,3
ALIM. SEMI-ELABORADOS	1,7	1,1	0,4	12,6	6,4	-0,2	-4,2	-2,4	-1,8	-0,9	-1,3	-0,9	4,1	3,5	0,4	0,1	1,7	0,8
ALIM. INDUSTRIALIZADOS	4,7	-3,3	-2,0	0,2	1,7	0,5	0,4	0,5	1,3	1,8	0,3	1,7	3,0	0,5	0,4	2,1	2,1	0,5
ALIM. PRODUTOS IN NATURA	35,0	24,4	1,6	7,1	4,9	-1,0	2,8	6,8	5,2	0,6	-7,9	-3,5	-3,4	-2,6	-4,2	-0,9	3,9	-1,0
ALIMENTAÇÃO FORA DO DOMICÍLIO	15,1	1,4	0,5	4,6	8,8	1,2	2,3	3,1	2,1	4,0	2,5	1,9	1,7	1,7	0,8	0,0	1,4	0,2
HABITAÇÃO	5,3	3,7	3,9	4,3	3,8	4,0	2,7	3,2	4,1	3,3	3,8	4,5	5,7	4,1	2,4	1,8	1,6	3,8
MANUTENÇÃO DO DOMICÍLIO	3,7	1,4	0,9	1,4	1,3	1,6	0,1	1,6	1,5	1,8	1,5	3,1	5,1	3,7	1,0	0,7	0,8	4,8
ALUGUEL	6,7	11,0	13,0	11,0	11,1	9,9	7,5	9,3	12,2	7,1	9,6	10,4	12,4	9,3	6,9	5,6	5,1	4,7
ARTIGOS DE LIMPEZA	2,7	-2,4	-2,9	-0,7	-0,8	2,0	0,2	1,5	0,8	1,6	4,7	1,4	2,3	2,1	1,8	1,3	0,7	1,3
CAMAMESAS/BANHO	7,9	-3,5	-2,1	4,6	2,0	2,3	0,0	0,3	2,2	3,1	4,0	3,4	-1,5	-1,6	-1,3	1,3	0,4	0,0
EQUIP. ELETRO-ELETRONICOS	6,1	1,9	1,7	3,9	1,9	3,3	1,4	2,0	1,6	2,6	2,2	0,5	-0,6	-0,7	0,8	0,4	0,1	1,1
APAR. DE IMAGEM E SOM	5,7	0,5	3,3	2,0	1,0	1,7	1,8	0,4	-0,9	1,4	1,4	-1,9	-1,7	-1,0	-1,0	-0,8	-3,1	-0,9
MOBILIARIOS	11,1	4,8	2,5	5,8	3,2	4,3	7,1	-3,1	1,7	2,8	1,9	4,0	3,2	-0,3	0,8	0,3	0,2	2,9
UTENSILIOS DOMESTICOS	8,6	-0,5	-2,3	0,4	-0,5	1,0	5,1	2,5	1,4	1,7	-0,1	2,8	1,7	1,8	0,3	0,4	0,2	1,2
LINHA TELEFONICA	-3,9	-2,8	3,7	4,6	-5,1	-5,8	-3,7	2,0	4,2	5,8	0,1	-4,5	-5,2	-1,6	-2,9	1,6	2,8	0,3
TRANSPORTES	10,0	0,5	0,8	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,9	0,6	4,6	5,7	-0,1	0,2	3,3	0,0	0,6
VEICULO PROPRIO	5,0	0,8	1,4	0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,5	0,2	1,4	0,9	0,7	-0,4	-0,2	0,4	5,4	0,0	0,2
TRANSPORTES URBANOS	19,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,5	17,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3
DESPESAS PESSOAIS	7,8	-0,3	-0,8	0,5	0,9	1,1	1,5	2,3	1,0	3,6	2,0	1,3	3,6	2,5	1,3	2,5	1,1	0,4
FUMO E BEBIDAS	5,0	-1,0	-1,1	1,6	0,5	0,4	0,8	3,7	1,0	7,0	2,2	0,4	0,9	0,7	2,9	5,7	1,5	0,5
RECREAÇÃO E CULTURA	10,1	0,4	-0,4	-0,1	0,5	0,3	1,9	0,8	0,7	0,9	0,9	1,3	6,7	5,8	0,1	0,7	0,3	-0,2
HIGIENE E BELEZA	4,5	-4,5	-2,1	-1,8	0,8	0,8	1,7	1,9	0,8	1,3	2,1	2,1	2,5	1,6	1,1	0,6	1,5	0,4
SERVICIOS PESSOAIS	24,2	5,0	3,9	3,7	5,7	7,6	3,6	5,3	3,8	6,6	4,9	4,9	3,4	2,3	0,1	-1,1	2,7	2,2
LOTERIA E DEMAIS DESPESAS	7,5	4,9	-1,4	-0,4	0,7	2,4	1,8	-0,2	0,6	0,6	3,0	1,6	8,1	1,4	-0,5	0,9	0,3	0,7
VESTUARIO	2,1	0,6	-1,8	-0,5	4,3	-1,0	-0,4	-1,4	-2,3	6,3	8,1	3,7	-1,3	-5,5	-0,5	-0,3	-1,0	-1,8
ROUPA DE MULHER	-1,4	0,2	-6,8	-1,3	4,7	-3,8	-1,9	-3,3	-4,3	12,6	12,6	7,2	-3,4	-9,7	-2,1	1,7	-2,2	-1,9
ROUPA DE HOMEM	1,8	-2,0	0,4	1,4	2,9	0,5	2,0	0,6	-4,7	4,7	7,2	2,4	-1,4	-7,3	-1,0	-2,1	-0,5	-2,4
ROUPA DE CRIANÇA	1,1	1,7	1,5	-6,0	6,9	1,0	-3,4	2,0	0,1	8,1	4,3	5,7	4,4	-4,5	-0,3	-2,8	1,1	-4,0
CALCADOS	7,0	4,0	1,0	1,0	4,2	-0,2	0,0	-1,8	0,6	0,4	5,7	0,6	-0,9	0,4	1,0	0,2	-0,8	-0,4
TECIDO E AVIAMENTO	6,0	-7,7	1,0	1,6	2,6	2,8	3,6	-0,3	2,1	2,2	5,0	-2,1	-0,4	-0,9	6,4	-3,0	-2,3	-1,0
RELOGIO E JOIA	0,4	0,9	-0,3	-1,2	1,6	1,2	3,4	-4,5	0,6	-0,3	1,2	0,5	-0,6	-0,5	2,7	-1,4	2,1	0,2
SAÚDE	8,0	1,5	1,0	1,2	1,8	2,2	3,5	2,8	2,6	2,8	2,5	5,5	5,2	2,3	0,6	1,3	0,5	2,9
REMEDIOS E PRODUTOS FARMACEUTICOS	5,3	0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,2	5,4	6,3	0,4	0,0	0,0	-0,1	6,4
SERVICIOS MEDICOS	9,5	2,3	1,7	1,9	2,8	3,5	5,5	4,5	4,0	4,4	3,8	5,6	6,1	3,4	1,0	2,0	0,7	0,9
EDUCAÇÃO	1,5	-0,6	-0,1	0,2	0,7	1,1	1,5	1,0	14,9	7,5	6,8	4,5	3,5	1,1	0,5	0,6	0,6	0,6

TABELA - C 4
TAXA DE INFLAÇÃO ACUMULADA, IPC-FIPE: DESDE O PLANO REAL

	jul/94	ago/94	set/94	out/94	nov/94	dez/94	jan/95	fev/95	mar/95	abr/95	mai/95	jun/95	jul/95	ago/95	set/95	out/95	nov/95	dez/95
GERAL	7,0	9,0	9,9	13,4	16,8	18,3	19,2	20,8	23,1	26,4	28,9	32,3	37,2	39,2	40,2	42,3	44,0	45,7
ALIMENTACAO	8,8	11,8	11,4	18,6	24,2	24,3	23,3	24,0	25,0	26,0	24,3	24,2	27,0	28,7	28,4	29,2	31,9	32,3
ALIMENTACAO NO DOMICILIO	8,0	11,1	10,7	18,1	23,0	23,0	21,5	21,8	22,5	23,0	20,7	20,3	23,2	24,7	24,2	25,1	27,9	28,3
ALIM. SEMI-ELABORADOS	1,7	2,7	3,1	16,2	23,6	23,4	18,2	15,4	13,3	12,2	10,7	9,8	14,3	18,2	18,7	18,8	20,8	21,7
ALIM. INDUSTRIALIZADOS	4,7	1,3	-0,7	-0,5	1,2	1,7	2,1	2,6	3,9	5,8	6,1	7,9	11,2	11,8	12,2	14,5	17,0	17,5
ALIM. PRODUTOS IN NATURA	35,0	67,9	70,6	82,7	91,5	89,6	94,8	108,1	118,9	120,1	102,8	95,7	89,2	84,3	76,7	75,1	81,8	80,0
ALIMENTACAO FORA DO DOMICILIO	15,1	16,7	17,3	22,6	33,4	35,0	38,1	42,3	45,2	51,0	54,8	57,7	60,3	63,1	64,4	64,4	66,7	67,1
HABITACAO	5,3	9,2	13,5	18,3	22,8	27,8	31,2	35,5	41,0	45,7	51,3	58,1	67,2	74,0	78,2	81,5	84,4	91,4
MANUTENCAO DO DOMICILIO	3,7	5,2	6,1	7,6	9,1	10,8	10,9	12,8	14,4	16,5	18,3	21,9	28,1	32,9	34,3	35,2	36,2	42,8
ALUGUEL	6,7	18,5	33,9	48,7	65,2	81,6	95,1	113,2	139,3	156,3	180,9	210,0	248,4	280,6	307,0	329,8	351,7	372,9
ARTIGOS DE LIMPEZA	2,7	0,3	-2,6	-3,2	-4,0	-2,1	-1,9	-0,5	0,3	2,0	6,8	8,3	10,8	13,1	15,2	16,7	17,5	19,0
CAMA/MESA/BANHO	7,9	4,2	1,9	6,6	8,8	11,3	11,3	11,6	14,0	17,5	22,2	26,3	24,5	22,5	20,9	22,5	23,0	23,0
EQUIP. ELETRO-ELETRONICOS	6,1	8,1	10,0	14,2	16,4	20,3	21,9	24,4	26,4	29,7	32,6	33,2	32,4	31,5	32,6	33,1	33,2	34,6
APAR. DE IMAGEM E SOM	5,7	6,2	9,7	11,8	13,0	14,8	16,9	17,4	16,3	17,9	19,6	17,4	15,4	14,3	13,1	12,2	8,7	7,7
MOBILIARIOS	11,1	16,4	19,3	26,2	30,3	35,9	45,6	41,1	43,5	47,6	50,4	56,3	61,3	60,7	62,1	61,6	61,9	66,5
UTENSILIOS DOMESTICOS	8,6	8,1	5,5	6,0	5,5	6,5	12,0	14,7	16,3	18,4	18,3	21,6	23,7	25,9	26,2	26,7	26,9	28,5
LINHA TELEFONICA	-3,9	-6,6	-3,1	1,4	-3,8	-9,4	-12,7	-11,0	-7,3	-1,9	-1,7	-6,1	-11,0	-12,4	-14,9	-13,5	-11,1	-10,9
TRANSPORTES	10,0	10,5	11,4	11,6	11,4	11,3	11,0	10,7	10,8	11,8	12,5	17,6	24,4	24,2	24,5	28,7	28,7	29,4
VEICULO PROPRIO	5,0	5,8	7,3	7,8	7,5	7,3	6,9	6,4	6,6	8,1	9,1	9,9	9,4	9,2	9,6	15,5	15,5	15,7
TRANSPORTES URBANOS	19,0	19,0	19,0	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8	18,8
DESPESAS PESSOAIS	7,8	7,5	6,7	7,2	8,1	9,3	11,0	13,5	14,7	18,8	21,2	22,8	27,3	30,4	32,1	35,3	36,8	37,4
FUMO E BEBIDAS	5,0	3,9	2,8	4,5	4,9	5,3	6,2	10,1	11,2	19,0	21,5	22,0	23,0	23,9	27,4	34,7	36,7	37,4
RECREACAO E CULTURA	10,1	10,5	10,1	9,9	10,4	10,8	12,9	13,8	14,6	15,6	16,6	18,1	26,0	33,3	33,4	34,3	34,7	34,4
HIGIENE E BELEZA	4,5	-0,3	-2,4	-4,2	-3,4	-2,7	-1,0	0,9	1,7	3,0	5,1	7,4	10,0	11,8	13,1	13,7	15,4	15,9
SERVICOS PESSOAIS	24,2	30,4	35,4	40,5	48,4	59,7	65,5	74,2	80,8	92,7	102,2	112,0	119,3	124,3	124,5	122,1	128,1	133,0
LOTERIA E DEMAIS DESPESAS	7,5	12,8	11,2	10,8	11,5	14,2	16,3	16,1	16,8	17,5	21,1	23,0	32,9	34,7	33,9	35,1	35,6	36,5
VESTUARIO	2,1	2,7	0,8	0,3	4,5	3,5	3,0	1,6	-0,7	5,5	14,0	18,2	16,7	10,3	9,8	9,4	8,4	6,4
ROUPA DE MULHER	-1,4	-1,2	-8,0	-9,2	-4,9	-8,5	-10,2	-13,2	-16,9	-6,4	5,3	12,9	9,0	-1,5	-3,6	-1,9	-4,1	-6,0
ROUPA DE HOMEM	1,8	-0,3	0,2	1,6	4,5	5,1	7,2	7,8	2,7	7,5	15,2	18,0	16,3	7,9	6,8	4,5	4,0	1,5
ROUPA DE CRIANCA	1,1	2,8	4,3	-1,9	4,8	5,8	2,2	4,2	4,3	12,8	17,6	24,3	29,9	24,1	23,8	20,3	21,6	16,7
CALCADOS	7,0	11,2	12,3	13,4	18,2	18,0	17,9	15,8	16,5	16,9	23,6	24,3	23,2	23,7	24,9	25,1	24,2	23,6
TECIDO E AVIAMENTO	6,0	-2,1	-1,2	0,4	3,1	6,0	9,8	9,4	11,7	14,2	19,9	17,4	17,0	15,9	23,2	19,5	16,7	15,6
RELOGIO E JOIA	0,4	1,2	0,9	-0,3	1,4	2,5	6,0	1,2	1,8	1,5	2,7	3,2	2,7	2,2	4,9	3,4	5,6	5,8
SAUDE	7,9	9,6	10,7	12,0	14,0	16,5	20,6	23,9	27,1	30,6	33,8	41,1	49,9	53,3	54,2	56,2	56,9	61,4
REMEDIOS E PRODUTOS FARMACEUTICOS	5,3	5,6	5,4	5,4	5,5	5,3	5,5	5,8	5,9	5,9	6,1	11,8	18,8	19,3	19,3	19,4	19,3	26,9
SERVICOS MEDICOS	9,5	12,0	13,9	16,0	19,2	23,4	30,2	36,1	41,5	47,7	53,3	61,9	71,8	77,6	79,3	82,9	84,3	86,0
EDUCACAO	1,5	0,9	0,8	1,0	1,7	2,8	4,4	5,4	21,1	30,2	39,1	45,3	50,4	52,0	52,7	53,6	54,6	55,4

TABELA - C 5
 ÍNDICE DE PREÇOS POR ATACADO (OFERTA GLOBAL), VARIACÃO (%) MENSAL: JAN/1993 A JUN/1994

	jan/93	fev/93	mar/93	abr/93	mai/93	jun/93	jul/93	ago/93	set/93	out/93	nov/93	dez/93	jan/94	fev/94	mar/94	abr/94	mai/94	jun/94
IPA-OG	24,5	26,3	27,6	28,0	32,6	28,0	32,6	30,0	32,8	33,3	37,3	33,3	41,2	43,1	43,8	40,7	39,4	46,2
Produtos Industriais	25,8	27,7	26,3	29,2	31,6	30,5	32,4	33,2	34,4	36,4	36,5	35,5	39,7	42,2	41,9	42,1	39,8	45,5
Extrativa Mineral	21,1	26,4	26,0	33,3	40,3	31,4	35,1	33,0	35,8	37,7	35,1	37,3	37,5	37,9	42,7	43,5	37,5	45,8
Indústria de Transformaçã	26,7	28,0	27,0	28,4	30,0	30,4	31,8	33,2	34,1	36,1	36,8	35,2	40,2	43,2	41,8	41,8	40,3	45,5
Metalúrgica	28,6	28,6	31,5	25,4	29,1	25,4	29,1	31,2	30,7	31,6	33,3	31,6	41,6	48,0	46,1	39,1	40,8	45,2
Mecânica	26,2	29,8	23,8	30,2	26,7	30,2	26,7	30,7	29,7	33,1	32,7	33,1	38,6	44,9	37,7	39,9	39,2	45,6
Material Elétrico	22,8	26,9	25,4	25,5	28,9	25,5	28,9	29,4	30,7	30,8	31,4	30,8	38,2	43,2	42,1	38,0	37,3	44,9
Mat. de Transporte	28,1	31,7	23,7	27,6	31,4	27,6	31,4	29,6	35,3	29,8	37,7	29,8	43,5	41,4	39,3	38,5	48,2	45,7
Madeira	29,9	33,4	24,3	30,7	32,0	30,7	32,0	29,3	34,9	40,5	28,8	40,5	37,5	49,1	42,3	48,9	45,1	43,3
Mobiliário	31,7	27,1	25,8	27,7	32,6	27,7	32,6	33,1	31,1	27,4	28,0	27,4	37,9	45,9	38,0	51,1	38,0	43,6
Papel e Papelão	28,5	29,1	24,1	25,7	30,1	25,7	30,1	31,0	29,0	31,9	30,4	31,9	37,7	41,4	41,2	34,9	36,9	43,6
Borracha	17,1	32,0	31,8	29,8	30,8	29,8	30,8	28,4	34,9	35,3	34,7	35,3	27,3	61,7	40,5	41,2	39,0	42,2
Couro e Peles	33,5	30,1	26,3	26,1	31,2	28,1	31,2	32,7	30,9	28,3	36,9	28,3	46,0	43,2	35,8	39,1	42,0	51,7
Química	22,6	27,8	25,9	31,0	35,0	31,0	35,0	32,1	31,9	33,8	34,7	33,8	40,0	39,6	40,7	42,4	39,4	44,2
Tec. Vest. e Calçados	25,4	27,7	32,1	31,1	30,2	31,1	30,2	28,5	30,9	32,5	31,8	32,5	38,8	41,2	47,1	42,7	38,7	43,5
Bebidas	27,3	28,0	22,8	24,8	32,8	24,8	32,8	26,6	28,5	41,2	34,7	41,2	42,8	40,8	31,7	53,2	54,7	46,1
Forno	22,3	31,6	29,4	20,4	26,3	20,4	26,3	29,8	33,1	32,3	32,6	32,3	37,1	30,9	38,1	44,4	45,5	42,5
Prod. alimentares	32,6	23,7	23,5	26,3	24,9	26,3	24,9	31,2	34,3	36,8	38,9	36,8	43,2	44,1	40,3	46,4	40,0	50,2
Prod. farmacêuticos	25,4	26,3	30,3	32,4	31,8	32,4	31,8	29,0	43,7	33,3	36,3	33,3	47,0	39,4	36,9	46,0	44,3	51,7
Perf. Sabões e Velas	28,3	22,1	24,5	34,1	26,9	34,1	26,9	26,5	32,8	32,8	36,0	32,8	45,7	44,6	33,6	31,5	36,6	44,6
Prod. Mat. Plástico	36,2	30,4	30,9	29,3	27,0	29,3	27,0	23,9	32,8	31,9	38,4	31,9	39,0	44,2	41,9	41,6	42,7	43,6
Produtos Agrícolas	28,7	21,8	30,1	24,1	36,0	28,4	34,2	33,8	46,6	31,7	36,3	36,2	45,6	45,7	48,9	36,9	36,2	48,2

Fonte: FGV

TABELA - C 6

ÍNDICE DE PREÇOS POR ATACADO (OFERTA GLOBAL), VARIAÇÃO (%) MENSAL: JUL/1984 A DEZ/1995

	Jul/94	ago/94	set/94	out/94	nov/94	dez/94	jan/95	fev/95	mar/95	abr/95	mai/95	jun/95	Jul/95	ago/95	set/95	out/95	nov/95	dez/95
IPA-OG	5,3	4,0	1,6	2,2	1,3	-0,3	1,0	0,7	1,4	1,9	-1,8	1,2	2,0	1,9	-2,2	-0,3	1,3	-0,6
Produtos Industriais	0,8	0,0	-0,1	0,2	0,9	1,1	1,1	0,9	1,0	2,0	1,2	1,5	1,3	0,5	1,6	0,6	0,4	0,3
Extrativa Mineral	-0,5	0,5	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,4	-0,1	1,1	0,3	0,2	6,3	-0,1	0,1	0,0
Ind. de Transformação	1,1	-0,1	-0,1	0,3	1,1	1,3	1,3	1,0	1,2	2,2	1,4	1,6	1,4	0,5	0,8	0,8	0,4	0,4
Metalúrgica	0,0	0,0	0,0	-0,9	1,2	2,0	2,0	1,5	1,7	4,4	3,2	2,7	0,3	0,2	-0,8	0,0	-0,2	0,3
Mecânica	0,6	-0,1	0,1	0,1	0,8	1,7	2,0	1,3	2,0	3,4	1,7	2,8	1,8	0,3	1,0	0,8	0,1	0,7
Material Elétrico	2,5	-0,3	-0,4	0,1	0,7	0,9	2,1	1,6	1,4	1,1	0,6	0,5	0,8	0,7	0,0	0,6	0,1	0,5
Mat. de Transporte	-3,2	-0,7	0,0	-1,5	0,1	0,3	2,7	2,2	0,9	2,8	3,3	2,2	2,4	0,3	0,8	0,2	0,4	0,5
Madeira	3,7	-0,2	-1,0	1,5	0,6	4,8	3,1	2,3	1,3	0,1	0,8	1,7	-0,3	0,4	-1,5	0,0	-0,4	-0,2
Mobiliário	1,9	-0,5	-0,2	0,1	3,8	4,5	7,5	1,6	3,8	2,6	3,6	2,3	0,5	0,4	0,0	0,3	1,6	0,6
Papel e Papelão	2,3	1,3	0,6	1,5	2,7	2,9	5,1	3,4	6,2	6,0	5,1	3,6	0,3	0,0	-0,2	1,7	-0,1	-1,8
Borracha	-2,4	-1,4	-1,1	-0,1	-0,8	1,6	0,4	0,1	1,5	2,6	3,6	1,8	3,4	-1,9	1,0	0,1	0,7	-0,4
Couro e Peles	0,6	-2,2	-0,2	0,4	2,3	0,6	0,6	-1,4	-0,1	0,1	-0,2	-1,4	0,0	-1,1	0,0	-1,6	0,1	-0,3
Química	0,8	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,6	1,1	0,9	0,7	1,0	0,7	3,9	1,3	0,8	0,2
Tec. Vest. e Calç.	2,3	0,3	-0,2	-0,1	1,7	1,5	2,0	1,8	1,1	1,6	1,2	2,1	1,7	0,6	-0,2	0,0	-0,2	-0,4
Bebidas	0,2	-1,3	0,8	-0,1	0,1	0,3	-1,4	0,7	2,8	5,3	1,7	0,6	0,7	0,2	4,8	2,5	0,8	2,3
Fumo	17,4	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,0	3,6	0,0	6,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	5,9	0,0	0,0
Prod. alimentares	1,0	0,2	-0,3	2,7	2,2	0,9	-1,3	-0,8	-0,6	0,5	-0,6	0,2	3,0	1,8	0,8	1,6	2,1	0,7
Prod. farmacêutico	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,6	6,2	0,1	0,0	0,0	0,0	7,9
Perf. Sabões e Vel	1,0	0,0	0,0	-0,1	0,6	1,5	1,4	0,3	0,2	1,9	0,6	1,3	1,3	1,0	0,4	2,0	0,4	0,0
Prod. Mat. Plástico	2,4	1,0	-1,4	1,0	2,7	2,6	3,1	1,2	0,9	2,6	0,1	0,5	1,0	-0,2	0,2	0,1	-0,7	0,1
Produtos Agrícolas	18,2	13,4	5,2	6,0	2,0	-2,8	0,8	0,2	2,2	1,9	-7,6	0,6	3,4	4,6	-9,6	-2,4	3,9	-2,7

Fonte: FGV

TABELA - C 7
ÍNDICE DE PREÇOS POR ATACADO (OFERTA GLOBAL), VARIÇÃO (%) ACUMULADA DESDE O PLANO REAL

	jul/94	ago/94	set/94	out/94	nov/94	dez/94	jan/95	fev/95	mar/95	abr/95	mai/95	jun/95	jul/95	ago/95	set/95	out/95	nov/95	dez/95
IPA-OG	5,3	9,5	11,3	13,7	15,2	14,8	16,0	16,7	18,4	20,7	18,5	19,9	22,3	24,5	21,8	21,5	23,1	22,3
Produtos Industriais	0,8	0,8	0,6	0,8	1,8	2,9	4,0	4,9	6,0	8,1	9,4	11,0	12,5	13,0	14,8	15,5	15,9	16,3
Extrativa Mineral	-0,5	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,2	0,1	1,2	1,4	1,7	8,1	8,0	8,2	8,1
Ind. de Transformação	1,1	0,9	0,8	1,1	2,2	3,5	4,8	5,9	7,1	9,5	11,0	12,8	14,4	15,1	16,0	16,9	17,4	17,8
Metalúrgica	0,0	0,0	0,0	-0,9	0,3	2,3	4,4	6,0	7,9	12,6	16,2	19,3	19,7	19,9	19,0	19,0	18,7	19,1
Mecânica	0,6	0,6	0,6	0,7	1,6	3,3	5,4	6,7	8,9	12,6	14,6	17,8	19,9	20,3	21,4	22,4	22,5	23,3
Material Elétrico	2,5	2,2	1,9	2,0	2,7	3,7	5,9	7,5	9,0	10,3	10,9	11,4	12,3	13,2	13,1	13,8	13,9	14,6
Mat. de Transporte	-3,2	-3,9	-3,9	-5,3	-5,2	-4,9	-2,3	-0,1	0,7	3,5	6,9	9,3	11,9	12,3	13,1	13,3	13,8	14,3
Madeira	3,7	3,5	2,5	4,0	4,6	9,6	13,0	15,6	17,1	17,2	18,2	20,2	19,8	20,3	18,5	18,6	18,1	18,0
Mobiliário	1,9	1,4	1,2	1,3	5,2	9,9	18,2	20,0	24,6	27,8	32,4	35,4	36,0	36,5	36,5	36,9	39,1	39,9
Papel e Papelão	2,3	3,6	4,2	5,7	8,6	11,7	17,5	21,4	29,0	36,7	43,7	48,8	49,3	49,3	49,0	51,5	51,3	48,6
Borracha	-2,4	-3,8	-4,8	-4,8	-5,6	-4,0	-3,6	-3,5	-2,1	0,3	3,9	5,7	9,4	7,3	8,3	8,4	9,1	8,7
Couro e Peles	0,6	-1,7	-1,9	-1,5	0,8	1,4	2,0	0,5	0,5	0,6	0,4	-0,9	-1,0	-2,1	-2,1	-3,7	-3,6	-3,8
Química	0,8	0,8	0,8	0,7	0,9	1,2	1,5	1,9	2,5	3,6	4,5	5,2	6,2	7,0	11,1	12,5	13,4	13,6
Tec. Vest. e Calç.	2,3	2,5	2,4	2,3	4,0	5,6	7,6	9,5	10,8	12,5	13,9	16,2	18,1	18,9	18,7	18,6	18,3	17,9
Bebidas	0,2	-1,1	-0,3	-0,4	-0,3	0,0	-1,4	-0,8	2,0	7,4	9,2	9,8	10,6	10,8	16,1	19,1	20,1	22,8
Fumo	17,4	17,5	17,5	17,5	17,5	17,3	17,3	21,5	21,6	29,3	29,5	29,5	29,5	29,5	29,5	37,1	37,1	37,1
Prod. alimentares	1,0	1,2	0,9	3,7	6,0	6,9	5,5	4,7	4,1	4,6	4,0	4,2	7,3	9,3	10,1	11,9	14,1	15,0
Prod. farmacêutico	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	6,2	12,8	12,9	12,9	12,9	12,9	21,8
Perf. Sabões e Vel	1,0	1,0	1,0	0,9	1,5	3,0	4,4	4,7	4,9	6,8	7,4	8,8	10,3	11,4	11,8	14,1	14,6	14,5
Prod. Mat. Plástico	2,4	3,4	1,9	2,9	5,8	8,5	11,9	13,2	14,2	17,2	17,3	17,8	19,0	18,8	19,0	19,1	18,3	18,4
Produtos Agrícolas	18,2	33,9	40,9	49,4	52,3	48,0	49,2	49,5	52,9	55,7	43,8	44,6	49,5	56,5	41,5	38,1	43,6	39,7

Fonte: FGV

TABELA - C 8
Evolução da Produção Industrial, 1985 - 1995^{1/}

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Indicador Geral	101,14	112,20	113,18	109,51	112,71	102,68	100,00	96,27	103,50	111,37	113,21
Categoria de Uso											
Ind. de Bens de Capital	101,97	124,30	122,08	119,54	119,86	101,30	100,00	93,14	102,10	121,15	121,51
Ind. de Bens Intermediários	102,03	110,58	111,79	109,44	112,09	102,30	100,00	97,56	102,89	109,56	110,41
Ind. de Bens de Consumo	93,12	103,41	103,48	99,86	103,47	97,96	100,00	94,61	104,24	108,85	115,25
Ind. de Bens de Consumo Durável	86,46	104,11	98,47	99,06	101,42	95,55	100,00	86,98	112,30	129,73	145,44
Ind. de Bens de Consumo não durável	94,41	102,86	104,33	99,69	103,61	98,21	100,00	96,16	97,16	99,30	111,68
Gêneros											
Ind. Extrativa Mineral	89,82	93,13	92,43	92,78	96,45	99,09	100,00	100,77	101,40	106,15	109,50
Ind. de Transformação	101,32	112,77	113,84	109,96	113,12	102,41	100,00	95,92	103,66	111,78	113,53
Minerais não metálicos	93,57	109,70	112,26	107,57	111,68	99,36	100,00	92,32	96,85	99,82	103,94
Metalúrgica	106,27	118,96	119,47	115,59	121,39	106,07	100,00	99,36	107,02	117,91	115,94
Mecânica	110,08	134,28	139,70	127,68	134,04	111,44	100,00	90,52	106,23	128,61	122,76
Mat. Elétrico e Comunicação	93,60	114,74	112,18	107,20	113,28	107,04	100,00	87,35	99,80	118,70	136,10
Material de Transporte	111,14	125,06	112,36	122,57	119,12	100,23	100,00	97,84	118,16	134,54	136,73
Madeira	-	-	-	-	-	-	100,00	98,80	105,55	102,80	98,99
Mobiliário	-	-	-	-	-	-	100,00	88,44	106,48	107,72	114,28
Papel e Papelão	84,02	92,81	96,18	94,66	99,98	93,73	100,00	97,99	102,73	105,61	105,89
Borracha	89,82	101,99	105,68	107,94	99,98	101,26	100,00	99,92	109,17	113,56	113,34
Couros e Peles	-	-	-	-	-	-	100,00	96,89	107,09	102,43	85,23
Química	113,79	115,45	121,83	118,16	117,81	108,22	100,00	99,54	103,81	110,61	110,17
Farmacêutica	100,46	123,41	126,34	108,43	113,50	102,48	100,00	88,75	99,73	97,28	114,93
Perf., Sabões e Velas	71,57	85,88	96,40	88,84	99,08	93,45	100,00	99,40	103,82	106,37	112,01
Prod. Mat. Plásticas	97,80	118,93	113,94	105,71	118,78	100,24	100,00	88,66	95,50	99,44	109,56
Têxtil	101,63	115,37	114,68	107,67	108,20	97,25	100,00	95,49	95,06	98,67	92,98
Vest., Calç e Art. Tec	145,55	156,11	141,11	131,55	133,99	115,23	100,00	92,35	102,11	99,93	92,68
Produtos Alimentares	89,45	89,77	95,89	93,62	94,81	96,54	100,00	99,92	100,47	102,71	110,76
Bebidas	59,29	73,03	70,53	72,22	82,84	84,73	100,00	83,35	90,60	99,98	117,46
Fumo	81,13	87,18	89,01	89,87	94,47	93,19	100,00	117,72	122,91	104,74	99,31

1/ Média anual. Índice base fixa: média 1991 = 100

Fonte: IBGE

TABELA - C 9
Produção Industrial, Jan/Dez 1994¹

	jan/94	fev/94	mar/94	abr/94	mai/94	jun/94	jul/94	ago/94	set/94	out/94	nov/94	dez/94
Indicador Geral	95,53	90,96	109,71	99,90	112,06	111,88	114,27	124,71	121,27	120,85	120,92	114,32
Categoria de Uso												
Ind. de Bens de Capital	96,17	96,13	122,62	102,64	119,59	119,51	118,76	135,94	136,12	134,00	137,26	135,01
Ind. de Bens Intermediários	96,42	92,53	109,96	103,10	112,07	110,09	111,36	119,60	115,66	116,39	115,55	112,02
Ind. de Bens de Consumo	92,92	85,13	104,09	91,37	106,35	108,41	113,93	126,79	122,88	120,63	123,43	110,22
Ind. de Bens de Consumo Durável	109,41	102,88	136,81	113,49	137,16	122,43	124,85	145,38	140,25	141,90	152,12	130,12
Ind. de Bens de Consumo não Durável	85,26	81,24	103,33	88,25	97,66	96,15	97,03	110,22	109,21	106,74	113,58	102,88
Gêneros												
Ind. Extrativa Mineral	105,23	101,22	106,38	105,05	107,78	104,84	106,34	113,18	102,07	104,26	103,22	114,27
Ind. de Transformação	94,77	90,18	110,00	99,61	112,48	112,46	114,95	125,65	122,92	122,06	122,12	114,11
Minerais não metálicos	90,35	87,36	99,11	92,57	98,28	97,02	96,46	106,00	109,26	106,30	107,19	107,98
Metalúrgica	105,19	101,51	118,11	108,40	119,63	118,25	119,40	124,85	122,77	127,10	126,26	123,46
Mecânica	106,40	106,13	131,53	111,89	128,39	125,39	124,60	139,16	145,80	139,96	144,77	139,30
Mat. Elétrico e Comunicação	94,50	95,42	124,13	105,90	122,91	116,15	115,92	136,55	130,43	127,13	134,07	121,33
Material de Transporte	115,80	111,93	143,56	117,27	142,13	132,16	136,71	152,71	131,04	147,97	149,61	133,54
Madeira	96,00	99,15	111,87	95,34	101,53	99,66	99,14	113,78	109,67	104,41	104,20	98,80
Mobiliário	89,87	81,69	99,47	84,89	98,69	93,79	94,70	120,77	130,14	127,71	137,95	132,95
Papel e Papelão	103,21	92,64	105,99	97,81	105,94	101,30	101,09	110,58	108,46	114,73	112,93	112,69
Borracha	106,69	99,44	117,15	91,15	116,48	110,59	114,16	123,91	118,48	124,58	121,01	119,09
Couros e Peles	99,73	95,17	115,19	102,42	111,97	103,96	100,89	109,62	103,27	98,97	99,04	88,92
Química	88,93	81,27	96,28	95,85	108,66	118,9	124,17	131,33	131,07	125,83	117,27	107,71
Farmacêutica	73,14	78,69	102,81	85,86	93,93	101,57	107,23	114,12	106,54	100,44	109,89	93,10
Perf., Sabões e Velas	100,61	86,91	110,07	99,26	109,65	93,78	85,38	111,72	119,27	117,97	120,97	120,85
Prod. Mat. Plásticas	86,99	83,74	96,59	84,19	92,00	88,27	90,53	104,66	111,81	117,28	121,62	115,63
Têxtil	80,99	82,54	105,19	98,52	103,66	94,72	98,41	104,74	104,23	105,77	106,26	98,96
Vest., Calç e Art. Tec	89,97	78,92	97,54	83,01	93,19	94,47	100,39	112,19	111,40	109,13	121,60	107,40
Produtos Alimentares	87,90	76,12	90,34	85,33	99,31	107,17	115,51	126,91	117,71	116,51	109,81	99,90
Bebidas	79,19	80,65	91,97	89,91	93,98	95,14	82,38	107,12	115,08	117,13	124,46	122,79
Fumo	49,68	76,10	172,50	174,44	196,21	181,14	129,69	73,91	53,91	51,44	50,74	47,07

¹ Índice, base: média 1991 = 100

Fonte: IBGE

TABELA - C 10
Produção Industrial, Jan/Dez 1995^{1/}

	jan/95	fev/95	mar/95	abr/95	mai/95	jun/95	jul/95	ago/95	set/95	out/95	nov/95	dez/95
Indicador Geral	111,72	106,47	124,23	111,24	110,25	115,74	114,57	117,86	112,93	117,64	115,24	100,57
Categoria de Uso												
Ind. de Bens de Capital	132,00	131,55	155,52	128,84	133,77	127,98	122,74	115,91	107,69	104,13	108,34	89,67
Ind. de Bens Intermediários	109,65	106,43	124,35	111,86	105,38	113,03	111,21	111,89	108,40	114,73	110,06	97,91
Ind. de Bens de Consumo	106,44	100,65	119,00	104,63	112,96	114,00	115,50	127,45	120,11	125,93	126,87	109,42
Ind. de Bens de Consumo Durável	119,90	132,44	161,45	141,22	163,13	145,55	130,16	162,91	145,48	155,63	161,91	125,45
Ind. de Bens de Consumo não durável	101,10	100,32	121,16	113,66	102,73	107,56	112,51	120,22	115,17	119,87	119,73	106,15
Gêneros												
Ind. Extrativa Mineral	115,55	104,20	114,34	111,03	64,77	112,44	116,96	117,63	111,09	119,55	115,27	111,16
Ind. de Transformação	111,09	106,60	125,13	111,31	113,86	116,06	114,46	118,03	113,24	117,62	115,27	99,74
Minerais não metálicos	103,21	95,36	111,26	104,25	112,60	104,46	102,32	106,51	102,72	103,35	102,75	98,43
Metalúrgica	124,47	114,10	132,20	117,81	124,04	117,31	116,01	116,60	108,03	111,61	107,96	101,19
Mecânica	141,88	144,44	163,26	132,84	134,45	130,41	120,67	110,08	102,38	101,12	103,86	87,76
Mat. Elétrico e Comunicação	116,53	117,72	145,75	133,15	152,44	137,93	141,97	154,59	137,95	136,48	143,03	115,70
Material de Transporte	124,47	138,12	165,90	133,89	161,09	153,15	121,73	140,97	125,25	139,36	138,33	98,49
Madeira	96,81	96,11	107,08	95,32	103,19	101,55	98,12	99,06	101,08	99,10	101,26	89,21
Mobiliário	124,82	108,73	127,79	106,16	117,87	102,91	102,42	115,15	108,88	116,44	122,97	117,22
Papel e Papelão	116,20	103,59	115,22	107,46	110,79	103,24	100,59	105,98	102,73	104,13	103,67	97,13
Borracha	126,46	118,34	135,01	113,97	130,05	119,89	113,13	99,80	96,96	104,66	101,79	100,03
Couros e Peles	90,13	85,82	98,28	83,56	93,99	83,90	82,78	81,27	76,88	84,90	86,36	74,87
Química	101,25	94,05	104,24	100,92	70,21	110,85	118,87	125,74	133,71	135,07	122,37	104,81
Farmacêutica	91,68	101,79	129,80	123,25	133,53	128,80	129,60	118,46	102,24	110,93	114,70	94,39
Perf., Sabões e Velas	113,21	103,73	116,69	110,73	112,84	106,34	115,26	112,09	109,19	117,94	118,77	107,34
Prod. Mat. Plásticas	119,25	107,06	123,61	106,55	112,88	99,75	95,92	106,93	104,68	116,60	118,04	103,47
Têxtil	99,13	95,17	114,59	107,64	114,81	96,72	90,56	81,52	78,73	84,17	83,28	69,43
Vest., Calç e Art. Tec	100,25	88,48	101,34	86,34	95,41	88,14	86,45	96,36	87,25	97,43	100,13	84,52
Produtos Alimentares	95,68	84,70	102,83	89,74	104,31	109,99	119,33	125,92	122,10	131,83	127,39	115,27
Bebidas	115,55	106,44	132,94	120,44	107,49	110,29	107,43	115,86	119,81	120,79	129,38	123,06
Fumo	51,38	80,43	181,75	180,44	174,22	155,14	110,27	60,39	48,07	50,70	51,44	47,49

1/ Índice, base: média 1991 = 100

Fonte: IBGE

TABELA - C 11
INDICADORES DE DESEMPENHO DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO, CNI/BRASIL: 1993-1995

Período	Vendas Reais		Horas Trabalhadas na Produção		Capacidade Utilizada	
	Normal	Dessaz.	Normal	Dessaz.	Normal	Dessaz.
jan/93	91,53	98,35	92,27	96,46	72,70	73,23
fev/93	92,07	101,34	90,48	96,01	72,50	73,47
mar/93	112,27	106,04	101,40	98,01	75,40	74,51
abr/93	104,28	111,00	97,05	98,76	74,80	75,76
mai/93	108,25	106,78	100,37	96,74	75,70	75,66
jun/93	106,83	108,60	100,70	99,44	76,00	76,28
jul/93	107,19	106,81	103,26	100,47	75,70	76,08
ago/93	110,30	104,15	102,63	98,94	75,90	75,34
set/93	107,20	102,82	99,51	99,49	75,80	75,51
out/93	108,15	101,53	98,92	97,54	76,80	75,40
nov/93	107,15	103,39	98,05	98,20	77,00	75,95
dez/93	100,41	104,77	93,62	98,00	74,90	75,49
jan/94	96,06	103,21	91,89	96,06	75,10	75,65
fev/94	93,22	102,61	90,53	96,06	74,90	75,49
mar/94	108,92	102,87	101,45	98,06	76,60	75,69
abr/94	94,30	100,37	94,90	96,57	74,90	75,46
mai/94	107,65	106,18	101,26	97,60	75,80	75,56
jun/94	106,73	108,50	98,38	97,15	75,90	76,18
jul/94	111,38	110,98	97,94	95,29	76,90	76,68
ago/94	128,81	121,62	102,69	99,00	78,70	78,12
set/94	129,97	124,66	99,54	99,52	79,90	78,99
out/94	131,91	123,84	99,77	98,38	80,90	78,54
nov/94	133,59	128,90	101,03	101,18	80,90	79,31
dez/94	126,21	131,69	99,54	104,20	78,90	80,17
jan/95	122,58	131,71	98,74	103,22	79,50	80,08
fev/95	117,13	128,93	97,01	102,94	78,60	79,54
mar/95	143,04	135,10	106,68	103,11	81,40	80,43
abr/95	119,98	127,71	99,09	100,83	78,10	79,10
mai/95	131,61	129,82	106,06	102,23	79,00	78,96
jun/95	125,91	128,00	102,33	101,05	78,90	78,59
jul/95	120,52	120,09	99,21	96,53	77,90	78,29
ago/95	127,61	120,49	100,72	97,10	78,00	77,43
set/95	121,70	116,73	93,60	93,58	76,60	76,30
out/95	126,83	119,07	95,37	94,04	77,80	76,38
nov/95	127,38	122,91	92,91	93,05	77,90	76,25
dez/95	114,89	119,88	85,80	89,81	75,20	76,41
jan/96	115,93	124,56	87,07	91,02	76,00	76,56
fev/96	116,66	128,41	85,84	91,09	75,60	76,50
mar/96	129,14	121,97	90,25	87,23	76,90	75,99
Média						
1993	104,64	104,63	98,19	98,17	75,23	75,22
1994	114,06	113,79	98,24	98,26	77,16	77,15
1995	124,93	125,03	98,13	98,12	78,14	78,15

Fonte: CNI

TABELA - C 12
 FATURAMENTO REAL DO COMÉRCIO VAREJISTA, REGIÃO METROPOLITANA DE SÃO PAULO: JAN/1993 - JUN/1994^{1/}

Período	Jan/93	fev/93	mar/93	abr/93	maí/93	Jun/93	Jul/93	ago/93	set/93	out/93	nov/93	dez/93	Jan/94	fev/94	mar/94	abr/94	maí/94	Jun/94
Comércio Geral	104,2	63,6	65,9	81,2	76,0	78,4	78,4	81,3	83,9	80,0	81,9	85,9	113,5	76,3	74,0	87,5	77,7	89,3
Comércio Geral s/ Concessionários	98,5	57,4	59,3	68,1	66,4	67,4	67,3	70,3	69,5	66,9	72,1	72,5	105,2	65,6	63,7	73,3	68,0	73,4
Varejo de Bens de Consumo	106,2	59,2	60,9	69,4	68,2	69,3	69,6	72,3	71,9	69,5	75,3	75,7	114,3	67,9	66,2	75,6	71,2	76,7
Bens Duráveis	95,2	47,5	47,9	56,5	52,6	57,6	60,2	66,0	64,7	62,8	67,6	68,4	107,4	59,0	53,3	63,6	65,3	74,5
Lojas de Departamento	102,1	48,3	51,1	57,9	55,4	57,3	56,7	57,7	59,2	60,3	66,4	65,4	110,1	57,4	52,9	60,7	56,6	60,7
Utilidades Domésticas	96,7	49,8	47,1	59,1	53,8	63,7	71,4	85,5	79,9	73,6	77,7	81,2	119,1	66,0	56,5	71,8	90,3	108,0
Cini Foto Som e Óticas	86,0	42,2	42,3	48,1	42,3	46,4	44,4	48,2	47,9	42,4	47,5	46,9	83,6	47,7	43,6	46,8	38,4	43,1
Móveis e Decorações	51,1	33,1	32,6	39,2	35,3	37,9	41,4	46,6	43,0	42,9	42,4	44,7	49,7	41,5	43,3	54,5	41,9	57,3
Bens Semi-Duráveis	116,2	41,5	44,1	51,2	49,7	66,5	69,0	62,9	67,4	55,2	64,6	73,6	145,5	51,3	49,9	53,5	53,9	64,1
Vestuário	114,3	37,8	41,3	47,8	46,7	68,6	73,1	63,6	69,7	53,5	63,7	70,9	155,6	49,3	51,0	55,2	58,3	71,2
Tecidos	74,4	44,6	45,2	57,2	50,8	55,7	54,7	50,9	51,1	50,4	67,1	79,7	88,7	57,9	52,5	53,6	46,3	55,7
Calçados	173,2	54,9	55,7	60,0	62,1	70,8	69,0	74,4	77,1	68,5	67,1	80,3	157,6	54,3	44,2	47,7	44,6	45,8
Bens Não Duráveis	118,4	77,2	80,1	89,2	90,8	84,4	81,9	85,3	84,6	83,8	90,1	87,9	121,1	84,5	85,8	96,6	86,2	88,4
Supermercados	119,5	76,8	80,1	88,6	90,7	83,3	81,2	84,8	83,9	83,1	89,6	87,1	122,1	83,9	85,6	96,5	85,8	87,8
Farmácia e Perfumarias	108,8	85,3	82,3	99,9	94,7	100,7	93,6	94,4	95,1	95,2	98,2	100,3	112,7	93,9	91,0	101,0	94,9	99,7
Comércio Automotivo	119,0	88,4	92,5	138,1	117,7	125,9	125,5	128,8	146,7	136,2	122,3	143,7	141,9	121,5	118,0	150,5	117,4	158,6
Concessionária de Veículos	131,4	96,5	101,2	153,9	128,8	138,9	139,7	142,5	164,7	152,9	135,3	160,9	157,9	135,2	130,7	167,2	131,0	179,6
Autopeças e Acessórios	56,9	47,9	48,9	59,0	61,8	61,0	54,5	60,1	56,3	52,4	57,5	57,8	61,9	53,0	54,6	67,1	49,3	53,3
Materiais de Construção	60,1	52,9	56,3	68,1	59,9	61,6	60,8	64,3	61,1	57,9	58,6	59,5	59,2	58,3	54,1	65,2	55,3	60,6

1/ Base: média 1990 = 100

Fonte: FCESP

TABELA - C 13
FATURAMENTO REAL DO COMÉRCIO VAREJISTA, REGIÃO METROPOLITANA DE SÃO PAULO: JUL/1994 - DEZ/1995^v

Período	Jul/94	ago/94	set/94	out/94	nov/94	dez/94	jan/95	fev/95	mar/95	abr/95	mai/95	Jun/95	Jul/95	ago/95	set/95	out/95	nov/95	dez/95
Comércio Geral	81,5	87,1	106,5	100,8	100,6	102,7	136,9	88,7	89,5	103,2	96,1	97,2	93,5	94,3	94,6	90,9	92,2	92,0
Comércio Geral s/ Concessionário	67,4	74,8	89,2	90,9	92,4	92,5	134,6	80,4	81,1	92,1	88,9	89,6	83,5	84,8	84,3	83,7	82,4	84,9
Varejo de Bens de Consumo	70,5	79,3	94,1	96,0	98,1	98,4	148,0	84,6	86,2	96,8	95,0	95,5	89,4	90,9	90,0	90,0	88,4	91,6
Bens Duráveis	63,3	80,6	106,0	107,2	108,5	106,8	169,5	90,7	90,1	100,2	96,8	103,7	92,4	97,4	89,5	90,9	91,5	95,1
Lojas de Departamento	57,0	66,3	86,1	88,8	89,1	86,0	154,4	76,9	81,4	89,6	85,5	89,9	81,8	80,2	79,3	78,0	80,5	84,0
Utilidades Domésticas	81,6	116,8	156,6	154,8	157,2	157,5	227,7	125,7	121,3	134,6	135,4	148,2	127,2	143,8	123,9	129,6	127,5	132,2
Cini Foto Som e Óticas	36,4	41,5	50,1	54,2	55,5	57,1	101,6	54,7	45,3	53,0	45,6	48,4	47,8	47,0	50,8	45,4	46,1	47,0
Móveis e Decorações	48,8	55,4	71,5	72,6	76,2	72,3	82,8	64,1	54,8	66,5	53,2	55,0	54,4	52,7	52,1	53,3	58,8	61,3
Bens Semi-Duráveis	66,7	66,7	85,1	80,3	84,8	92,0	173,9	67,0	68,9	79,7	80,5	101,1	94,7	86,7	93,9	83,9	85,3	93,2
Vestuário	76,1	76,2	96,9	85,0	87,3	92,0	200,8	70,1	74,1	85,6	88,9	116,8	110,4	99,8	109,0	96,4	97,3	106,2
Tecidos	53,6	47,7	68,1	81,6	95,2	110,9	97,7	62,1	57,0	73,1	65,4	70,4	62,2	58,2	56,8	53,1	55,5	64,4
Calçados	43,7	48,2	57,0	63,6	69,4	79,1	141,8	61,9	62,0	66,1	65,2	74,6	69,5	67,0	74,5	68,2	70,1	74,0
Bens Não Duráveis	83,7	88,0	94,7	98,6	101,2	101,7	138,6	91,0	94,7	106,6	105,4	97,1	94,9	95,2	99,4	99,7	95,4	97,6
Supermercados	82,6	87,8	94,2	98,7	101,6	102,0	140,2	89,5	94,4	106,2	106,0	96,5	94,1	94,6	98,5	99,4	94,7	97,0
Farmácia e Perfumarias	99,4	93,8	105,3	102,4	100,5	103,0	125,3	112,6	102,6	116,3	102,8	109,1	109,2	106,4	115,5	108,6	108,2	109,1
Comércio Automotivo	142,0	137,7	179,5	139,1	129,7	141,3	130,3	119,8	120,7	146,5	121,0	123,7	130,6	128,4	132,7	114,0	127,8	114,6
Concessionária de Veículos	160,8	155,1	203,5	154,6	144,2	157,9	143,2	132,4	133,8	162,5	133,6	136,9	146,2	144,1	149,1	127,5	144,2	128,5
Autopeças e Acessórios	47,6	50,6	59,2	61,6	56,9	58,6	65,8	56,5	54,9	66,5	58,2	57,7	51,4	48,5	49,5	45,9	44,1	44,0
Materiais de Construção	56,4	55,3	69,4	69,1	68,4	66,5	65,4	63,2	58,0	72,9	61,0	63,7	57,1	57,9	60,0	55,9	55,8	54,8

Fonte: FCESP

TABELA - C 14

CONSULTAS AO SISTEMA DE TELECHEQUE, SPC, E INDICADORES DO NÍVEL DE INADIMPLÊNCIA, SÃO PAULO: 1993-1995

	Consultas		Inadimplência			
	Telecheque	SCPC	Nº Registros SPC	Tit. protestados SP	Concordatas Requeridas na Capital - SP	Falências Requeridas na Capital - SP
jan/93	620.860	475.662	45.127	33.632	13	225
fev/93	638.357	486.140	46.434	24.679	5	420
mar/93	764.204	601.545	68.673	34.066	8	459
abr/93	725.608	552.304	62.969	28.020	10	400
mai/93	793.100	626.673	59.290	31.813	17	392
jun/93	787.521	634.604	47.292	36.082	11	386
jul/93	823.828	636.420	42.160	34.776	11	463
ago/93	761.651	618.114	45.188	32.819	7	370
set/93	751.135	611.103	56.901	34.960	12	370
out/93	815.532	627.936	46.522	33.478	12	343
nov/93	793.629	616.376	55.170	43.677	10	308
dez/93	1.068.779	798.527	53.097	42.274	24	390
jan/94	693.379	442.512	57.602	46.928	23	238
fev/94	675.429	443.643	54.277	38.476	8	370
mar/94	821.118	533.770	82.393	43.582	12	533
abr/94	724.867	535.040	66.971	39.145	10	402
mai/94	755.139	596.868	62.562	44.054	10	404
jun/94	715.895	580.201	48.636	41.959	16	376
jul/94	641.897	742.066	45.651	39.127	12	314
ago/94	735.412	906.915	62.861	36.839	3	378
set/94	704.602	833.928	73.165	30.862	5	307
out/94	691.110	799.080	87.193	34.122	2	258
nov/94	685.383	743.472	105.048	43.457	9	289
dez/94	889.932	1.108.641	144.715	53.616	15	381
jan/95	617.612	663.599	114.376	72.173	15	270
fev/95	628.979	645.221	127.512	58.024	13	390
mar/95	739.264	742.424	218.769	85.090	21	496
abr/95	685.062	705.907	245.494	49.362	28	479
mai/95	821.139	781.232	144.228	38.461	57	693
jun/95	832.777	756.136	202.931	33.146	47	793
jul/95	943.862	804.340	233.689	35.284	53	1.032
ago/95	949.753	824.541	188.745	25.507	49	1.197
set/95	962.179	826.083	153.638	34.784	34	1.107
out/95	997.908	850.881	152.758	27.581	25	1.064
nov/95	1.005.292	860.589	157.599	26.876	26	1.309
dez/95	1.319.181	1.157.559	112.329	23.987	41	1.329
Média						
1993	778.684	607.117	52.402	34.190	12	377
1994	727.847	688.845	74.256	41.014	10	354
1995	875.251	801.543	171.006	42.523	34	847
Acumulado						
1993	9.344.204	7.285.404	628.823	410.276	140	4.526
1994	8.734.163	8.266.136	891.074	492.167	125	4.250
1995	10.503.008	9.618.512	2.052.068	510.275	409	10.159
Var. (%)						
94/93	-6,53	13,46	41,71	19,96	-10,71	-6,10
95/94	20,25	16,36	130,29	3,68	227,20	139,04

Fonte: IEGV/ACSP

GRÁFICO - C 1

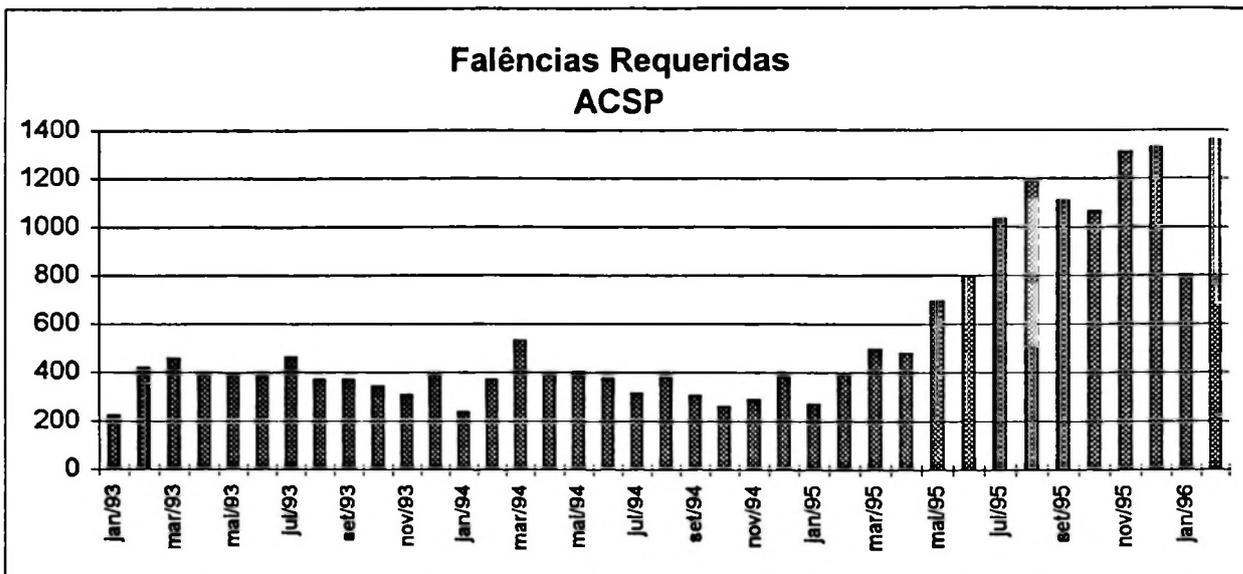


GRÁFICO - C 2

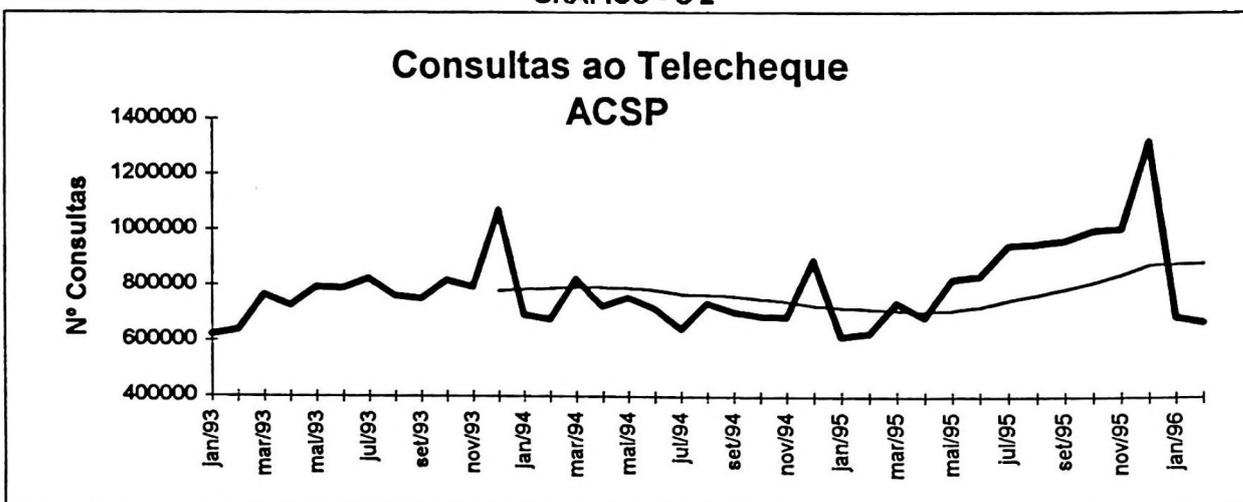


GRÁFICO - C 3

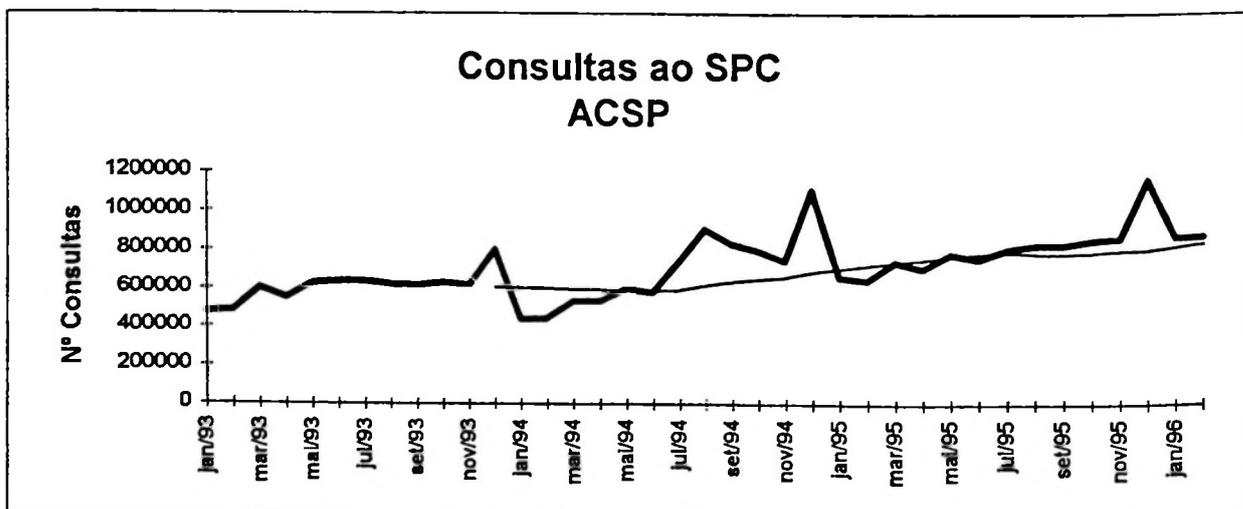


TABELA - C 15
EMPREGO E MASSA SALARIAL NA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO, CNI/BRASIL: 1993-1995

Período	Pessoal Empregado		Massa Salarial
	Normal	Dessaz.	
jan/93	96,13	96,55	100,11
fev/93	96,16	96,44	97,89
mar/93	96,43	96,35	102,86
abr/93	96,71	96,41	100,08
mai/93	97,30	96,59	102,99
jun/93	97,58	97,00	99,20
jul/93	97,40	97,20	101,13
ago/93	97,10	97,35	97,87
set/93	96,93	97,10	96,58
out/93	96,72	96,77	98,96
nov/93	96,37	96,50	104,68
dez/93	95,90	96,49	102,16
jan/94	95,54	95,96	96,67
fev/94	95,40	95,68	94,60
mar/94	95,32	95,24	101,41
abr/94	95,23	94,94	105,58
mai/94	95,35	94,66	108,66
jun/94	95,33	94,76	107,59
jul/94	94,91	94,71	100,80
ago/94	94,77	95,02	102,27
set/94	95,32	95,48	103,97
out/94	95,97	96,02	107,19
nov/94	96,13	96,26	113,97
dez/94	95,94	96,53	116,36
jan/95	96,50	96,93	112,59
fev/95	96,81	97,09	112,23
mar/95	97,30	97,22	116,73
abr/95	97,42	97,12	118,51
mai/95	97,22	96,52	122,00
jun/95	96,34	95,77	120,57
jul/95	95,11	94,91	115,00
ago/95	93,00	93,24	114,27
set/95	92,09	92,25	110,92
out/95	91,24	91,29	112,94
nov/95	90,47	90,59	116,20
dez/95	89,49	90,04	115,24
jan/96	88,94	89,33	112,32
fev/96	88,30	88,56	109,37
mar/96	87,98	87,91	110,00
Média			
1993	96,73	96,73	100,38
1994	95,43	95,44	104,92
1995	94,42	94,41	115,60

FONTE: CNI

GRÁFICO - C 4
ÍNDICES DO NÍVEL DE OCUPAÇÃO, POR SETOR DE ATIVIDADE ECONÔMICA - GRANDE SÃO PAULO
BASE: MÉDIA DE 1985 = 100 JANEIRO/85 - MARÇO/95 SEADE

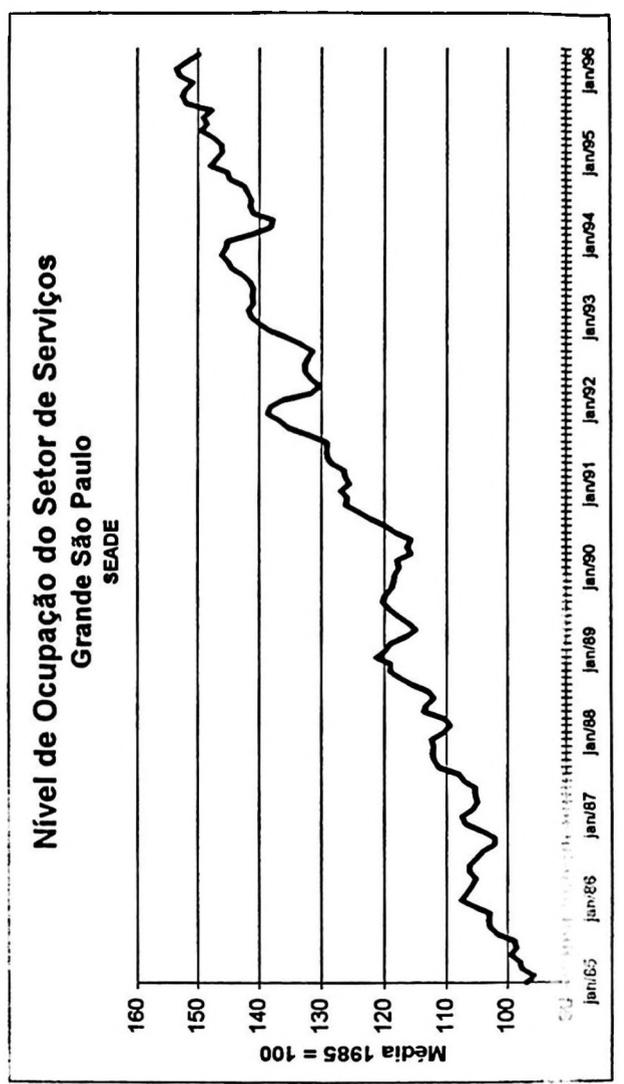
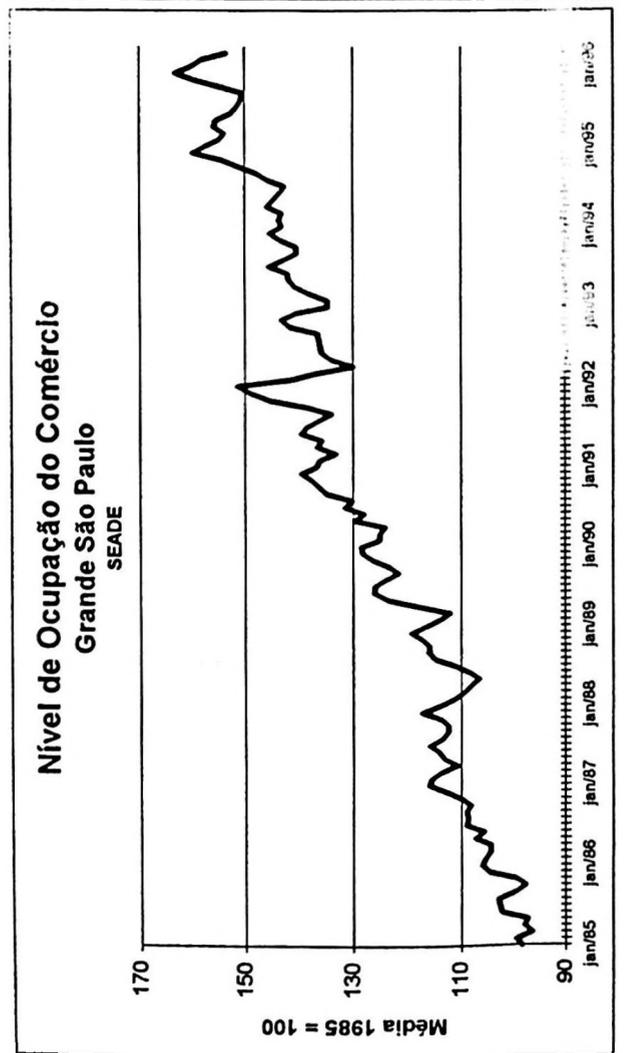
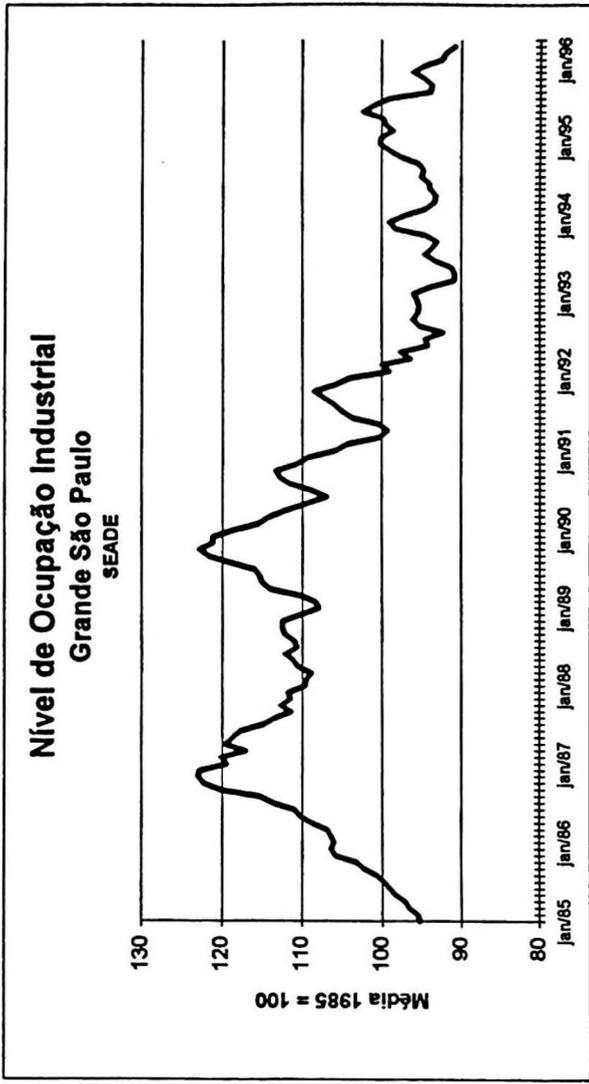
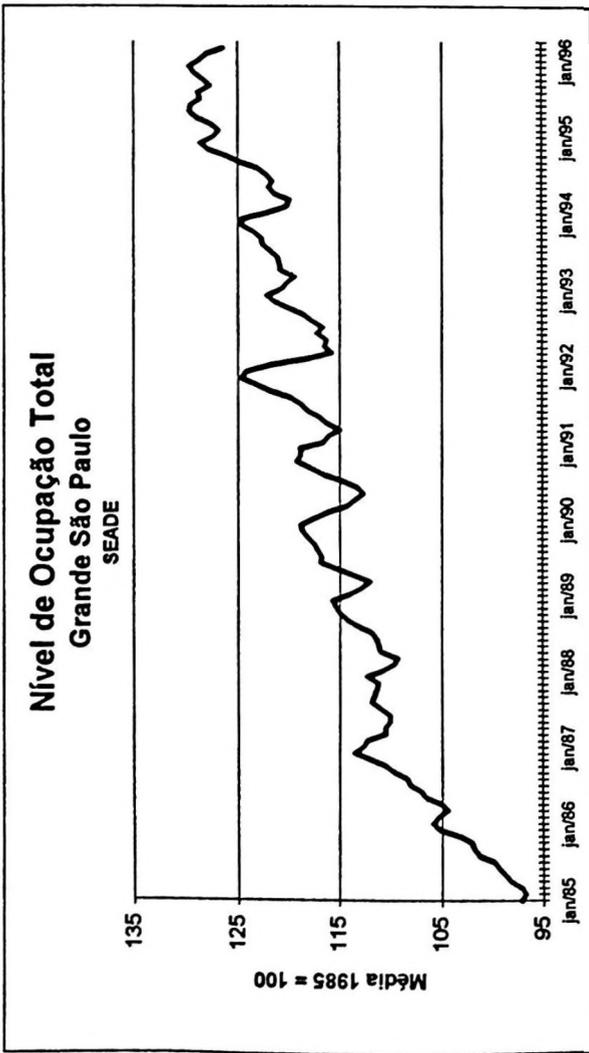


GRÁFICO - C 5
ÍNDICES DO NÍVEL DE OCUPAÇÃO, POR SETOR DE ATIVIDADE ECONÔMICA - GRANDE SÃO PAULO
BASE: MÉDIA DE 1985 = 100 JANEIRO/93 - MARÇO/95 SEADE

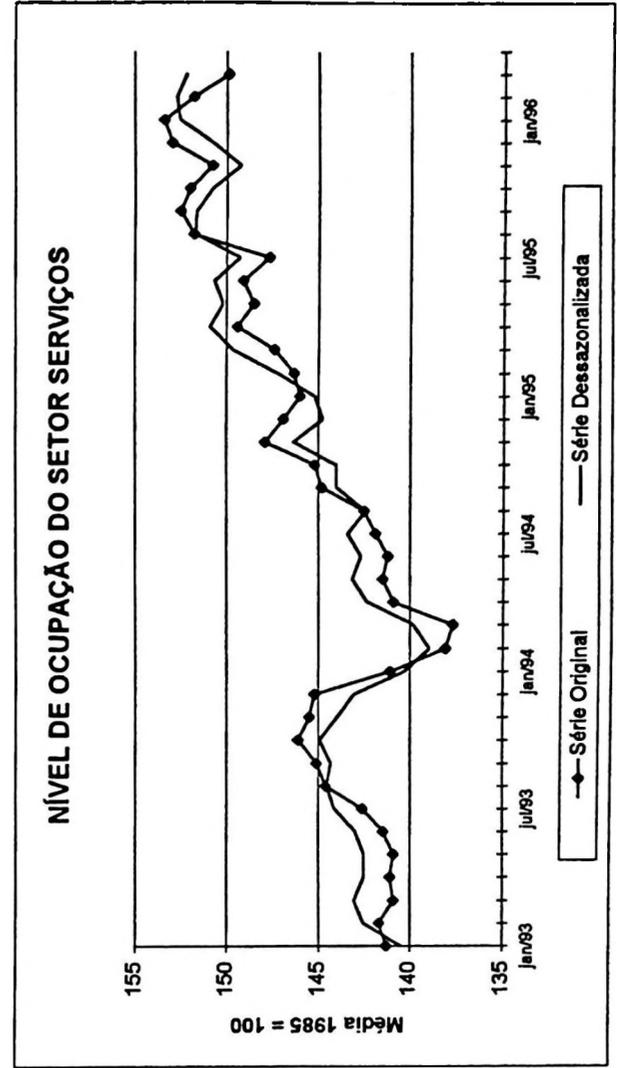
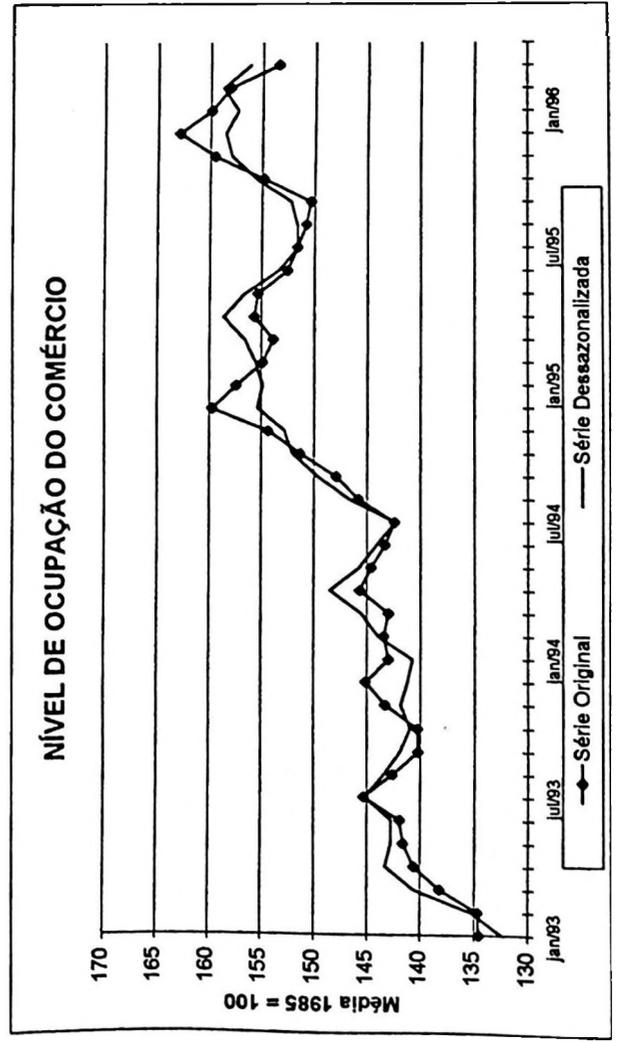
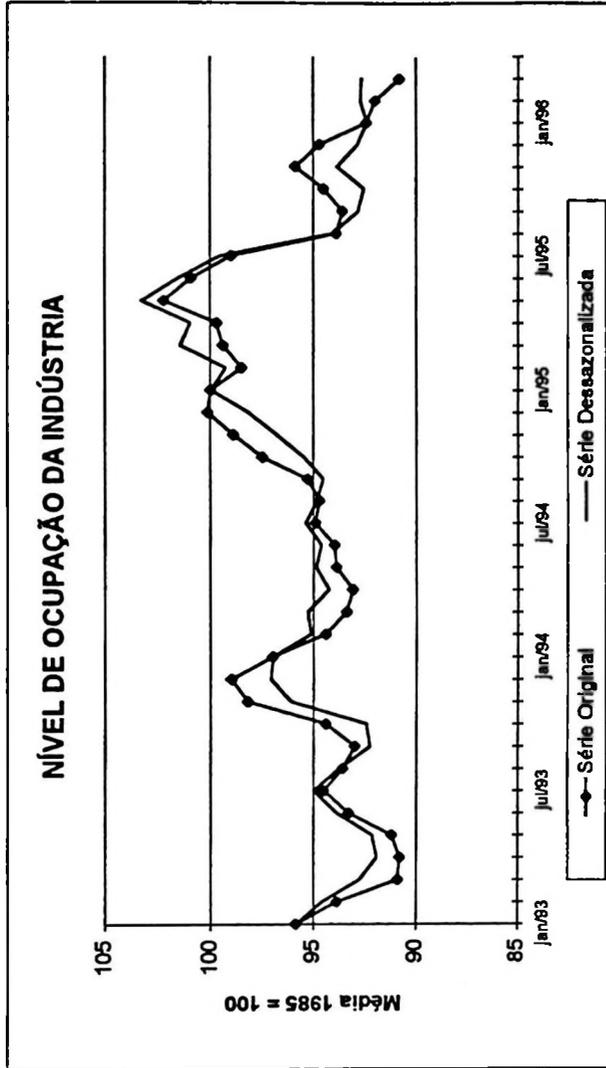
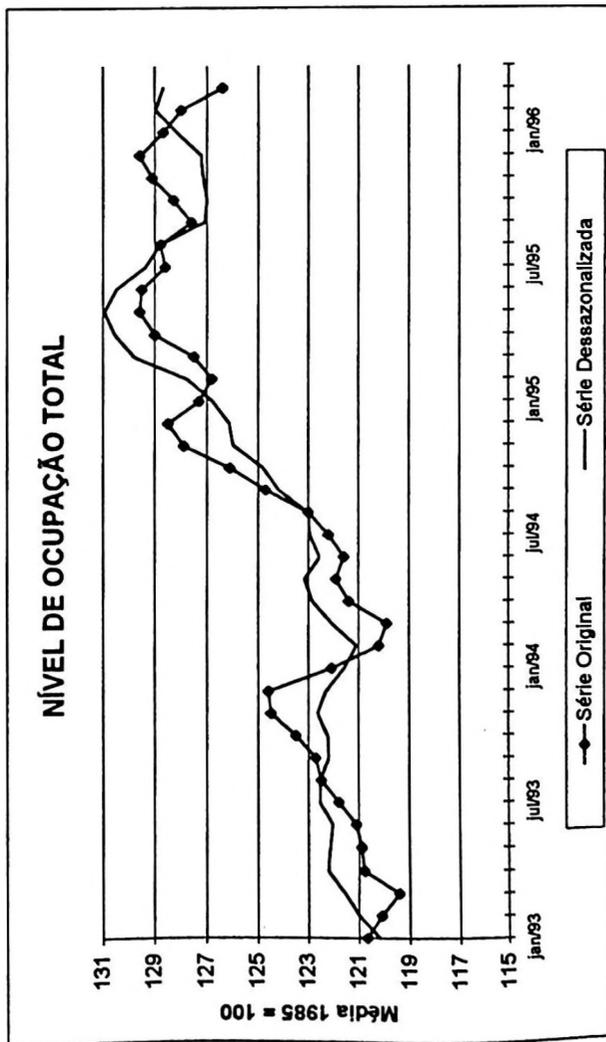
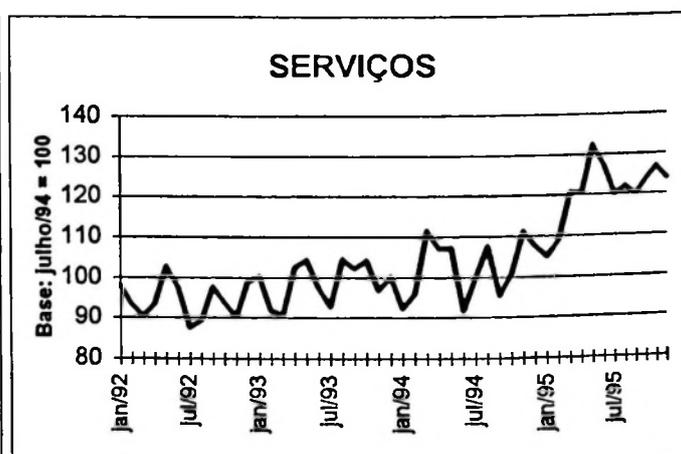
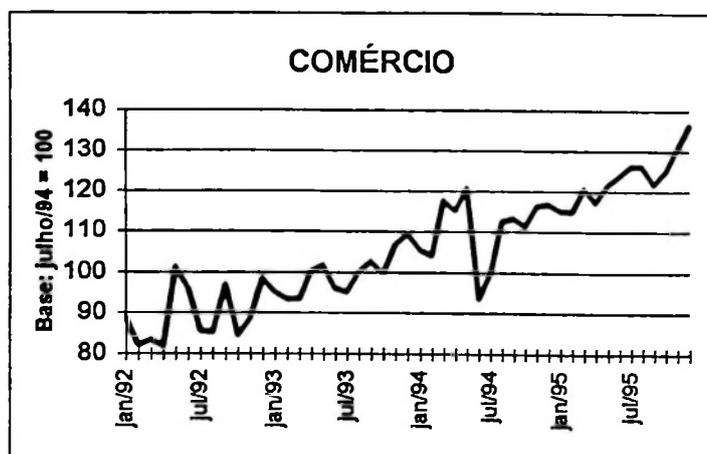
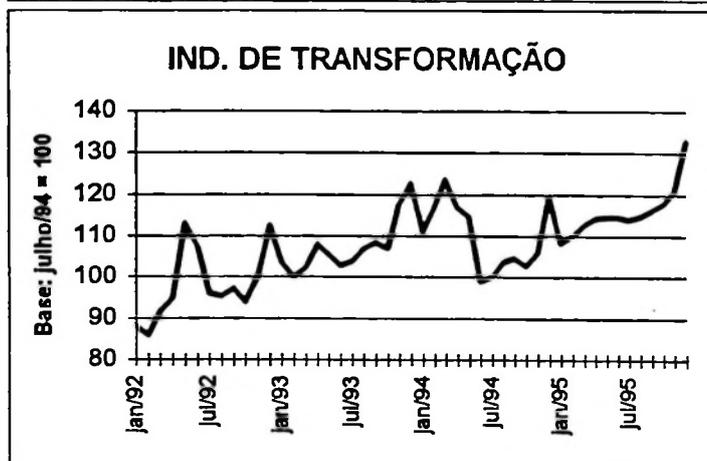
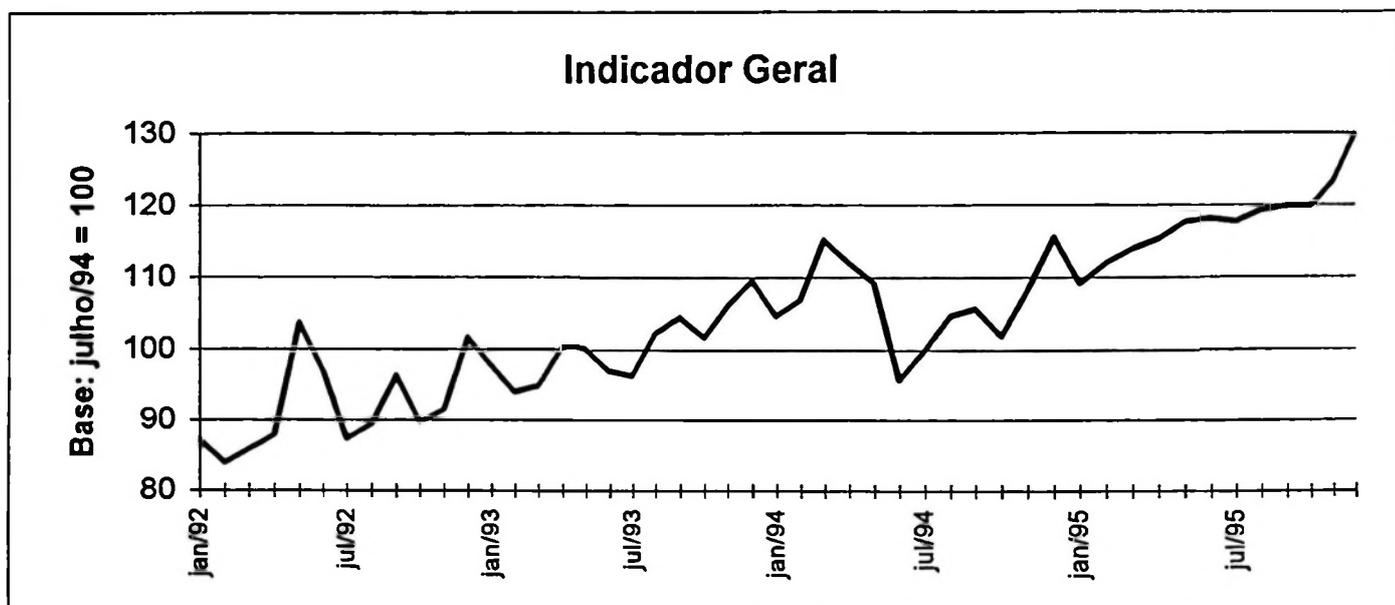


GRÁFICO - C 6

Rendimento Real (INPC) Médio das Pessoas Ocupadas¹⁷
Por Setor de Atividade Econômico
Jan/1992 - Dez/1995



¹⁷ Trabalho principal (na Indústria de Transformação, Construção Civil, Comércio e Serviços), para Trabalhadores com e sem carteira assinada, por conta própria e empregadores.

Regiões Metropolitanas: RE, SA, BH, RJ, SP e POA.

Fonte: IBGE

TABELA - C 16
TAXA DE DESEMPREGO ABERTO

(%)

Período	Brasil	Recife	Salvador	B. Horizonte	R. de Janeiro	S. Paulo	Porto Alegre
jan/92	4,86	6,13	5,54	3,95	3,60	5,78	3,63
fev/92	6,36	8,35	6,38	5,76	4,43	7,58	5,43
mar/92	6,21	8,59	7,16	5,09	4,09	7,24	6,25
abr/92	5,86	9,43	6,22	5,58	4,03	6,39	5,90
mai/92	6,53	10,17	7,25	5,69	4,71	7,10	6,23
jun/92	5,16	9,77	5,59	3,77	2,77	6,08	5,10
jul/92	5,18	8,81	5,95	3,75	2,66	6,29	5,64
ago/92	5,90	9,31	6,06	4,54	4,04	6,71	6,73
set/92	5,74	8,57	6,29	4,36	3,84	6,55	6,69
out/92	5,77	8,62	7,56	4,43	3,92	6,60	5,60
nov/92	5,82	8,77	8,90	4,62	4,21	6,34	4,70
dez/92	4,50	6,61	6,24	4,00	3,47	4,78	3,92
jan/93	5,99	9,05	7,87	5,23	4,48	6,66	4,16
fev/93	5,77	8,57	7,22	5,36	3,87	6,63	4,48
mar/93	5,88	9,85	7,55	5,19	4,47	6,20	4,81
abr/93	6,12	9,89	6,63	5,27	4,50	6,84	4,83
mai/93	5,39	9,95	6,48	4,21	3,70	6,01	4,11
jun/93	4,95	9,12	5,57	3,83	3,67	5,42	3,88
jul/93	5,23	9,57	6,14	4,19	4,08	5,54	4,12
ago/93	5,33	9,93	6,97	4,19	4,36	5,43	4,00
set/93	5,05	8,77	7,30	4,63	4,15	4,91	4,02
out/93	4,89	7,93	5,42	3,84	3,90	5,45	3,56
nov/93	4,74	8,22	6,12	3,92	3,75	5,14	2,91
dez/93	4,39	6,04	6,07	3,60	3,90	4,58	3,27
jan/94	5,54	7,51	7,27	5,06	4,62	5,88	4,24
fev/94	5,37	7,15	6,82	4,89	4,25	5,91	4,17
mar/94	5,90	8,50	7,75	5,02	4,68	6,44	4,41
abr/94	5,37	8,69	7,47	4,31	4,44	5,49	4,45
mai/94	5,18	7,84	8,13	4,08	3,92	5,48	4,18
jun/94	5,42	7,08	7,14	4,80	4,22	5,90	4,68
jul/94	5,46	6,69	7,43	5,07	4,67	5,73	4,36
ago/94	5,49	6,86	6,93	4,85	4,73	5,81	4,62
set/94	5,05	6,37	6,88	3,94	3,67	5,78	4,27
out/94	4,53	5,56	6,56	3,42	3,97	4,78	3,79
nov/94	4,00	5,36	6,47	3,07	3,34	4,13	3,46
dez/94	3,42	4,01	5,81	2,87	2,70	3,61	2,92
jan/95	4,42	5,91	6,06	3,74	3,31	5,02	3,33
fev/95	4,25	5,43	5,92	3,48	3,48	4,58	3,70
mar/95	4,42	5,22	6,97	4,14	3,19	4,90	3,30
abr/95	4,35	5,62	7,10	3,64	3,30	4,56	4,08
mai/95	4,49	5,93	7,12	3,62	3,29	4,78	4,49
jun/95	4,59	5,71	6,86	3,58	3,22	5,10	4,76
jul/95	4,83	6,47	6,83	4,07	3,48	5,22	5,00
ago/95	4,90	6,21	7,00	3,85	3,65	5,31	5,15
set/95	5,19	5,28	7,26	3,74	3,39	6,28	5,25
out/95	5,09	4,69	6,72	4,11	3,68	5,95	5,18
nov/95	4,72	4,53	6,35	3,81	3,84	5,20	4,92
dez/95	4,44	4,41	6,49	3,56	3,15	5,09	4,40
IMédia							
1992	5,66	8,59	6,60	4,63	3,81	6,45	5,49
1993	5,31	8,91	6,61	4,46	4,07	5,73	4,01
1994	5,06	6,80	7,06	4,28	4,10	5,41	4,13
1995	4,64	5,45	6,72	3,78	3,42	5,17	4,46

TABELA - C 17
BASE MONETÁRIA
R\$ MILHÕES - SALDO EM FINAL DE PERÍODO

Período	Papel Moeda emitido	Reservas Bancárias	Base Monetária
jul/94	4.724	2.810	7.533
ago/94	5.153	4.261	9.414
set/94	6.392	6.396	12.789
out/94	6.418	6.581	12.999
nov/94	7.179	6.077	13.256
dez/94	10.046	7.639	17.685
jan/95	7.957	8.779	16.737
fev/95	9.328	6.493	15.821
mar/95	7.852	7.730	15.582
abr/95	8.189	5.639	13.828
mai/95	7.636	6.176	13.812
jun/95	8.370	5.573	13.943
jul/95	8.492	6.542	15.034
ago/95	8.729	6.885	15.614
set/95	9.280	4.174	13.454
out/95	9.344	6.008	15.352
nov/95	10.324	5.235	15.559
dez/95	13.770	7.911	21.682
jan/96	11.029	11.402	22.434
fev/96	10.975	6.033	17.006
mar/96	11.081	5.105	16.184

Fonte: Banco Central do Brasil.

TABELA - C 18
FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA
R\$ MILHÕES - SALDO EM FINAL DE PERÍODO

Período	Fatores Condicionantes da Base										Outros	Var. da Base	
	Tesouro		Oper. do		Operações com o Sistema Financeiro		Depósitos		Total				
	Nacional	Oper. c/ Tít. Publ. Fed.	Sector Externo	Assist. Finan. de Liquidez ³	Empréstimos	PROER	Total	Fundos Invest.	Inst. Financ.	Total			
jul/94	-717	6.470	156	0	0	0	0	-248	-1.326	-1.574	-1.575	21	4.356
ago/94	-746	2.634	18	18	0	18	0	-202	97	-105	-87	62	1.881
set/94	-927	5.189	-3	233	0	233	0	-86	-975	-1.061	-828	-58	3.374
out/94	-1.376	-605	485	1.446	0	1.446	0	-19	200	181	1.627	79	210
nov/94	-1.518	3.469	-748	827	0	827	0	32	-2.029	-1.997	-1.171	223	256
dez/94	-448	6.656	-2.789	2.092	0	2.092	0	-72	-986	-1.058	1.033	-23	4.429
jan/95	-162	1.808	-127	-1.707	0	-1.707	0	-525	-299	-824	-2.531	64	-948
fev/95	762	490	-198	-1.469	0	-1.469	0	-264	-252	-516	-1.985	15	-916
mar/95	-591	3.244	-3.833	1.083	0	1.083	0	-122	-114	-236	847	94	-239
abr/95	-1.993	1.386	-101	-1.437	0	-1.437	0	264	-29	235	-1.202	154	-1.754
mai/95	-511	-235	1.565	-701	0	-701	0	-18	-217	-235	-936	101	-16
jun/95	-1.303	2.333	-678	-231	0	-231	0	75	-229	-154	-385	165	131
jul/95	1.128	-9.728	7.017	2.784	0	2.784	0	-113	10	-103	2.681	-8	1.090
ago/95	-707	-7.512	5.795	594	0	594	0	-103	568	465	1.059	1.945	580
set/95	353	-4.097	810	-2.261	0	-2.261	0	685	2.295	2.980	719	55	-2.160
out/95	-845	-1.589	3.003	-623	0	-623	0	668	1.225	1.893	1.270	59	1.898
nov/95	-1.025	-3.161	1.379	19	4.190	4.209	0	-1.379	176	-1.203	3.006	8	207
dez/95	913	2.456	268	614	1.418	2.032	0	-877	941	64	2.097	388	6.122
jan/96	2.403	-3.949	2.238	-412	240	-172	0	-928	1.003	75	-97	159	754
fev/96	687	-8.133	2.212	20	50	70	0	-305	158	-147	-77	-177	-5.488
mar/96	231	-1.953	-25	952	111	1.063	0	-253	34	-219	845	80	-822

Fonte: Banco Central do Brasil.

TABELA - C 19
BASE MONETÁRIA AMPLIADA E SEUS COMPONENTES
R\$ MILHÕES - SALDO EM FINAL DE PERÍODO

Período	Componentes da Base Monetária Ampliada										Base Monetária Ampliada
	Base Depósitos Compulsórios					Títulos Públicos Federais					
	Monetária		Remunerados			Títulos do Banco Central		Títulos do Tesouro Nacional			
	Remunerados	Não Remunerados	Total	Posição em Carteira	Financiamento	Total	Posição em Carteira	Financiamento	Total		
jul/94	7.533	9.310	9.310	14.884	-155	14.729	36.406	5.280	41.686	56.415	73.258
ago/94	9.414	10.145	10.145	16.917	0	16.917	37.599	1.833	39.432	56.349	75.908
set/94	12.789	11.673	11.673	18.369	-2.237	16.132	37.340	-400	36.940	53.072	77.534
out/94	12.999	11.711	11.711	19.869	-2.538	17.331	37.196	57	37.253	54.584	79.294
nov/94	13.256	12.061	2.108	22.557	-6.540	16.017	36.843	-105	36.738	52.755	80.180
dez/94	17.685	12.218	3.361	24.977	-12.836	12.141	34.705	624	35.329	47.470	80.734
jan/95	16.737	12.860	3.629	26.084	-17.074	9.010	39.424	-1.297	38.127	47.137	80.363
fev/95	15.821	13.199	4.146	25.258	-16.218	9.040	40.803	-1.560	39.243	48.283	81.449
mar/95	15.582	13.222	4.605	21.242	-15.736	5.506	41.721	-529	41.192	46.698	80.107
abr/95	13.828	13.611	4.793	19.157	-16.851	2.306	44.918	-157	44.761	47.067	79.299
mai/95	13.812	14.279	4.863	20.572	-17.709	2.863	46.895	-800	46.095	48.958	81.912
jun/95	13.943	16.774	3.132	20.473	-20.676	-203	50.581	-1.842	48.739	48.536	82.385
jul/95	15.034	17.454	3.030	21.021	-12.631	8.390	52.129	-106	52.023	60.413	95.931
ago/95	15.614	18.094	2.407	23.973	-6.922	17.051	52.647	-83	52.564	69.615	105.730
set/95	13.454	15.681	2.354	21.448	-1.078	20.370	54.873	-133	54.740	75.110	106.599
out/95	15.352	12.220	3.892	21.481	756	22.237	56.826	0	56.826	79.063	110.527
nov/95	15.559	12.140	5.451	25.064	2.210	27.274	56.812	0	56.812	84.086	117.236
dez/95	21.682	11.170	6.614	26.794	-3.109	23.685	59.331	-95	59.236	82.921	122.387
jan/96	22.434	11.713	6.081	32.608	-2.355	30.253	59.153	-339	58.814	89.067	129.295
fev/96	17.006	11.676	6.387	36.615	772	37.387	61.721	0	61.721	99.108	134.177
mar/96	16.184	11.695	6.640	38.247	2.633	40.880	61.839	0	61.839	102.719	137.238
											0

Fonte: Banco Central do Brasil.

TABELA - C 20
FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA AMPLIADA
R\$ MILHÕES - SALDO EM FINAL DE PERÍODO

Período	Fatores Condicionantes da Base Monetária Ampliada					Outras Juros			Sobre		Total	Variação Base Monetária Ampliada
	Tesouro Nacional	Sector Externo	Assistência Financeira de Liquidez			Títulos Públicos	Compulsório	Sobre				
jul/94	-717	156	0	37	3.003	357	3.360	2.836				
ago/94	-746	18	18	119	2.569	673	3.242	2.651				
set/94	-927	-3	233	-1.062	2.852	532	3.384	1.626				
out/94	-1.376	485	1.446	112	907	186	1.093	1.760				
nov/94	-1.518	-748	827	225	1.640	459	2.099	886				
dez/94	-448	-2.789	2.092	7	1.371	321	1.692	553				
jan/95	-162	-127	-1.707	-171	1.475	321	1.796	-371				
fev/95	762	-198	-1.469	-63	1.636	418	2.054	1.086				
mar/95	-591	-3.833	1.083	62	1.659	279	1.938	-1.341				
abr/95	-1.993	-101	-1.437	111	1.755	857	2.612	-807				
mai/95	-511	1.565	-701	54	1.656	551	2.207	2.614				
jun/95	-1.303	-678	-231	114	1.911	661	2.572	473				
jul/95	1.128	7.017	2.784	-7	2.149	474	2.623	13.545				
ago/95	-707	5.795	594	2.023	1.690	404	2.094	9.799				
set/95	353	810	-2.261	-274	1.727	515	2.242	870				
out/95	-845	3.003	-623	-183	2.364	212	2.576	3.928				
nov/95	-1.025	1.379	4.209	8	1.862	276	2.138	6.709				
dez/95	913	268	2.032	3	1.676	257	1.933	5.150				
jan/96	2.403	2.238	-172	462	1.812	166	1.978	6.909				
fev/96	687	2.212	70	-143	1.908	148	2.056	4.882				
mar/96	231	-25	1.063	33	1.658	102	1.760	3.063				

Fonte: Banco Central do Brasil.

TABELA - C 21
DEPÓSITOS OBRIGATORIOS REMUNERADOS DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NO BACEN
R\$ MILHÕES - SALDO EM FINAL DE PERÍODO

	Depósitos Compulsórios Remunerados ¹												TOTAL		
	Depósitos Judiciais em Títulos		FAF, FRF-CP		Poupança ²		DER em espécie		DRA		Depósitos a prazo			Total	
	Títulos	espécie	Títulos	espécie	Títulos	espécie	Títulos	espécie	Títulos	espécie	Títulos	espécie		Títulos	espécie
jul/94	5.823	3.418	1.596	6.234	7.830	0	432	0	432	0	432	0	7.851	9.652	17.503
ago/94	5.689	3.690	1.436	6.351	7.787	0	852	0	852	0	852	0	7.977	10.041	18.018
set/94	5.525	3.751	10	7.711	7.721	0	7.071	0	7.071	0	7.071	0	12.606	11.462	24.068
out/94	5.741	3.792	189	7.869	8.058	0	14.566	0	14.566	0	14.566	0	20.496	11.661	32.157
nov/94	5.730	3.780	310	8.117	8.427	0	16.046	0	16.046	0	16.046	0	22.086	11.897	33.983
dez/94	5.787	3.841	390	8.173	8.563	0	16.586	0	16.586	0	16.586	0	22.763	12.014	34.777
jan/95	5.798	4.394	634	8.319	8.953	0	17.833	0	17.833	0	17.833	0	24.265	12.713	36.978
fev/95	5.566	4.657	733	8.376	9.109	0	18.421	0	18.421	0	18.421	0	24.720	13.033	37.753
mar/95	5.504	4.811	916	8.491	9.407	0	19.805	0	19.805	0	19.805	0	26.225	13.302	39.527
abr/95	5.693	4.582	1.103	8.803	9.906	0	18.630	0	18.630	0	18.630	0	25.426	13.385	38.811
mai/95	5.521	4.669	1.237	9.452	10.689	0	17.502	0	17.502	0	17.502	0	24.260	14.121	38.381
jun/95	5.780	4.669	1.309	9.966	11.275	0	17.508	0	17.508	0	17.508	1.940	24.597	16.575	41.172
jul/95	5.838	4.873	1.413	10.477	11.890	27	17.832	27	17.832	1.981	19.813	1.981	25.110	17.331	42.441
ago/95	5.939	5.083	1.519	10.679	12.198	56	12.298	56	12.298	2.102	14.400	2.102	19.812	17.864	37.676
set/95	5.970	4.390	8	8.551	8.559	83	8.559	83	10.979	2.082	13.061	2.082	17.040	15.023	32.063
out/95	5.807	1.326	9	8.589	8.598	93	8.598	93	11.427	2.159	13.586	2.159	17.336	12.074	29.410
nov/95	5.658	1.105	10	8.679	8.689	95	8.689	95	11.707	2.168	13.875	2.168	17.470	11.952	29.422
dez/95	5.315	0	0	8.921	8.921	101	8.921	101	11.516	2.166	13.682	2.166	16.932	11.087	28.019
jan/96	5.029	0	0	9.524	9.524	103	9.524	103	11.335	2.155	13.490	2.155	16.467	11.679	28.146
fev/96	5.057	0	0	9.554	9.554	107	9.554	107	11.233	2.082	13.315	2.082	16.397	11.636	28.033
mar/96	4.885	0	0	9.563	9.563	109	9.563	109	11.374	2.106	13.480	2.106	16.368	11.669	28.037

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/ Não inclui fiança bancária. O Banespa e Banerj estão liberados do cumprimento de exigibilidades sob as diversas modalidades de recolhimento compulsório/encaixe obrigatório (Voto BCB nº 634/94).

2/ Inclui recolhimentos relativos a não aplicações de recursos.

TABELA - C 22
DEPÓSITOS OBRIGATORIOS NÃO REMUNERADOS DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NO BACEN
R\$ MILHÕES - SALDO EM FINAL DE PERÍODO

	Depósitos Compulsórios Não Remunerados ¹				TOTAL GERAL ²
	Operações de Crédito	Operações Ativas e passivas	Recursos à vista ²	FIF cp e FIF 30 dias	
jul/94	0	0	3.229	0	3.229
ago/94	0	0	4.824	0	4.824
set/94	0	0	7.083	0	7.083
out/94	0	0	7.470	0	7.470
nov/94	2.116	0	7.032	0	9.148
dez/94	3.362	20	9.066	0	12.448
jan/95	3.637	278	10.099	0	14.014
fev/95	4.152	211	7.773	0	12.136
mar/95	4.439	182	8.805	0	13.426
abr/95	4.792	152	6.874	0	11.818
mai/95	4.864	108	7.212	0	12.184
jun/95	3.111	59	6.577	0	9.747
jul/95	3.028	71	7.559	0	10.658
ago/95	2.397	53	7.912	0	10.362
set/95	2.353	49	5.238	2	7.642
out/95	1.486	40	7.170	2.829	11.525
nov/95	1.475	29	6.555	3.960	12.019
dez/95	1.461	27	9.589	5.091	16.168
jan/96	0	33	12.835	6.080	18.948
fev/96	0	26	7.898	6.384	14.308
mar/96	0	26	7.103	6.626	13.755

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/ Não inclui contratos de mútuo e outras garantias.

2/ Inclui contrato de assunção de obrigações e outras reservas.

3/ Inclui depósitos remunerados e não remunerados.

TABELA - C 23
 HAVERES FINANCEIROS
 R\$ MILHÕES¹ - SALDOS EM FINAL DE PERÍODO

Período	M₁	FAF,		DER³	Tit. Fed. Poder do Público⁴	Tit. Est./Mun. Poder do Público⁵	M₂	Depósitos de Poupança	M₃	Títulos		M₄
		FRF cp	FIFcp²							Privados⁶		
jul/94	10.687	8.026		3.821	32.165	15.393	70.093	40.113	110.205	41.798		152.003
ago/94	12.902	8.469		3.778	31.446	15.028	71.623	41.151	112.774	45.468		158.242
set/94	15.844	8.870		3.684	31.448	10.036	69.882	41.173	111.055	47.706		158.760
out/94	16.735	9.138		3.642	32.287	9.071	70.874	42.053	112.927	52.924		165.851
nov/94	17.825	9.116		3.551	31.585	8.649	70.727	42.892	113.619	56.549		170.168
dez/94	22.773	9.446		3.345	29.935	7.040	72.538	44.945	117.483	57.654		175.136
jan/95	18.217	12.555		3.225	29.857	4.556	68.410	45.604	114.014	67.730		181.743
fev/95	19.886	13.304		3.176	30.845	4.700	71.911	46.154	118.065	69.850		187.914
mar/95	17.082	13.538		3.018	30.728	3.666	68.032	47.189	115.191	72.985		188.176
abr/95	17.142	13.548		2.889	31.409	3.893	68.892	49.597	118.479	72.124		190.603
mai/95	16.078	13.826		2.809	32.277	4.432	69.421	52.827	122.249	70.454		192.703
jun/95	17.622	14.203		2.697	32.359	7.048	73.929	55.489	129.418	70.272		199.690
jul/95	17.879	15.013		2.647	38.940	7.298	81.778	57.356	139.133	72.746		211.879
ago/95	18.105	15.895		2.561	45.022	7.635	89.218	58.187	147.405	75.995		223.400
set/95	19.383	12.598		2.449	49.515	8.205	92.149	58.415	150.564	79.337		229.901
out/95	20.274	9.228		2.345	53.883	8.002	93.732	59.124	152.856	81.384		234.240
nov/95	22.323	11.356		2.193	57.195	7.992	101.060	59.740	160.800	81.405		242.205
dez/95	29.078	13.200		0	56.549	8.914	107.741	63.635	171.377	79.824		251.201
jan/96	23.312	14.958		0	61.179	9.092	108.541	64.234	172.775	81.271		254.046
fev/96	23.334	15.785		0	66.413	8.868	114.399	64.750	179.149	81.617		260.766
mar/96	23.028	16.071		0	70.937	8.279	118.314	64.751	183.065	82.301		265.366

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/ Valores anteriores a julho de 1994 convertidos pela URV de final de período.

2/ Exclui depósitos à vista dos FAF.

3/ Os DER foram incorporados aos depósitos de poupança a partir de dezembro/95.

4/ Exclui títulos pertencentes às carteiras das instituições financeiras, dos FAF, dos FRF-curto prazo e dos FIF-curto prazo.

Obs.: Programação monetária do M4 para o primeiro trimestre de 1996: R\$ 234,8 bilhões -- R\$ 275,7 bilhões (Voto CMN nº009/96).

5/ Inclui depósitos a prazo, letras de câmbio e letras hipotecárias, exceto carteira das instituições financeiras, dos FAF, dos FRF-curto prazo e dos FIF-curto prazo.

TABELA - C 24
PARTICIPAÇÃO DOS HAVERES FINANCEIROS EM RELAÇÃO AO PIB^{1/}

Período	M ₁	FAF, FRF cp FIFcp ^{2/}	DER ^{3/}	Tít. Fed. Poder do Público ^{4/}	Tít. Est./Mun. Poder do Público ^{4/}	M ₂	Depósitos de Poupança	M ₃	Títulos Privados ^{5/}	M ₄
jul/94	2,20	1,65	0,79	6,62	3,17	14,43	8,26	22,69	8,61	31,30
ago/94	2,59	1,70	0,76	6,32	3,02	14,39	8,27	22,66	9,14	31,80
set/94	3,12	1,74	0,72	6,19	1,97	13,75	8,10	21,84	9,38	31,23
out/94	3,21	1,75	0,70	6,18	1,74	13,57	8,05	21,63	10,14	31,76
nov/94	3,36	1,72	0,67	5,95	1,63	13,32	8,08	21,41	10,65	32,06
dez/94	4,24	1,76	0,62	5,57	1,31	13,50	8,37	21,87	10,73	32,60
jan/95	3,32	2,29	0,59	5,44	0,83	12,46	8,31	20,76	12,33	33,10
fev/95	3,54	2,37	0,56	5,48	0,84	12,78	8,20	20,99	12,42	33,41
mar/95	2,95	2,34	0,52	5,30	0,63	11,74	8,13	19,87	12,59	32,46
abr/95	2,89	2,29	0,49	5,30	0,66	11,62	8,37	19,99	12,17	32,16
mai/95	2,66	2,29	0,46	5,34	0,73	11,48	8,73	20,21	11,65	31,86
jun/95	2,83	2,28	0,43	5,20	1,13	11,87	8,91	20,78	11,28	32,07
jul/95	2,81	2,36	0,42	6,11	1,15	12,84	9,01	21,85	11,42	33,27
ago/95	2,84	2,49	0,40	7,05	1,20	13,97	9,11	23,09	11,90	34,99
set/95	3,05	1,98	0,38	7,78	1,29	14,48	9,18	23,66	12,47	36,13
out/95	3,16	1,44	0,37	8,39	1,25	14,59	9,20	23,80	12,67	36,47
nov/95	3,44	1,75	0,34	8,81	1,23	15,58	9,21	24,78	12,55	37,33
dez/95	4,43	2,01	0,00	8,62	1,36	16,42	9,70	26,11	12,16	38,28
jan/96	3,51	2,25	0,00	9,20	1,37	16,33	9,66	25,99	12,23	38,22
fev/96	3,49	2,36	0,00	9,94	1,33	17,12	9,69	26,81	12,22	39,03
mar/96	3,43	2,39	0,00	10,57	1,23	17,63	9,65	27,28	12,26	39,54

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/ Estimativa do Bacen para o PIB dos 12 últimos meses a preços correntes assinalado, a partir de dados anuais do IBGE, com base no (GP-DI) centrado.

2/ Exclui depósitos à vista dos FAF.

3/ Os DER foram incorporados aos depósitos de poupança a partir de dezembro/95.

4/ Exclui títulos pertencentes às carteiras das instituições financeiras, dos FAF, dos FRF-curto prazo e dos FIF-curto prazo.

Obs.: Programação monetária do M4 para o primeiro trimestre de 1996: R\$ 234,8 bilhões - R\$ 275,7 bilhões (Voto CMN nº009/96).

5/ Inclui depósitos a prazo, letras de câmbio e letras hipotecárias, exceto carteira das instituições financeiras, dos FAF, dos FRF-curto prazo e dos FIF-curto prazo.

TABELA - C 25
 EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO - CRÉDITOS NORMAIS¹
 R\$ MILHÕES - SALDOS EM FINAL DE PERÍODO

	Setor Público ²										Setor Privado					Total Geral
	Governo Federal	Governos Estaduais			Total	Indústria	Habitação	Rural	Comércio	Pessoas Físicas	Outros Serviços	Total				
		Municipais														
jul/94	6.053	25.322		31.375	31.977	38.730	11.869	13.212	6.910	16.703	119.401	150.776				
ago/94	6.253	26.239		32.492	33.530	39.504	11.623	13.579	9.469	17.645	125.350	157.842				
set/94	6.131	26.875		33.006	34.961	39.782	12.824	14.533	12.033	18.153	132.286	165.292				
out/94	6.314	27.703		34.017	35.503	40.776	13.023	15.263	13.476	19.337	137.378	171.395				
nov/94	6.353	28.469		34.822	34.928	42.134	13.675	16.263	13.800	20.970	141.770	176.592				
dez/94	6.293	29.621		35.914	34.808	44.170	15.419	16.975	14.352	22.337	148.061	183.975				
jan/95	6.401	30.761		37.162	36.982	45.350	15.592	17.612	14.746	21.613	151.895	189.057				
fev/95	6.417	31.797		38.214	39.602	46.287	16.096	18.467	13.993	22.811	157.256	195.470				
mar/95	6.633	32.781		39.414	39.858	45.727	16.532	19.628	14.538	24.255	160.538	199.952				
abr/95	6.762	33.976		40.738	40.595	48.637	17.131	20.486	14.427	21.246	162.522	203.260				
mai/95	7.011	35.261		42.272	41.078	50.097	17.445	20.824	14.617	24.689	168.750	211.022				
jun/95	7.264	35.003		42.267	41.493	52.093	17.443	21.796	14.212	25.102	172.139	214.406				
jul/95	5.561	27.220		32.781	41.159	46.240	16.862	21.299	13.659	25.217	164.436	197.217				
ago/95	5.548	27.689		33.237	41.459	47.825	17.118	21.066	12.990	25.097	165.555	198.792				
set/95	5.237	28.372		33.609	41.488	49.522	19.700	21.844	12.727	25.827	171.108	204.717				
out/95	5.432	29.719		35.151	42.269	50.258	20.556	21.902	12.615	25.735	173.335	208.486				
nov/95	5.595	31.675		37.270	43.025	51.540	21.094	22.817	12.608	26.516	177.600	214.870				
dez/95	6.073	30.842		36.915	43.287	51.626	21.460	22.888	12.411	27.048	178.720	215.635				
jan/96	6.053	40.865		46.918	43.146	51.583	21.493	22.920	12.345	26.348	177.835	224.753				
fev/96	6.272	41.610		47.882	41.416	51.837	21.062	23.054	12.246	26.378	175.993	223.875				
mar/96	5.995	42.908		48.903	42.965	52.332	20.370	23.148	12.883	25.273	176.971	225.874				

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/ Inclui operações do FGTS.

2/ Inclui administração direta, indireta e atividades empresariais.

TABELA - C 26
 EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO - CRÉDITOS EM ATRASO¹
 R\$ MILHÕES - SALDOS EM FINAL DE PERÍODO

	Setor Público¹										Setor Privado					Total Geral
	Governo Federal	Governos Estaduais Municipais			Total	Indústria	Habitação	Rural	Comércio	Pessoas		Outros Serviços	Total			
		Físicas	Serviços													
jul/94	1.894	245		2.139	1.390	183	704	247	140	342	3.006	5.145				
ago/94	1.804	252		2.056	1.564	188	1.364	270	141	368	3.895	5.951				
set/94	1.741	267		2.008	1.701	277	1.412	283	162	378	4.213	6.221				
out/94	1.730	286		2.016	1.669	197	2.242	317	168	375	4.968	6.984				
nov/94	1.682	110		1.792	1.706	196	2.457	316	169	371	5.215	7.007				
dez/94	1.678	56		1.734	1.446	203	1.040	294	166	310	3.459	5.193				
jan/95	1.754	46		1.800	1.601	226	1.020	390	204	363	3.804	5.604				
fev/95	1.774	22		1.796	1.631	254	1.107	435	244	399	4.070	5.866				
mar/95	1.882	16		1.898	1.869	263	1.178	540	321	488	4.659	6.557				
abr/95	1.883	15		1.898	2.180	254	1.178	548	386	595	5.141	7.039				
mai/95	1.895	32		1.927	2.551	219	1.236	766	453	684	5.909	7.836				
jun/95	2.044	30		2.074	1.995	230	1.521	863	516	796	5.921	7.995				
jul/95	1.755	62		1.817	2.339	241	1.843	1.286	639	990	7.338	9.155				
ago/95	0	74		74	2.461	270	2.475	1.736	734	1.074	8.750	8.824				
set/95	0	70		70	2.682	283	723	1.808	799	1.163	7.458	7.528				
out/95	0	66		66	2.716	318	670	1.916	896	1.302	7.818	7.884				
nov/95	0	82		82	2.916	343	492	2.144	907	1.442	8.244	8.326				
dez/95	0	139		139	2.798	333	411	2.001	854	1.280	7.677	7.816				
jan/96	7	164		171	2.884	336	421	2.089	876	1.355	7.961	8.132				
fev/96	7	293		300	3.015	348	430	1.979	973	1.487	8.232	8.532				
mar/96	8	171		179	3.217	323	456	2.033	1.058	1.620	8.707	8.886				

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/ Inclui administração direta, indireta e atividades empresariais.

Nota: de forma genérica, consideram-se créditos em atraso, as operações vencidas há mais de 60 dias e reclassificadas pelo valor atualizado (Res. nº 1.748, de 30.8.90).

TABELA - C 27
EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO - CRÉDITOS EM LIQUIDAÇÃO¹
R\$ MILHÕES - SALDOS EM FINAL DE PERÍODO

	Setor Público ²											Setor Privado					Total Geral
	Governo Federal		Governos Estaduais		Governos Municipais		Total	Indústria	Habitação	Rural	Comércio	Pessoas Físicas	Outros Serviços	Total			
jul/94	171		301			472	2.493	924	1.705	683	290	659	6.754	7.226			
ago/94	172		302			474	2.570	920	1.861	789	330	686	7.156	7.630			
set/94	175		308			483	2.697	943	1.876	774	358	802	7.450	7.933			
out/94	178		311			489	2.894	1.055	2.063	788	375	784	7.959	8.448			
nov/94	190		437			627	2.978	1.066	2.157	880	425	793	8.299	8.926			
dez/94	181		436			617	3.221	1.062	2.091	913	487	805	8.579	9.196			
jan/95	183		465			648	3.376	1.110	2.252	989	556	866	9.149	9.797			
fev/95	250		212			462	3.571	1.145	2.397	1.082	607	978	9.780	10.242			
mar/95	257		238			495	3.803	1.185	2.568	1.135	755	1.027	10.473	10.968			
abr/95	263		248			511	4.747	1.273	2.782	1.275	944	1.144	12.165	12.676			
mai/95	265		238			503	5.244	1.303	3.053	1.549	1.114	1.233	13.496	13.999			
jun/95	254		251			505	5.601	1.532	3.475	1.767	1.230	1.401	15.006	15.511			
jul/95	257		386			643	6.093	1.675	3.806	2.024	1.458	1.631	16.687	17.330			
ago/95	261		392			653	6.687	1.828	4.103	2.374	1.756	2.006	18.754	19.407			
set/95	264		369			633	6.917	1.456	4.289	2.587	1.800	2.137	19.186	19.819			
out/95	267		411			678	7.378	1.514	4.605	2.926	1.997	2.382	20.802	21.480			
nov/95	270		422			692	7.688	1.476	4.811	2.710	1.956	2.527	21.168	21.860			
dez/95	269		376			645	7.782	1.486	4.626	2.678	1.854	2.644	21.070	21.715			
jan/96	268		379			647	7.910	1.406	4.628	2.725	1.896	2.716	21.281	21.928			
fev/96	271		399			670	8.488	1.324	5.637	2.890	1.983	3.054	23.376	24.046			
mar/96	273		465			738	9.022	1.518	5.274	3.580	2.038	3.797	25.229	25.967			

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/ Não inclui créditos em liquidação do Banespa, Banerj e CEF.

2/ Inclui administração direta, indireta e atividades empresariais.

Nota: de forma genérica, consideram-se créditos em liquidação, as operações vencidas há mais de 180 dias com garantias consideradas insuficientes há mais de 360 dias com garantias suficientes (Res. nº 1.748, de 30.8.90).

TABELA - C 28
EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO - TOTAL ^{1/2}
R\$ MILHÕES - SALDOS EM FINAL DE PERÍODO

	Setor Público ²										Setor Privado					Total Geral ³
	Governo Federal		Governos Estaduais		Governos Municipais		Total	Indústria	Habitação	Rural	Comércio	Pessoas Físicas	Outros Serviços	Total		
jul/94	8.118	25.868	33.986	35.860	39.837	14.278	14.142	7.340	17.704	129.161	163.147					
ago/94	8.229	26.793	35.022	37.664	40.612	14.848	14.638	9.940	18.699	136.401	171.423					
set/94	8.047	27.450	35.497	39.359	41.002	16.112	15.590	12.553	19.333	143.949	179.446					
out/94	8.222	28.300	36.522	40.066	42.028	17.328	16.368	14.019	20.496	150.305	186.827					
nov/94	8.225	29.016	37.241	39.612	43.396	18.289	17.459	14.394	22.134	155.284	192.525					
dez/94	8.152	30.113	38.265	39.475	45.435	18.550	18.182	15.005	23.452	160.099	198.364					
jan/95	8.338	31.272	39.610	41.959	46.686	18.864	18.991	15.506	22.842	164.848	204.458					
fev/95	8.441	32.031	40.472	44.804	47.686	19.600	19.984	14.844	24.188	171.106	211.578					
mar/95	8.772	33.035	41.807	45.530	47.175	20.278	21.303	15.614	25.770	175.670	217.477					
abr/95	8.908	34.239	43.147	47.522	50.164	21.091	22.309	15.757	22.985	179.828	222.975					
mai/95	9.171	35.531	44.702	48.873	51.619	21.734	23.139	16.184	26.606	188.155	232.857					
jun/95	9.562	35.284	44.846	49.089	53.855	22.439	24.426	15.958	27.299	193.066	237.912					
jul/95	7.573	27.668	35.241	49.591	48.156	22.511	24.609	15.756	27.838	188.461	223.702					
ago/95	5.809	28.155	33.964	50.607	49.923	23.696	25.176	15.480	28.177	193.059	227.023					
set/95	5.501	28.811	34.312	51.087	51.261	24.712	26.239	15.326	29.127	197.752	232.064					
out/95	5.699	30.196	35.895	52.363	52.090	25.831	26.744	15.508	29.419	201.955	237.850					
nov/95	5.865	32.179	38.044	53.629	53.359	26.397	27.671	15.471	30.485	207.012	245.056					
dez/95	6.342	31.357	37.699	53.867	53.445	26.497	27.567	15.119	30.972	207.467	245.166					
jan/96	6.328	41.408	47.736	53.940	53.325	26.542	27.734	15.117	30.419	207.077	254.813					
fev/96	6.550	42.302	48.852	52.919	53.509	27.129	27.923	15.202	30.919	207.601	256.453					
mar/96	6.276	43.544	49.820	55.204	54.173	26.100	28.761	15.979	30.690	210.907	260.727					

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/ Inclui operações do FGTS.

2/ Inclui administração direta, indireta e atividades empresariais.

3/ Inclui créditos normais, em atraso e em liquidação.

BALANÇETE SINTÉTICO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL - ATIVO
R\$ MILHÕES ^v

	Créditos a Instituições Financeiras ^{2/}				Crédito ao Setor Público				Total	Outras Contas (líquido)	Total	
	Setor Bancário		Setor não bancário		Cart. Tit. e Val. Mobiliários ^v	Oper. Merc. Brutas	Total	Doméstico Total				Haveres Externos ^{4/}
	Oficiais	Privados										
jan/94	991	-	5	996	62.508	-6.378	56.130	57.126	39.135	-1.860	94.402	
fev/94	1.035	-	5	1.040	63.151	-6.914	56.236	57.276	41.043	-1.605	96.715	
mar/94	998	-	5	1.002	63.676	-14.669	49.007	50.010	42.995	-1.358	91.647	
abr/94	991	-	5	996	40.077	-16.552	23.524	24.520	43.272	-1.468	66.324	
mai/94	1.071	3	5	1.078	39.892	-19.040	20.852	21.930	45.859	-1.436	66.353	
jun/94	2.956	10	5	2.971	37.081	-17.437	19.644	22.615	45.204	-676	67.143	
jul/94	4.204	14	8	4.226	36.965	-13.221	23.744	27.970	45.566	-877	72.659	
ago/94	5.227	23	17	5.267	33.925	-10.877	23.048	28.315	43.033	-244	71.104	
set/94	10.874	21	17	10.912	34.374	-4.612	29.762	40.674	41.017	-618	81.073	
out/94	13.508	41	18	13.567	33.544	-3.512	30.032	43.599	41.679	140	85.418	
nov/94	15.697	43	5	15.745	34.215	1.288	35.503	51.248	41.629	162	93.039	
dez/94	20.536	20	5	20.561	26.509	9.407	35.916	56.477	40.080	215	96.772	
jan/95	20.839	166	5	21.010	26.651	13.073	39.724	60.734	37.905	366	99.005	
fev/95	19.889	268	5	20.162	27.037	12.090	39.127	59.289	38.129	184	97.602	
mar/95	23.248	36	5	23.289	28.682	10.449	39.131	62.420	36.671	108	99.199	
abr/95	21.910	895	5	22.810	29.067	10.968	40.035	62.845	35.787	127	98.759	
mai/95	21.694	1.256	5	22.955	29.427	12.511	41.938	64.893	36.763	134	101.790	
jun/95	22.590	87	5	22.682	30.364	16.521	46.885	69.567	38.138	1.457	109.162	
jul/95	24.868	1.512	5	26.385	31.228	5.529	36.757	63.142	45.897	1.512	110.551	
ago/95	25.890	2.011	5	27.906	31.225	-3	31.222	59.128	52.260	3.172	114.560	
set/95	24.363	2.065	5	26.433	30.825	-5.668	25.157	51.590	52.805	3.210	107.605	
out/95	24.522	2.116	5	26.643	30.516	-8.042	22.474	49.117	54.328	3.262	106.707	
nov/95	25.349	6.383	5	31.737	30.770	-8.071	22.699	54.436	56.794	3.231	114.461	
dez/95	26.547	8.025	5	34.577	30.692	-2.514	28.178	62.755	57.401	6.073	126.229	
jan/96	26.733	8.531	5	35.269	31.217	-3.243	27.974	63.243	58.820	6.812	128.875	
fev/96	27.379	8.736	5	36.120	30.787	-7.047	23.740	59.860	61.665	6.677	128.202	
mar/96	29.117	9.020	5	38.142	29.728	-9.036	20.692	58.834	62.152	6.751	127.737	

Fonte: Banco Central do Brasil

1/ Valores anteriores a julho/94 convertidos pela URV de final de período.

2/ Inclui contrapartida de operações de compra e venda a termo de LBC-E. Não inclui operações com fundos e programas.

3/ Inclui NTN-L (vinculadas ao passivo externo - Dec. n° 916, de 8.9.93).

4/ Inclui ações e cotas de organismos internacionais.

TABELA - C 30
BALANCETE SINTÉTICO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL - PASSIVO
R\$ MILHÕES¹⁾

	Passivo Monetário e Quasi-Monetário				Tit. de Emissão			Operações do Tesouro Nacional			Obrig. Externas		Recursos Próprios	Total
	Base Depósito		Fundos de Invest. ²⁾		Própria	Recurso Vinculados ³⁾	Compuls. s/veículos e Combustíveis	Total ⁴⁾	Total ⁵⁾	Recursos Próprios	Total			
	Monetária	SBPE	Dep. a prazo	Outros								Total		
jan/94	3.409	4.242	1.743	-	2.662	8.647	12.056	7.393	12.877	3.393	16.271	49.325	9.357	94.402
fev/94	3.338	4.283	1.844	-	2.667	8.793	12.131	10.315	10.341	3.427	13.768	49.479	11.021	96.715
mar/94	3.114	4.051	1.979	-	2.477	8.508	11.622	5.866	8.550	3.395	11.946	50.019	12.194	91.647
abr/94	3.298	3.961	1.704	-	2.385	8.050	11.349	8.852	6.207	3.508	9.715	22.566	13.843	66.324
mai/94	3.348	4.295	1.651	-	2.239	8.185	11.533	9.623	5.272	3.586	8.858	21.791	14.549	66.353
jun/94	3.175	4.248	1.549	-	2.107	7.903	11.078	14.872	5.279	3.568	17.222	20.960	7.200	67.143
jul/94	7.534	6.032	1.912	-	3.139	11.083	18.617	17.991	7.792	3.920	11.712	20.762	3.577	72.659
ago/94	9.414	6.031	2.165	-	3.061	11.257	20.671	20.969	4.975	4.038	9.013	19.728	723	71.104
set/94	12.788	7.441	2.305	-	2.642	12.388	25.176	27.790	8.081	4.167	12.248	17.375	-1.516	81.073
out/94	12.998	7.640	2.382	-	2.544	12.566	25.564	30.423	7.865	4.292	12.157	17.085	189	85.418
nov/94	13.258	7.919	2.424	-	5.144	15.487	28.743	34.362	8.944	4.446	13.390	17.016	-472	93.039
dez/94	17.685	8.021	2.552	-	7.096	17.669	35.354	39.288	7.521	4.573	12.094	9.480	556	96.772
jan/95	16.737	8.218	3.139	-	6.368	17.725	34.462	42.344	8.705	4.704	13.409	8.835	-45	99.005
fev/95	15.821	8.281	3.464	-	6.698	18.443	34.264	42.041	7.770	4.821	12.591	9.027	-321	97.602
mar/95	15.582	8.423	3.708	-	6.975	19.106	34.688	39.891	8.322	4.951	13.273	9.887	1.460	99.199
abr/95	13.828	8.740	3.559	-	7.041	19.340	33.168	38.478	10.222	5.148	15.370	10.165	1.578	98.759
mai/95	13.812	9.392	3.694	-	7.004	20.090	33.902	40.521	11.867	5.342	17.209	9.621	537	101.790
jun/95	13.943	9.917	3.724	1.943	5.897	21.481	35.424	41.439	15.977	5.587	21.564	9.923	812	109.162
jul/95	15.034	10.446	3.944	1.985	5.052	21.427	36.461	42.841	14.607	5.801	20.408	10.191	650	110.551
ago/95	15.614	10.656	4.149	2.146	4.482	21.433	37.047	46.656	13.891	5.989	19.880	10.418	559	114.560
set/95	13.454	8.538	3.541	2.082	4.969	19.130	32.584	44.818	15.055	6.143	21.198	9.975	-970	107.605
out/95	15.353	8.581	2.889	2.165	3.684	17.319	32.672	45.635	13.413	6.283	19.696	10.156	-1.452	106.707
nov/95	15.559	8.674	4.274	2.180	3.674	18.802	34.361	50.025	14.942	6.412	21.354	10.778	-2.057	114.461
dez/95	21.681	8.916	5.154	2.166	2.704	18.940	40.621	52.456	15.701	6.538	22.239	10.023	890	126.229
jan/96	22.434	9.523	6.080	2.161	1.467	19.231	41.665	58.945	11.582	6.653	18.235	9.486	544	128.875
fev/96	17.006	9.547	6.385	2.089	1.618	19.639	36.645	63.585	11.138	6.751	17.889	9.732	351	128.202
mar/96	16.186	9.558	6.638	2.106	1.847	20.149	36.335	65.995	10.710	6.839	17.549	8.000	-142	127.737

Fonte: Banco Central do Brasil

1/ Valores anteriores a julho de 1994 convertidos pela URV de final de período.

2/ Inclui FAF, fundos de renda fixa de curto prazo, FIF e FIF curto prazo.

3/ Inclui recursos tributários e não tributários.

4/ Inclui transferência do resultado do Banco Central do Brasil para o Tesouro Nacional.

5/ Inclui depósitos de organismos internacionais.

TABELA - C 31
TAXAS DE JUROS E UNIDADES DE REFERÊNCIAS

Período	URV Over/Selic		CDI (over)		Ufir ¹		TR ²		TJLP ³		TBF ³		
	% a.m.	% a.m.	% a.a.	% a.m.	% a.a.	% a.m.	% a.a.	% a.m.	% a.a.	% a.m.	% a.a.	% a.m.	% a.a.
jan/94	39,73	42,76	7.065,02	43,25	7.367,30	36,69	4.154,14	41,44	6.310,13	-	-	-	-
fev/94	39,17	41,99	6.616,72	41,46	6.320,36	39,17	5.179,07	39,86	5.501,73	-	-	-	-
mar/94	46,01	46,42	9.607,06	46,98	10.064,23	39,70	5.424,58	41,85	6.536,70	-	-	-	-
abr/94	42,20	46,49	9.661,83	45,96	9.248,20	43,63	7.608,77	45,97	9.257,57	-	-	-	-
mai/94	41,69	48,00	10.943,52	48,11	11.046,78	41,25	6.207,54	46,44	9.625,61	-	-	-	-
jun/94	46,60	50,62	13.532,64	48,43	11.336,28	44,21	7.989,70	46,88	9.978,29	-	-	-	-
jul/94		6,87	122,00	6,68	117,20	44,65	8.291,22	5,03	80,12	-	-	-	-
ago/94		4,17	63,28	4,16	63,16	5,22	84,06	2,13	28,80	-	-	-	-
set/94		3,83	57,06	3,85	57,29	5,01	79,74	2,44	33,53	-	-	-	-
out/94		3,62	53,26	3,65	53,84	1,63	21,37	2,56	35,36	-	-	-	-
nov/94		4,07	61,45	4,11	62,15	1,90	25,37	2,92	41,27	-	-	-	-
dez/94		3,80	56,40	3,84	57,11	2,96	41,84	2,87	40,48	1,95	26,01	-	-
jan/95		3,37	48,92	3,48	50,67	2,25	30,63	2,10	28,34	1,95	26,01	-	-
fev/95		3,25	46,83	3,24	46,57	0,00	0,00	1,85	24,65	1,95	26,01	-	-
mar/95		4,26	65,01	4,41	67,81	0,00	0,00	2,30	31,37	1,78	23,65	-	-
abr/95		4,26	64,88	4,22	64,21	4,34	18,54	3,47	50,52	1,78	23,65	-	-
mai/95		4,25	64,74	4,27	65,17	0,00	0,00	3,25	46,74	1,78	23,65	-	-
jun/95		4,04	60,84	4,05	61,02	0,00	0,00	2,89	40,70	1,86	24,73	-	-
jul/95		4,02	60,53	4,01	60,28	7,12	31,69	2,99	42,42	1,86	24,73	-	-
ago/95		3,84	57,17	3,81	56,57	0,00	0,00	2,60	36,14	1,86	24,73	-	-
set/95		3,32	48,06	3,25	46,83	0,00	0,00	1,94	25,92	1,67	21,94	-	-
out/95		3,09	44,11	3,06	43,51	5,13	22,15	1,65	21,76	1,67	21,94	-	-
nov/95		2,88	40,52	2,84	39,91	0,00	0,00	1,44	18,70	1,67	21,94	-	-
dez/95		2,78	38,92	2,73	38,08	0,00	0,00	1,34	17,32	1,37	17,72	-	-
jan/96		2,58	35,70	2,56	35,43	4,21	17,95	1,25	16,11	1,37	17,72	-	-
fev/96		2,35	32,17	2,31	31,46	0,00	0,00	0,96	12,18	1,37	17,72	-	-
mar/96		2,22	30,16	2,20	29,80	0,00	0,00	0,81	10,22	1,41	18,34	-	-
												3,98	59,65
												3,84	57,10
												3,16	45,30
												2,98	42,17
												2,76	38,60
												2,66	36,99
												2,57	35,62
												2,28	30,99
												2,12	28,69

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/ Está fixada para o trimestre a partir de janeiro de 1995.

2/ Refere-se ao primeiro dia do mês.

3/ Está fixada para o trimestre.

TABELA - C 32
TAXAS DE JUROS DE OPERAÇÕES ATIVAS (% a.m.)

	Desconto de Duplicata	Capital de Giro	Aq. Bens (Pes. Jur)	Cheque Especial	Crédito Pessoal	Aq. Bens Pes. Fis
jul/94	8,57	8,19	8,73	11,50	10,29	9,87
ago/94	7,55	7,64	8,75	11,98	10,14	10,75
set/94	7,08	7,17	8,13	11,01	9,57	9,56
out/94	6,81	6,72	7,57	10,25	8,95	8,66
nov/94	8,01	7,88	6,47	11,31	9,85	9,30
dez/94	8,62	8,74	9,41	12,39	10,64	10,41
jan/95	8,63	8,69	9,50	12,18	10,53	10,51
fev/95	7,13	7,11	8,07	9,89	8,71	8,74
mar/95	10,04	9,88	10,47	11,81	11,67	11,20
abr/95	7,84	7,41	7,98	9,58	8,85	8,63
mai/95	9,32	9,13	10,03	12,52	11,00	11,02
jun/95	8,56	8,46	9,29	11,86	10,18	10,19
jul/95	8,24	8,40	9,01	11,67	9,87	10,05
ago/95	8,90	9,09	10,01	12,63	10,90	10,83
set/95	7,47	7,36	8,27	10,98	9,27	9,14
out/95	7,73	7,68	8,64	11,09	9,51	9,48
nov/95	7,16	7,05	8,01	10,50	8,92	8,75
dez/95	6,90	6,93	7,73	10,26	8,61	8,47
jan/96	6,6	6,28	7,95	10,57	8,83	8,87
fev/96	5,66	5,01	6,25	9,08	7,24	7,51
mar/96	6,04	5,21	6,46	10,11	7,66	8,15
abr/96	5,58	4,81	5,72	9,28	7,23	7,69

Fonte: Broadcast / Banco Central do Brasil.

TABELA - C 33
RECEITAS DO TESOUREIRO NACIONAL
R\$ MILHÕES¹ - RESULTADO MENSAL
Defl. IGP-DI

Período	RECEITA TRIBUTÁRIA										Total da Receita Fiscal
	Imposto de Renda	Imposto s/ Produtos Industr.	Imposto s/ Operações Financeiras	Imposto de Importação	Contribuição p/ Finsocial	Contribuição s/ Lucros Pessoa Jurídica	PIS/PASEP	Outros Tributos			
jan/94	2.139	1.002	520	202	877	472	443	-67	5.589		
fev/94	1.726	974	420	176	859	359	656	683	5.853		
mar/94	1.463	1.061	453	229	808	369	570	701	5.654		
abr/94	2.240	971	485	216	889	544	581	-338	5.589		
mai/94	1.934	1.024	486	235	856	356	584	998	6.474		
jun/94	1.907	1.049	514	300	945	337	599	729	6.379		
jul/94	1.626	906	368	272	952	313	480	1.043	5.960		
ago/94	1.646	1.252	262	310	1.291	482	482	659	6.384		
set/94	1.641	1.099	303	244	1.391	643	537	684	6.543		
out/94	1.521	1.102	310	238	1.313	529	499	1.230	6.742		
nov/94	1.549	1.228	240	274	1.376	467	514	1.370	7.018		
dez/94	1.584	1.327	324	286	1.453	616	561	2.751	8.902		
jan/95	2.377	1.179	241	325	1.418	588	532	-511	6.149		
fev/95	1.937	1.189	189	304	1.253	512	490	1.417	7.291		
mar/95	3.041	1.246	196	438	1.314	618	512	-53	7.312		
abr/95	1.498	1.277	173	423	1.316	489	538	648	6.363		
mai/95	3.342	1.227	271	597	1.213	634	518	-582	7.220		
jun/95	2.301	1.362	301	725	1.295	484	540	1.723	8.732		
jul/95	2.219	973	322	407	1.237	431	512	787	6.888		
ago/95	2.143	1.026	352	428	1.239	410	506	483	6.586		
set/95	2.176	1.052	304	360	1.290	435	529	502	6.649		
out/95	1.960	1.329	296	432	1.268	445	502	733	6.964		
nov/95	2.261	1.130	344	384	1.286	432	527	310	6.674		
dez/95	2.400	1.275	341	288	1.286	442	493	1.666	8.191		
Acumulado no Semestre											
I. 1994	11.408	6.082	2.879	1.359	5.235	2.437	3.433	2.706	35.538		
II. 1994	9.567	6.914	1.807	1.624	7.777	3.050	3.073	7.737	41.550		
I. 1995	14.497	7.480	1.371	2.813	7.807	3.324	3.132	2.643	43.067		
II. 1995	13.159	6.786	1.959	2.300	7.605	2.595	3.069	4.480	41.952		

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/ Valores anteriores a jul/94 convertidos em R\$, dividindo os valores em CR\$ por 2.750,00. Preços constantes de dezembro/95 (IGP-DI).

TABELA - C 34
 RESULTADO E DECOMPOSIÇÃO DAS DESPESAS DO TESOUREO NACIONAL
 RS MILHÕES¹- RESULTADO MENSAL
 DeFl. IGP-DI

Período	Recitas				Despesas					Resultado			
	Total da Receita Fiscal	Total da Receita do Tesouro	Pessoal e Encargos Sociais		Transf. Estados e Municipios	Despesas Financeiras	Outras Vinculações	Despesas de Orçamento e Crédito	Outras Despesas	Total das Despesas	Total das Despesas (excl. Fin.)	Caixa	Primário
			2/	2/									
jan/94	5.580	6.004	1.648	1.417	1.262	530	414	713	5.985	4.722	19	1.282	
fev/94	5.860	6.117	3.018	1.333	677	460	203	832	6.523	5.847	-406	271	
mar/94	5.654	5.859	2.047	1.163	804	341	196	1.285	5.836	5.032	23	827	
abr/94	5.589	6.052	4.018	1.043	2.050	548	387	1.059	9.105	7.055	-3.054	-1.004	
mai/94	6.474	6.783	2.618	1.326	828	589	254	994	6.609	5.780	175	1.003	
jun/94	6.379	6.750	3.469	1.234	1.638	525	346	983	8.195	6.557	-1.445	194	
jul/94	5.960	6.407	2.164	1.262	928	521	373	1.069	6.317	5.389	90	1.018	
ago/94	6.384	6.754	2.148	1.255	2.902	492	325	1.553	8.676	5.774	-1.922	981	
set/94	6.543	6.818	2.305	1.281	520	503	229	1.476	6.315	5.795	502	1.023	
out/94	6.742	7.082	1.839	1.300	1.590	481	447	1.182	6.839	5.250	242	1.832	
nov/94	7.018	7.212	1.789	1.523	753	570	118	2.038	6.791	6.038	421	1.174	
dez/94	8.902	9.201	4.472	1.505	1.432	471	210	1.127	9.217	7.784	-16	1.416	
jan/95	6.149	6.383	3.059	1.673	407	298	9	487	5.931	5.525	452	858	
fev/95	7.291	7.462	4.372	1.791	587	695	78	1.847	9.370	8.783	-1.908	-1.321	
mar/95	7.312	7.891	2.779	1.457	1.026	706	522	1.114	7.603	6.577	288	1.314	
abr/95	6.363	6.844	1.144	1.555	1.957	577	111	1.034	6.378	4.421	466	2.424	
mai/95	7.220	7.616	2.982	1.588	783	411	316	1.395	7.474	6.692	141	924	
jun/95	8.732	9.068	2.960	2.019	1.624	620	279	1.488	8.989	7.365	79	1.703	
jul/95	6.888	7.356	3.509	1.640	593	469	382	1.021	7.614	7.021	-258	335	
ago/95	6.386	7.097	2.656	1.436	971	403	367	1.256	7.090	6.119	7	978	
set/95	6.649	7.007	2.963	1.476	477	543	283	1.205	6.946	6.470	61	538	
out/95	6.964	7.554	3.005	1.502	2.004	649	336	1.485	8.982	6.978	-1.428	576	
nov/95	6.674	7.042	2.913	1.517	677	319	278	1.257	6.961	6.284	81	758	
dez/95	8.191	9.046	4.827	1.580	1.154	875	601	2.062	11.099	9.945	-2.053	-899	
Acumulado no Semestre													
I. 1994	35.536	37.566	16.817	7.516	7.260	2.993	1.800	5.866	42.253	34.993	-4.687	2.572	
II. 1994	41.550	43.474	14.718	8.125	8.126	3.038	1.702	8.446	44.155	36.029	-681	7.444	
I. 1995	43.067	45.265	17.295	10.082	6.383	3.307	1.315	7.364	45.746	39.363	-481	5.902	
II. 1995	41.952	45.102	19.874	9.151	5.875	3.258	2.246	8.287	48.691	42.816	-3.589	2.286	

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/ Valores anteriores a jul/94 convertidos em R\$, dividindo os valores em CR\$ por 2.750,00. Preços constantes de dezembro/95 (IGP-DI).

TABELA - C 35
DÉFICIT PÚBLICO - NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO (NFSP), 1985-1995
 (% PIB)

DISCRIMINAÇÃO	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Resultado Nominal	28,13	11,21	32,31	53,02	83,06	29,61	28,25	44,13	58,41	44,40	7,41
Governo Central	12,69	5,81	17,38	28,24	50,92	12,27	6,90	14,86	20,47	17,37	2,35
Estados e Municípios	6,33	2,66	7,84	11,43	16,62	8,60	10,32	16,37	24,61	18,90	3,71
Empresas Estatais	9,11	2,74	7,09	13,35	15,52	8,74	11,03	12,90	13,33	8,13	1,35
Resultado Operacional	4,40	3,60	5,70	4,80	6,90	-1,45	0,20	2,21	-0,25	-1,33	5,01
Governo Central	1,17	1,28	3,21	3,47	3,95	-2,54	0,08	0,80	0,00	-1,59	1,68
Estados e Municípios	0,95	0,96	1,61	0,36	0,56	0,42	-0,71	0,80	-0,23	0,57	2,45
Empresas Estatais	2,28	1,36	0,88	0,97	2,39	0,67	0,83	0,61	-0,02	-0,31	0,88
Resultado Primário	-2,67	-1,64	1,00	-0,94	1,00	-2,43	-2,86	-2,31	-2,64	-5,17	-0,41
Governo Central	-1,63	-0,36	1,77	1,06	1,41	-1,59	-1,04	-1,31	-1,43	-3,10	-0,63
Estados e Municípios	-0,09	0,06	0,62	-0,53	-0,35	-0,36	-1,47	-0,35	-0,55	-0,86	0,18
Empresas Estatais	-0,95	-1,34	-1,39	-1,47	-0,06	-0,48	-0,35	-0,65	-0,66	-1,21	0,04
Juros Líquidos	7,40	5,24	4,70	5,74	5,90	0,98	3,06	4,52	2,39	3,84	5,42
Governo Central	2,85	1,64	1,44	2,41	2,54	-0,95	1,12	2,11	1,43	1,51	2,31
Estados e Municípios	1,17	0,90	0,99	0,89	0,91	0,78	0,76	1,15	0,32	1,43	2,27
Empresas Estatais	3,38	2,70	2,27	2,44	2,45	1,15	1,18	1,26	0,64	0,90	0,84

Fonte: Banco Central do Brasil

TABELA - C 36
DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO**
 US\$ MILHÕES CORRENTES DE DEZEMBRO DE CADA ANO

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Junho	Setembro	Dezembro
Dívida Total	163.776	164.411	190.416	164.420	144.286	160.593	149.389	181.472	181.161	189.701	198.459	213.630
Governo Estadual	62.220	64.623	94.190	62.870	48.335	49.243	43.804	78.005	77.363	79.856	83.920	92.377
Governo Estadual e Municipal	24.175	22.004	38.013	31.218	27.318	37.421	31.218	60.535	61.888	65.924	70.277	74.557
Empresas Estatais	67.381	67.784	68.213	70.332	68.633	63.929	63.413	42.932	41.910	43.921	44.262	46.496
Dívida Interna	69.036	70.142	102.686	73.216	62.858	74.776	84.002	128.916	124.302	132.660	166.042	176.108
Governo Central	12.269	16.901	39.873	6.706	-8.198	3.337	8.346	39.688	34.331	36.878	66.672	68.466
Dívida Mobiliária fora do Bacen	31.896	41.402	62.533	13.122	11.562	36.403	42.061	71.392	70.549	73.512	101.282	109.795
Dívida Bancária	-12.561	-10.478	-8.063	-8.885	-6.913	-7.927	-9.298	-15.007	-15.324	-13.657	-12.616	-12.710
Arrecadação a recolher	-181	-239	-220	-325	-258	-871	-623	-1.340	-1.500	-1.760	-1.863	-1.211
Previdência Social	-1.405	-186	-123	-554	-43	-1.018	-1.156	-2.382	-2.918	-3.227	-2.577	-1.695
Entidades Autônomas	2.824	2.214	2.129	373	379	1.231	1.875	2.675	2.710	2.930	1.588	2.212
Aviso MF-30	-18.514	-22.967	-25.759	-23.729	-24.644	-25.688	-25.767	-13.825	-12.403	-12.020	-11.316	-11.092
Moedas de Privatização			1.522	1.958	848	1.958	848	4.547	4.448	4.620	5.306	6.819
Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT)			-3.165	-254	-3.700	-5.150	-6.649	-11.996	-11.689	-12.692	-13.076	-14.212
Títulos estaduais e municipais			9.617	9.617	5.934	5.587	4.358	20.954	17.430	15.155	14.132	22.317
Base Monetária	7.011	4.776	5.968	21.790	9.791	5.587	4.358	20.954	17.430	15.155	14.132	22.317
Depósitos em NCRZS no BCB (Lei nº 8.024)			1.269	1.373	1.719	1.373	1.719	1.601	1.301	1.124	1.000	0
Recolhimento especial remunerado	8.457	894	1.904	2.124	4.221	5.487	6.295	16.833	19.131	20.562	18.124	18.735
Outros depósitos no BCB	-1.099	-311	-1.026	-2.993	-1.691	-3.859	-1.018	-24.361	-26.050	-24.634	-27.766	-35.591
Créditos do BCB às instituições financeiras	-4.159	796	2.530	-1.292	-1.672	-2.142	-2.198	-3.383	-3.733	-5.752	-7.907	-7.838
Demais contas			-645		-1.535	-2.009	-2.025	-4.960	-6.511	-6.355	-7.486	-5.922
Carteira de fundos de ent. autôn. em dt. publ. federais								8.626	8.550	8.870	8.986	9.154
Dívida assumida pela União (Lei nº 8.727/93)								-9.806	-9.660	-9.978	-10.139	-10.305
Créditos da União (Lei 8.727/93)												
Governo Estadual e Municipal	16.483	17.400	23.903	26.867	23.107	33.019	37.671	68.396	69.719	63.677	67.993	72.287
Dívida Mobiliária fora do BCB	5.564	5.035	10.586	6.282	6.889	13.447	16.716	12.608	10.204	11.199	13.097	14.223
Dívida Mobiliária no BCB				3.165	2.218	38	76	16.914	20.737	22.789	24.348	26.448
Títulos em tesouraria				-119	-676	-1.127	-526	-845	-2.047	-1.615	-2.624	-2.010
Dívida bancária e de entidades autônomas	10.134	10.003	10.209	14.429	11.496	17.062	17.849	20.988	22.004	22.571	24.116	25.719
Arrecadação a recolher	-181	-122	-175	-112	-62	-90	-65	-208	-328	-168	-160	-156
Depósitos à vista e dep. de entidades autônomas	-1.252	-718	-859	-1.366	-1.042	-626	-782	-1.932	-1.586	-1.647	-1.623	-2.618
Aviso MF-30	2.198	3.202	4.142	4.388	4.284	4.315	4.303	3.607	3.595	3.185	3.150	3.075
Dívida renegociada (Lei nº 8.727/93)								7.263	7.140	7.363	7.489	7.606
Empresas Estatais	30.293	36.841	38.910	39.842	37.849	38.419	38.086	30.963	30.262	32.196	32.377	34.366
Dívida bancária	16.317	15.938	15.144	16.809	14.677	14.671	14.676	18.941	20.018	21.687	23.157	25.344
Depósitos à vista	-529	-310	-194	-285	-243	-261	-154	-448	-271	-325	-455	-542
Empreiteiros e fornecedores	348	508	977	1.071	856	908	842	405	347	302	176	182
Debêntures		1.867	2.662	3.436	2.991	2.998	2.346	2.029	1.490	1.441	1.697	1.703
Carteira das empresas estatais	-2.142	-927	-1.295	-530	-692	-870	-1.090	-2.735	-2.661	-2.360	-3.013	-3.098
Aviso MF-30	16.289	19.765	21.616	19.341	20.360	21.373	21.465	10.218	8.808	8.835	8.166	8.017
Dívida renegociada (Lei nº 8.727/93)								2.543	2.521	2.615	2.649	2.699
Dívida Externa	94.741	84.269	87.730	91.206	91.428	76.818	66.387	62.666	66.859	67.161	42.417	38.622
Governo Central	49.951	48.722	54.317	56.164	56.333	45.906	35.458	38.437	43.032	43.178	28.248	24.121
Governo Estadual e Municipal	7.692	4.604	4.110	4.551	4.211	4.402	4.601	2.140	2.169	2.247	2.284	2.270
Empresas Estatais	37.098	30.943	29.303	30.490	30.684	25.510	25.328	11.979	11.658	11.726	11.885	12.131
Reservas Internacionais	7.458	9.140	9.679	9.973	9.406	23.754	32.211	38.806	33.742	33.512	48.713	51.840

TABELA - C.37
DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL EM MERCADO, POSIÇÃO EM CUSTÓDIA¹
R\$ MILHÕES²

	Responsabilidade do Tesouro Nacional										Responsabilidade do BCB				Total Fora do Bacen
	Títulos Emitidos					Carteira Força do Bacen					LBC	BBC	NBC-E	Sub-total	
	OTN	LTN	LFT	BTN	NTN	Sub-total	OTN	LTN	LFT	BTN					
dez/91	149.950	133.946	1	-	12.564	860	2.579	16.004	1.212	3.294	-	4.505	20.509		
dez/92	159.006	134.447	0	-	3.199	77	21.283	24.558	2.139	32.363	-	34.502	59.061		
dez/93	141.954	94.236	0	2.931	2.293	61	42.434	47.719	0	13.146	-	13.146	60.865		
jan/94	142.846	87.886	0	-	1.749	60	53.151	54.960	0	11.035	-	11.035	65.996		
fev/94	136.381	85.010	0	-	1.728	58	49.585	51.371	0	15.574	-	15.574	66.945		
mar/94	135.255	85.694	0	2.778	1.728	56	45.001	49.561	0	20.238	-	20.238	69.799		
abr/94	99.695	51.445	0	2.850	722	59	44.619	48.250	0	26.161	-	26.161	74.411		
mai/94	98.369	45.899	0	3.645	805	58	47.963	52.470	0	27.140	-	27.140	79.610		
jun/94	96.135	43.368	0	-	11.271	56	41.440	52.768	30.724	-	-	30.724	83.492		
jul/94	88.591	34.617	-	-	11.538	51	42.385	53.974	3.866	19.230	-	23.096	77.070		
ago/94	82.274	32.439	-	-	11.732	49	38.054	49.834	5.119	21.387	-	26.507	76.341		
set/94	83.180	37.416	-	1.270	11.915	48	32.531	45.764	9.372	22.278	-	31.650	77.414		
out/94	81.003	35.993	-	627	12.011	46	32.326	45.010	9.692	23.998	-	33.690	78.700		
nov/94	81.161	37.436	-	-	11.463	46	32.217	43.726	7.333	25.783	-	33.115	76.841		
dez/94	69.908	28.260	-	612	9.160	48	31.828	41.648	2.514	28.670	-	31.184	72.831		
jan/95	71.162	26.773	-	1.794	9.131	47	33.417	44.389	1.179	28.240	-	29.419	73.808		
fev/95	71.715	26.693	-	4.156	11.197	47	29.622	45.022	1.994	27.617	-	29.611	74.633		
mar/95	72.921	26.616	-	6.211	14.216	47	25.831	46.305	3.740	20.786	2.628	27.154	73.459		
abr/95	75.747	26.096	-	6.314	14.912	48	28.377	49.651	3.338	17.846	2.805	23.989	73.640		
mai/95	76.909	26.536	-	3.191	14.784	48	32.350	50.373	3.397	18.813	2.719	24.929	75.302		
jun/95	80.208	28.209	-	1.680	16.138	48	34.132	51.999	1.939	18.365	1.848	22.152	74.151		
jul/95	79.732	25.192	-	4.820	17.116	49	32.555	54.540	9.775	19.340	2.557	31.672	86.212		
ago/95	80.700	25.647	-	9.122	17.853	50	28.027	55.053	16.618	22.373	2.627	41.618	96.671		
set/95	83.235	25.658	-	11.225	18.483	50	27.818	57.577	23.584	22.423	-	46.007	103.584		
out/95	83.628	24.318	-	13.267	18.955	51	27.038	59.310	25.207	23.209	-	48.415	107.726		
nov/95	84.995	26.169	-	15.073	19.411	50	24.292	58.827	25.846	28.241	-	54.087	112.914		
dez/95	86.705	26.091	-	20.022	18.876	51	21.664	60.614	23.124	27.452	-	50.576	111.190		
jan/96	87.164	26.370	-	23.275	14.329	51	23.140	60.794	24.718	32.554	-	57.271	118.066		
fev/96	88.632	25.189	-	25.831	12.298	52	25.263	63.443	26.769	38.046	-	64.815	128.258		
mar/96	89.084	23.918	-	27.703	7.111	51	30.302	65.166	27.831	41.003	-	68.834	134.000		

Fonte: STN, BCB

1/ Inclui as operações de financiamentos concedidos ou tomados pelo BCB lastreadas por títulos públicos federais.

2/ A preços do mês de abril/96 (IGP-DI centrado).

TABELA - C 38
DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL EM MERCADO¹
PARTICIPAÇÃO (%) POR INDEXADOR

	Dívida fora do Bacen R\$ milhões ¹	Índice de correção						Total
		Câmbio	TR	IGP-M	Over-selic	Prefixado	TJLP	
dez/91	20.509	11,5	0,0	5,3	67,2	16,1	-	100,0
dez/92	59.061	3,0	9,6	23,6	9,0	54,8	-	100,0
dez/93	60.865	17,3	10,5	42,1	3,8	26,4	-	100,0
jan/94	65.996	36,3	14,7	29,6	2,7	16,7	-	100,0
fev/94	66.945	31,3	13,7	29,2	2,6	23,3	-	100,0
mar/94	69.799	22,8	13,9	27,8	2,5	33,0	-	100,0
abr/94	74.411	19,6	13,9	26,5	1,0	39,0	-	100,0
mai/94	79.610	16,1	14,0	30,3	1,0	38,7	-	100,0
jun/94	83.492	9,2	12,4	28,0	50,3	0,0	-	100,0
jul/94	77.070	10,4	10,0	34,6	20,0	25,0	-	100,0
ago/94	76.341	8,7	10,9	30,3	22,1	28,0	-	100,0
set/94	77.414	6,1	13,7	22,3	27,5	30,4	-	100,0
out/94	78.700	6,9	16,9	17,4	27,6	31,3	-	100,0
nov/94	76.841	6,7	20,5	14,8	24,5	33,6	-	100,0
dez/94	72.831	8,3	23,0	12,5	16,0	40,2	-	100,0
jan/95	73.808	9,3	22,0	14,1	14,0	40,7	-	100,0
fev/95	74.633	7,4	18,5	13,8	17,7	42,6	-	100,0
mar/95	73.459	9,2	17,6	12,0	24,4	36,8	-	100,0
abr/95	73.640	8,3	22,0	12,2	24,8	32,8	-	100,0
mai/95	75.302	7,4	27,8	11,5	24,1	29,2	-	100,0
jun/95	74.151	9,2	27,8	11,6	24,4	27,0	-	100,0
jul/95	86.212	9,3	20,1	11,5	31,2	28,0	-	100,0
ago/95	96.671	8,7	13,3	9,8	35,7	32,6	-	100,0
set/95	103.584	5,9	12,2	8,8	40,6	32,5	-	100,0
out/95	107.726	6,1	10,2	8,9	41,0	33,9	-	100,0
nov/95	112.914	6,4	9,0	6,2	40,1	38,4	-	100,0
dez/95	111.190	5,3	9,0	5,3	37,8	42,7	-	100,0
jan/96	118.066	5,8	9,0	3,7	33,1	47,3	1,1	100,0
fev/96	128.258	6,1	9,2	3,3	30,5	49,8	1,0	100,0
mar/96	134.000	7,9	10,8	2,9	26,1	51,3	1,0	100,0

Fonte: STN, BCB

1/ A preços do último mês (IGP-DI centrado).

TABELA - C 39
INDICADORES DA ECONOMIA INTERNACIONAL
VARIAÇÕES PERCENTUAIS, EXCETO QUANDO EXPLICITADO DE OUTRA FORMA

Indicadores	Média anual 1987-1990	1991	1992	1993	1994	1995*	1996*
1. Total mundial							
Produção	3,6	1,3	2	2,5	3,6	3,7	4,1
Comércio							
Volume	7,3	3,6	5,1	3,9	9,3	8,3	6,4
Deflator de preços em US\$	6,2	-1,5	1,4	-4,7	2,6	8,2	1,7
Evolução dos preços (em dólares) das "commodities"							
Manufaturados	6,9	-0,3	3,6	-5,8	2,8	4	2
Petróleo	14,5	-17	-0,5	-11,5	-4,1	7,8	-6,9
Produtos primários, excl. petróleo	6,4	-5,7	0,1	1,8	13,6	8,6	-1,1
2. Países industrializados							
PIB real	3,3	0,8	1,5	1,1	3,1	2,5	2,4
PIB per capita	2,6	0	0,8	0,5	2,4	1,9	1,8
Taxa de inflação							
Preços ao consumidor	4	4,5	3,3	2,9	2,3	2,5	2,5
Deflator do PIB	3,9	4,2	3,2	2,5	1,9	2	2,5
Taxa de desemprego	6,6	6,8	7,7	8,1	8,1	7,6	7,5
Volume de exportações	7,6	3,3	4	2,2	8,4	7,4	4,8
Volume de importações	6,6	3,3	4,1	1,4	10,4	7,4	5,1
Termos de troca	-0,2	1,8	1,8	2	1,1	0,5	0,1
Balança comercial (US\$ bilhões-FOB)		-2,5	36,1	90,9	83,9	111,5	116,9
Conta corrente (US\$ bilhões) 1 /		-31,3	-34,2	28,8	-6,3	-19,1	-20,1
3. Países em desenvolvimento							
PIB real	4,8	4,9	5,9	6,1	6,2	6	6,3
PIB per capita	2,8	3,1	3,5	4,3	4,2	3,9	4,4
Taxa de inflação-preços ao consumidor	51,5	33,5	35,8	43,1	48,1	19,5	13
Volume de exportações	10,9	6	9,8	6,7	10,8	10,8	9,5
Volume de importações	10,1	9,4	13,3	10,5	8,5	10,3	9,9
Termos de troca	0,2	-3,1	0,1	0,6	0,5	0,2	-0,9
Balança comercial (US\$ bilhões-FOB)		10,1	-16,9	-50	-27,7	-23,5	-44,3
Conta corrente (US\$ bilhões) 1 /		-82,5	-68,8	-98,5	-68,4	-63,7	-76,6
4. Países em Desenv. - América Latina							
PIB real	1,7	3,5	2,7	3,3	4,6	1,8	4
PIB per capita	-0,4	1,6	0,7	1,3	2,7	-0,9	2,2
Taxa de inflação-preços ao consumidor	283,2	129,4	152,7	212,2	226,7	38,2	23,3
Volume de exportações	6,7	3,7	6	6,6	8,3	11,1	7,1
Volume de importações	5,3	15,1	17,4	8,7	11,7	2,1	5,1
Termos de troca	-0,6	-5,7	-4,7	-1,3	2,4	2,3	-1,5
Balança comercial (US\$ bilhões-FOB)		8,2	-10,9	-16,2	-19,9	-2,4	-1,8
Conta corrente (US\$ bilhões) 1 /		-18	-35,5	-45,2	-46,8	-29,7	-30,5

Fonte: World Economic Outlook, FMI - Outubro-95.

*Preliminar.

1/ Inclui transferências privadas e oficiais.

2/ Como América Latina, está sendo utilizado o grupo, definido pelo FMI, "Países em Desenvolvimento - Hemisfério Ocidental, os países do continente americano, excluindo-se EUA, Canadá e Cuba.

TABELA - C 40

TAXAS DE JUROS INTERNACIONAIS E INFLAÇÃO NOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

Período	Prime Rate ^{1/}	Federal Funds ^{2/}	T. Bills (3 m) ^{2/}	T. Bonds (30 a) ^{2/}	Libor (6 meses) ^{1/}				Var. (%) dos Preços no Varejo P. Industrializados ^{3/}
					Dólar norte-americano	Iene	Marco alemão	Libra esterlina	
1992	6,25	2,81			3,93	4,33	9,42	9,58	
1993	6,00	3,06			3,43	2,97	6,98	5,87	2,80
1994									
Jan	6,00	3,19	3,03	6,21	3,43	2,07	5,70	5,31	2,50
Fev	6,00	3,56	3,43	6,67	3,74	2,22	5,74	5,21	2,40
Mar	6,06	3,69	3,57	7,07	4,16	2,34	5,71	5,21	2,40
Abr	6,44	3,69	3,96	7,31	4,50	2,40	5,51	5,42	2,30
Mai	7,00	4,19	4,31	7,43	5,04	2,34	5,12	5,43	2,20
Jun	7,25	4,50	4,23	7,62	4,97	2,28	5,07	5,48	2,30
Jul	7,25	4,38	4,37	7,39	5,27	2,23	5,02	5,53	2,30
Ago	7,51	4,62	4,67	7,45	5,28	2,39	5,08	6,02	2,30
Set	7,75	4,75	4,79	7,82	5,49	2,47	5,21	6,28	2,40
Out	7,75	4,75	5,16	7,97	5,89	2,48	5,26	6,50	2,30
Nov	8,12	5,69	5,72	8,00	6,21	2,51	5,30	6,60	2,40
Dez	8,50	5,44	5,66	7,85	6,87	2,50	5,51	6,98	2,30
Ano	7,14	5,44	5,66	7,85	5,07	2,35	5,35	5,83	
1995									
Jan	8,50	6,00	6,02	7,72	6,80	2,41	5,37	7,08	2,40
Fev	8,98	5,88	5,89	7,53	6,55	2,33	5,28	7,17	2,50
Mar	9,00	6,19	5,85	7,41	6,46	2,15	5,17	7,13	2,50
Abr	9,00	6,06	5,88	7,34	6,40	1,55	4,72	7,08	2,60
Mai	9,00	6,00	5,81	6,66	6,17	1,40	4,58	7,03	2,70
Jun	9,00	6,31	5,58	6,62	5,90	1,14	4,51	6,89	2,70
Jul	8,80	5,81	5,60	6,90	5,86	0,90	4,56	6,99	2,50
Ago	8,75	6,00	5,45	6,65	5,91	0,85	4,43	6,90	2,40
Set	8,75	5,75	5,40	6,49	5,87	0,65	4,18	6,75	2,50
Out	8,75	6,00	5,39	6,32	5,90	0,62	4,19	6,78	2,40
Nov	8,75	5,94	5,47	6,15	5,76	0,62	4,03	6,59	2,30
Dez	8,66	5,61	5,04	5,97	5,61	0,57	3,81	6,36	2,30
Ano	8,83				6,10	1,27	4,57	6,90	
1996									
Jan	8,50	5,75	5,05	6,03	5,42	0,62	3,54	6,29	2,30
Fev	8,25	5,75	5,01	6,52	5,17	0,75	3,32	6,10	2,10
Mar	8,25	5,38	5,14	6,68	5,41	0,77	3,36	6,11	
Abr	8,25	5,31	5,14	6,92	5,54	0,83	3,30	6,09	

Fonte: FMI, Financial Times, The Economist e Banco Central do Brasil.

1/ Média de Período.

2/ Fim de Período.

3/ Conceito FMI abrangendo: Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica-Luxemburgo, Canadá, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Islândia, Itália, Japão, Noruega, Nova Zelândia, Países Baixos, Portugal, Reino Unido, Suécia e Suíça.

TABELA - C 41
INDICADORES EXTERNOS DA ECONOMIA BRASILEIRA
PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL

Período	Export./ PIB	Import/ PIB	Balança comerc./ PIB	Transf. de recursos reais ao exterior	1/ 1'	Renda líquida enviada ao exterior	2/ 2'	Poupança externa líq./PIB	3/ 3'	Transf. Serv.divida líquida ao exterior	4/ 4'	Div.ext./ Export. bens e serv. não fatores	5/ 5'	Div.ext./ PIB
	a	b	c=a-b	d	e	f	g	h	i	j	k	l	m	n
1970	6,1	5,5	0,6	-0,4	0,9	1,2	-1,1	34,6	2,0	13,8				
1971	5,5	6,1	-0,6	-1,6	0,9	2,5	-1,7	40,9	2,5	15,6				
1972	6,4	6,8	-0,4	-1,5	0,9	2,4	-4,7	42,2	2,6	18,4				
1973	8,2	8,2	0,0	-1,3	1,0	2,2	-4,1	40,2	2,3	19,7				
1974	8,9	14,2	-5,3	-7,0	1,0	8,0	-5,8	41,2	2,4	22,5				
1975	8,5	11,9	-3,4	-4,8	1,7	6,5	-3,1	46,4	2,7	24,5				
1976	8,4	10,3	-1,9	-3,1	1,9	5,0	-3,2	50,2	3,0	26,7				
1977	9,0	8,9	0,1	-0,9	2,1	3,0	-2,0	54,3	3,0	28,1				
1978	8,3	8,9	-0,6	-1,6	3,0	4,6	-4,1	63,1	3,9	34,0				
1979	8,6	10,1	-1,5	-2,6	3,4	6,0	-0,9	76,7	3,4	31,3				
1980	9,4	10,8	-1,4	-2,5	3,6	6,0	0,6	70,1	3,0	30,1				
1981	10,3	9,8	0,5	-0,4	4,9	5,2	-0,5	76,4	3,0	32,8				
1982	8,3	8,0	0,3	-0,8	6,0	6,7	1,8	102,3	4,0	35,3				
1983	8,9	6,3	2,6	2,0	4,8	2,8	1,8	68,3	4,0	38,2				
1984	10,0	5,1	4,9	4,4	4,4	0,0	0,6	48,4	3,6	37,7				
1985	8,4	4,3	4,1	3,8	3,9	0,1	3,5	49,9	3,8	34,5				
1986	6,6	4,2	2,4	2,0	3,5	1,6	3,7	61,6	4,7	33,0				
1987	7,2	4,2	3,0	2,6	3,1	0,4	3,3	37,2	4,3	33,5				
1988	8,9	3,9	5,0	4,5	3,4	-1,1	3,5	60,2	3,1	30,0				
1989	8,3	4,4	3,9	3,5	3,3	-0,3	4,2	37,3	3,1	28,3				
1990	7,5	5,0	2,5	1,9	3,0	0,9	4,3	25,8	3,6	29,9				
1991	7,2	4,8	2,4	1,8	2,5	0,3	3,0	38,0	3,6	28,6				
1992	8,0	4,6	3,4	2,9	2,0	-1,4	1,4	34,8	3,5	30,4				
1993	8,0	5,2	2,8	2,0	2,4	0,1	0,8	43,0	3,5	30,2				
1994	8,2	6,3	1,9	1,2	2,0	0,3	0,4	38,9	3,2	28,1				
1995 p/	8,3	8,8	-0,5	-1,7	2,2	3,2	0,6	46,1	3,1	28,0				

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/ Transferência de recursos reais ao exterior corresponde à balança de bens e serviços não fatores.

2/ Renda líquida enviada ao exterior corresponde ao pagamento líquido de fatores.

3/ Poupança externa líquida corresponde às transações correntes.

Transferência líquida ao exterior corresponde à diferença entre a renda líquida enviada ao exterior e o ingresso líquido de recursos (exclusive transferências unilaterais).

5/ O serviço da dívida considera apenas amortizações e juros pagos.

p/ preliminar.

TABELA - C 42
BALANÇO DE PAGAMENTOS: 1988 - 1993
US\$ MILHÕES

Discriminação	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Balança comercial - FOB	19.184	16.120	10.753	10.579	15.239	13.072
Exportações	33.789	34.383	31.414	31.620	35.793	38.783
Importações	14.605	18.263	20.661	21.041	20.554	25.711
Serviços (líquido)	-15.103	-15.331	-15.369	-13.542	-11.339	-15.362
Juros	-9.832	-9.633	-9.748	-8.621	-7.253	-8.453
Outros serviços 1/	-5.271	-5.698	-5.621	-4.921	-4.086	-6.909
Transferências unilaterais	94	244	834	1.556	2.243	1.653
Receita	132	265	876	1.599	2.315	1.759
Despesa	38	21	42	43	72	106
Transações correntes	4.175	1.033	-3.782	-1.407	6.143	-637
Capital	3.635	-3.648	-4.715	-4.148	25.271	9.903
Investimento direto (líquido)	2.269	125	0	170	2.972	6.179
Reinvestimentos	714	531	273	365	175	100
Financiamentos	5.177	3.640	3.424	2.026	13.258	2.409
Estrangeiros	5.309	3.788	3.474	2.125	13.191	2.568
Novos ingressos	2.631	2.257	2.662	2.125	1.608	1.378
Refinanciamento	2.678	1.531	812	-	11.583	1.190
Brasileiros	-132	-148	-50	-99	67	-159
Amortizações	-15.226	-33.985	-8.665	-7.830	-8.572	-9.692
Pagas	-7.750	-5.889	-8.053	-7.830	-7.147	-8.982
Refinanciadas (inclui Clube de Paris)	-7.476	-28.096	-612	-	-1.425	-710
Empréstimos em moeda	9.680	25.972	-297	964	17.577	11.110
Curto prazo	-576	-1.664	-1.208	-3.033	2.602	154
Longo prazo	10.256	27.636	911	3.997	14.975	10.956
Bancos brasileiros	659	1.465	0	0	294	0
Novos ingressos	-	-	-	-	294	-
Refinanciamento	659	1.465	-	-	-	-
Bancos comerciais estrangeiros	9.497	26.065	0	0	7.703	707
Novos ingressos	4.000	600	-	-	603	707
Refinanciamento	5.497	25.465	-	-	7.100	-
Intercompanhias	100	106	258	308	871	1.357
Demais 3/	-	-	653	3.689	6.107	8.892
Outros capitais	1.021	69	550	157	-139	-203
Erros e omissões	-833	-776	-328	876	-1.386	-862
Superávit ou déficit (-)	6.977	-3.391	-8.825	-4.679	30.028	8.404
Financiamento	-6.977	3.391	8.825	4.679	-30.028	-8.404
Haveres (- = aumento)	-1.249	-887	-480	369	-14.670	-8.709
Obrigações - FMI	-456	-852	-741	-590	-406	-495
Obrigações de curto prazo	-5.272	5.130	10.046	4.900	-14.952	800
Atrasados	-4.603	3.989	9.959	5.621	-14.253	1.133
Outras	-669	1.141	87	-721	-699	-333

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/ Inclui lucros reinvestidos.

2/ Inclui US\$ 20.129 milhões referentes a consolidação no MYDFA.

3/ Inclui bônus, "commercial paper" e "fixed/floating rate notes".

TABELA - C 43
BALANÇO DE PAGAMENTOS: 1994 - 1996
US\$ MILHÕES

	1994	1995*	1995*				1996*
			I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	
Balança Comercial	10.466	-3.157	-2.334	-1.933	812	298	-435
Exportações	43.545	46.506	9.731	11.718	12.729	12.328	10.302
Importações	33.079	49.663	12.065	13.651	11.917	12.030	10.737
Serviço (líquido)	-14.743	-18.600	-4.134	-5.537	-3.702	-5.227	-3.819
Juros	-6.338	-8.158	-1.105	-3.100	-1.263	-2.690	-1.881
Receita	1.802	2.485	684	552	534	715	611
Despesa	-8.140	-10.643	-1.789	-3.652	-1.797	-3.405	-2.492
Paga	-7.856	-10.643	-1.789	-3.652	-1.797	-3.405	-2.492
Atrasada	-284	0	-	-	-	-	-
Refinanciada	-	0	-	-	-	-	-
Outros 1/	-8.405	-10.442	-3.029	-2.437	-2.439	-2.537	-1.938
Transferências unilaterais	2.588	3.973	878	1.182	1.016	897	855
Transações Correntes	-1.689	-17.784	-5.590	-6.288	-1.874	-4.032	-3.399
Capital	8.904	30.703	530	5.830	17.412	6.931	7.411
Investimento (líquido)	8.214	4.870	-3.327	1.981	4.258	1.958	4.325
Brasileiros 2/	-1.037	-1.552	-488	-269	-741	-54	1.162
Estrangeiros	9.168	6.222	-2.864	2.129	4.972	1.985	3.138
Portfólio	7.280	2.294	-3.622	1.279	3.854	783	1.938
Diretos	1.888	3.928	758	850	1.118	1.202	1.200
Reinvestimentos	83	200	25	121	27	27	25
Amortizações	-50.411	-11.026	-2.762	-3.189	-2.217	-2.858	-4.093
Pagas 2/	-10.370	-11.026	-2.762	-3.189	-2.217	-2.858	-4.093
Atrasadas	-631	0	-	-	-	-	-
Refinanciadas	-39.410	0	-	-	-	-	-
Empréstimos e financiamentos	55.389	37.044	6.926	7.158	14.818	8.142	8.148
Curto prazo	909	19.667	5.415	2.210	9.107	2.935	3.093
Médio e longo prazos	54.480	17.377	1.511	4.948	5.711	5.207	5.055
Novos Ingressos	12.004	17.066	1.213	4.948	5.698	5.207	4.806
Refinanciamentos	42.476	311	298	-	13	-	249
Outros capitais	-4.288	-185	-307	-120	553	-311	-969
Garantias (Acordo)	-3.052	-768	-	-237	-	-531	-
New Money (Acordo)	352	0	-	-	-	-	-
Atrasados (inclui liquidações)	-5.653	-510	-298	-	-212	-	-286
Obrigações da Aut. Monet. (inclui FMI)	-71	-51	-11	-28	-54	42	-69
Descorto	3.937	0	-	-	-	-	-
Demais (inclui erros & omissões)	199	1.144	2	145	819	178	-614
Var. de haveres c. prazo (- = aumento) 3/	-7.215	-12.919	5.060	458	-15.538	-2.899	-4.012
Memorando							
Ajuste por conta de acordos da dívida							
Obrigações refinanciadas	-46.413	-311	-298	0	-13	0	-249
Juros							
Amortizações	-39.410						
C. prazo	-600	199			199		37
Atrasados	-6.403	-510	-298	0	-212		-286
Refinanciamentos	42.476	311	298	0	13	0	249
C. Paris	42.476	0					
Bancos	0	311	298		13		249
Descorto	3.937	0					

Fonte: Banco do Central do Brasil.

1/ Inclui lucros reinvestidos.

2/ Em março de 1996, inclui US\$ 1.439,5 milhões de retorno de investimento brasileiro, correspondendo à liquidação de MYDFA transformados em NTN, pelo Banco do Brasil.

3/ Em 1994, inclui US\$ 615 milhões de haveres reclassificados.

* Preliminar

TABELA - C 44
BALANÇA COMERCIAL FÍSICA
US\$ MILHÕES

Período	Exportação			Importação			Saldo			Grau de abertura 1/
	Na data	No ano	Últimos 12 meses	Na data	No ano	Últimos 12 meses	Na data	No ano	Últimos 12 meses	
1984	27.005			13.916			13.089			15,33
1985	25.639			13.153			12.486			12,93
1986	22.349			14.044			8.305			10,95
1987	26.224			15.052			11.172			11,57
1988	33.789			14.605			19.184			12,96
1989	34.383			18.263			16.120			12,91
1990	31.414			20.661			10.753			12,61
1991	31.620			21.041			10.579			12,15
1992	35.793			20.554			15.239			12,62
1993	38.555			25.256			13.299			13,23
jan/94	2.747	2.747	38.489	1.769	1.769	25.227	978	978	13.262	13,12
fev/94	2.778	5.525	38.378	2.030	3.799	25.825	748	1.726	12.553	13,14
mar/94	3.351	8.876	38.220	2.249	6.048	26.073	1.102	2.828	12.147	13,07
abr/94	3.635	12.511	38.827	2.152	8.200	26.100	1.483	4.311	12.727	13,16
mai/94	3.862	16.373	39.804	2.625	10.825	27.135	1.237	5.548	12.669	13,49
jun/94	3.728	20.101	40.294	2.499	13.324	27.342	1.229	6.777	12.952	13,54
jul/94	3.738	23.839	40.609	2.514	15.838	27.086	1.224	8.001	13.523	13,48
ago/94	4.282	28.121	41.388	2.776	18.614	27.521	1.506	9.507	13.867	13,60
set/94	4.162	32.283	42.105	2.641	21.255	27.945	1.521	11.028	14.160	13,68
out/94	3.843	36.126	42.707	3.186	24.441	29.037	657	11.685	13.670	13,86
nov/94	3.706	39.832	43.242	4.115	28.556	31.112	-409	11.276	12.130	14,37
dez/94	3.713	43.545	43.545	4.523	33.079	33.079	-810	10.466	10.466	14,66
jan/95	2.980	2.980	43.778	3.284	3.284	34.594	-304	-304	9.184	14,69
fev/95	2.952	5.932	43.952	4.047	7.331	36.611	-1.095	-1.399	7.341	14,96
mar/95	3.799	9.731	44.400	4.734	12.065	39.096	-935	-2.334	5.304	15,35
abr/95	3.394	13.125	44.159	3.861	15.926	40.805	-467	-2.801	3.354	15,48
mai/95	4.205	17.330	44.502	4.895	20.821	43.075	-690	-3.491	1.427	15,86
jun/95	4.119	21.449	44.893	4.895	25.716	45.471	-776	-4.267	-578	16,27
jul/95	4.004	25.453	45.159	4.001	29.717	46.958	3	-4.264	-1.799	16,50
ago/95	4.558	30.011	45.435	4.230	33.947	48.412	328	-3.936	-2.977	16,78
set/95	4.167	34.178	45.440	3.686	37.633	49.457	481	-3.455	-4.017	16,96
out/95	4.405	38.583	46.002	4.071	41.704	50.342	334	-3.121	-4.340	17,19
nov/95	4.048	42.631	46.344	4.033	45.737	50.260	15	-3.106	-3.916	17,20
dez/95	3.875	46.506	46.506	3.926	49.663	49.663	-51	-3.157	-3.157	17,10
jan/96	3.473	3.473	46.999	3.437	3.437	49.816	36	36	-2.817	16,61
fev/96	3.421	6.894	47.468	3.427	6.864	49.196	-6	30	-1.728	16,49
mar/96	3.408	10.302	47.077	3.873	10.737	48.335	-465	-435	-1.258	16,38
abr/96	4.271	14.573	47.954	4.073	14.810	48.547	198	-237	-593	16,28

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/ Corrente de comércio/PIB.

TABELA - C 45
EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS
US\$ MILHÕES FOB

Período	Básico	Semi	Manuf.	Op.Esp.	Total
jan/93	547	401	1.846	19	2.813
fev/93	576	515	1.794	13	2.898
mar/93	782	527	2.174	26	3.509
abr/93	918	369	1.728	13	3.028
mai/93	811	415	1.669	23	2.918
jun/93	868	437	1.912	21	3.238
jul/93	920	486	1.992	25	3.423
ago/93	850	412	2.219	22	3.503
set/93	891	487	2.031	36	3.445
out/93	715	479	2.019	28	3.241
nov/93	697	476	1.944	54	3.171
dez/93	791	441	2.145	33	3.410
Média 93	781	454	1.956	26	3.216
jan/94	545	437	1.716	49	2.747
fev/94	585	391	1.771	31	2.778
mar/94	700	488	2.126	37	3.351
abr/94	948	533	2.128	26	3.635
mai/94	1.089	601	2.127	45	3.862
jun/94	1.030	573	2.019	106	3.728
jul/94	1.047	590	2.041	60	3.738
ago/94	1.161	707	2.352	63	4.283
set/94	1.137	673	2.289	63	4.162
out/94	1.023	653	2.110	56	3.842
nov/94	929	570	2.163	44	3.706
dez/94	864	677	2.116	56	3.713
Média 94	922	574	2.080	53	3.629
jan/95	632	584	1.724	40	2.980
fev/95	633	504	1.755	60	2.952
mar/95	867	633	2.241	58	3.799
abr/95	904	569	1.829	92	3.394
mai/95	1.120	776	2.238	71	4.205
jun/95	1.100	739	2.152	128	4.119
jul/95	1.026	892	1.992	94	4.004
ago/95	1.084	1.005	2.410	59	4.558
set/95	958	803	2.354	52	4.167
out/95	957	986	2.400	62	4.405
nov/95	845	882	2.263	58	4.048
dez/95	841	775	2.211	48	3.875
Média 95	914	762	2.131	69	3.876

Fonte: MICT/SECEX

TABELA - C 46
IIIMPORTAÇÕES BRASILEIRAS
US\$ MILHÕES FOB

Período	Matérias-primas e produtos intermediários	Combustíveis e lubrificantes	Bens de Capital	Bens de Consumo					TOTAL	
				Não-duráveis	Duráveis		Total	GERAL	(-) Bens de C. Duráveis	
					Automóveis	Outros				Total
jan/93	924	336	371	88	28	51	79	167	1.798	1.719
fev/93	733	206	335	88	23	48	71	159	1.432	1.361
mar/93	1.001	343	433	124	35	64	99	223	2.001	1.901
abr/93	1.150	306	427	124	46	71	117	241	2.125	2.008
mai/93	782	334	286	102	35	52	87	188	1.590	1.504
jun/93	1.170	348	517	134	47	76	123	257	2.292	2.169
jul/93	1.498	472	495	151	76	79	155	306	2.770	2.616
ago/93	1.220	395	461	117	84	63	147	264	2.341	2.194
set/93	1.163	303	470	120	56	105	161	282	2.217	2.056
out/93	1.074	328	410	123	63	96	159	283	2.094	1.935
nov/93	965	287	449	135	97	106	203	338	2.040	1.836
dez/93	1.182	433	607	144	87	102	189	333	2.556	2.367
Média 93	1.072	341	439	121	56	76	133	253	2.105	1.972
jan/94	894	281	379	90	38	87	124	214	1.768	1.644
fev/94	988	244	534	117	62	84	146	263	2.029	1.883
mar/94	1.143	267	516	155	62	106	168	323	2.249	2.081
abr/94	1.053	280	489	139	89	102	191	330	2.152	1.961
mai/94	1.213	346	700	147	106	114	220	367	2.626	2.406
jun/94	1.250	404	509	151	76	109	184	335	2.498	2.314
jul/94	1.293	333	549	168	65	107	172	339	2.514	2.343
ago/94	1.363	415	567	176	123	130	253	429	2.774	2.521
set/94	1.281	395	534	203	106	121	227	430	2.640	2.413
out/94	1.453	443	707	273	235	76	311	584	3.187	2.876
nov/94	1.516	496	1.186	368	229	86	315	683	3.881	3.566
dez/94	1.791	451	1.699	419	279	123	402	821	4.762	4.360
Média 94	1.270	363	697	200	122	104	226	427	2.757	2.531
jan/95	1.621	389	667	289	242	76	318	607	3.284	2.966
fev/95	1.883	347	883	330	464	141	604	934	4.047	3.443
mar/95	2.197	440	988	481	459	168	628	1.109	4.734	4.106
abr/95	1.770	352	1.026	349	267	97	364	713	3.861	3.497
mai/95	2.291	532	1.043	447	399	183	582	1.029	4.895	4.313
jun/95	2.158	639	987	422	538	151	689	1.111	4.895	4.206
jul/95	1.856	446	934	422	137	207	344	766	4.002	3.658
ago/95	1.937	439	1.095	414	105	240	345	759	4.230	3.885
set/95	1.669	390	969	386	92	180	272	659	3.686	3.414
out/95	1.841	429	984	420	164	233	397	817	4.071	3.674
nov/95	1.736	453	1.023	463	113	246	359	822	4.034	3.675
dez/95	1.543	311	1.437	371	74	191	265	636	3.927	3.662
Média 95	1.875	431	1.003	399	254	176	431	830	4.139	3.708

Fonte: SRF/MINFAZ

TABELA - C 47
TAXA DE CÂMBIO NOMINAL - SEGMENTO LIVRE ^{1/}
R\$ / US\$

Período	Final de período				Média de período ^{2/}				
	Compra		Venda		Compra		Venda		
	Taxa	Var.Perc.	Taxa	Var.Perc.	Taxa	Var.Perc.	Taxa	Var.Perc.	
1994	Jan	458,65	40,65	458,66	40,65	390,83	39,90	390,85	39,89
	Fev	637,25	38,94	637,45	38,98	550,79	40,93	550,81	40,93
	Mar	913,34	43,32	913,35	43,28	768,11	39,46	768,12	39,45
	Abr	1.302,26	42,58	1.302,28	42,58	1.109,55	44,45	1.109,56	44,45
	Mai	1.875,25	44,00	1.875,27	44,00	1.585,46	42,89	1.585,48	42,89
	Jun	2.612,50	39,31	2.750,00	46,65	2.289,67	44,42	2.296,26	44,83
	Jul	0,94	-1,26	0,94	-6,00	0,93	11,10	0,93	11,74
	Ago	0,89	-5,44	0,89	-5,43	0,90	-3,03	0,90	-3,64
	Set	0,85	-4,06	0,85	-4,05	0,86	-3,79	0,87	-3,78
	Out	0,84	-0,82	0,85	-0,82	0,84	-2,20	0,85	-2,20
	Nov	0,84	-0,12	0,85	-0,12	0,84	-0,47	0,84	-0,47
	Dez	0,84	0,12	0,85	0,12	0,85	0,95	0,85	0,95
	Ano	-	611,76	-	613,42	0,64	1.859,89	0,65	1.865,92
1995	Jan	0,84	-0,47	0,84	-0,47	0,85	-0,35	0,85	-0,35
	Fev	0,85	1,19	0,85	1,19	0,84	-0,71	0,84	-0,71
	Mar	0,89	5,18	0,90	5,16	0,89	5,72	0,89	5,71
	Abr	0,91	1,90	0,91	1,90	0,91	2,14	0,91	2,14
	Mai	0,90	-0,77	0,91	-0,77	0,90	-1,21	0,90	-1,21
	Jun	0,92	1,77	0,92	1,77	0,91	1,90	0,91	1,90
	Jul	0,93	1,52	0,94	1,52	0,93	1,64	0,93	1,64
	Ago	0,95	1,61	0,95	1,60	0,94	1,40	0,94	1,40
	Set	0,95	0,32	0,95	0,32	0,95	1,17	0,95	1,17
	Out	0,96	0,95	0,96	0,84	0,96	0,84	0,96	0,73
	Nov	0,97	0,52	0,97	0,52	0,96	0,42	0,96	0,42
	Dez	0,97	0,62	0,97	0,62	0,97	0,42	0,97	0,41
	Ano	-	15,17	-	15,01	0,92	42,46	0,92	42,33
1996	Jan	0,98	0,58	0,98	0,58	0,97	0,67	0,97	0,67
	Fev	0,98	0,57	0,98	0,57	0,98	0,68	0,98	0,68
	Mar	0,99	0,41	0,99	0,39	0,99	0,53	0,99	0,51
	Abr	0,99	0,46	0,99	0,46	0,99	0,42	0,99	0,42

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/Cotações para contabilidade.

2/ Para efeito do cálculo da taxa média anual de 1994 dividiu-se as taxas em Cruzeiros Reais por 2.750. A taxa diária corresponde à média acumulada no mês, até o dia indicado.

TABELA - C 48
ÍNDICE DE TAXAS REAIS DE CÂMBIO
JULHO/84 = 100

Período	Efetiva ^{1/}		Dólar Americano		Iene Japonês		Marco Alemão		Peso Argentino	
	IPA-DI	IPC-FIPE	IPA-DI	IPC-FIPE	IPA-DI	IPC-FIPE	IPA-DI	IPC-FIPE	IPA-DI	IPC-FIPE
dez/89	85,56	93,26	94,54	103,04	76,62	83,51	89,76	97,83	46,27	50,43
dez/90	111,49	108,28	106,89	103,81	90,78	88,16	114,56	111,25	128,23	124,53
dez/91	117,04	116,32	113,25	112,56	100,85	100,23	120,89	120,15	112,33	111,64
jan/92	114,99	115,40	111,03	111,43	101,06	101,42	118,16	118,58	110,98	111,37
fev/92	112,54	116,57	109,82	113,76	97,67	101,17	113,53	117,60	109,72	113,65
mar/92	114,16	116,24	112,62	114,67	96,53	98,28	113,88	115,95	113,94	116,02
abr/92	118,04	115,37	115,97	113,34	98,49	96,25	118,30	115,62	117,22	114,56
mai/92	117,97	114,06	115,16	111,35	99,32	96,03	118,94	115,01	115,71	111,88
jun/92	118,91	113,52	115,04	109,83	101,15	96,56	121,52	116,02	115,71	110,47
jul/92	121,05	116,60	114,23	110,04	101,67	97,93	127,52	122,83	116,16	111,89
ago/92	117,12	116,70	109,30	108,90	96,96	96,61	125,50	125,04	112,24	111,84
set/92	113,32	115,42	106,28	108,24	96,65	98,44	122,16	124,42	109,51	111,54
out/92	111,20	111,79	106,75	107,32	97,44	97,96	119,30	119,94	109,67	110,26
nov/92	108,47	111,32	107,25	110,07	95,95	98,47	112,09	115,03	108,58	111,43
dez/92	107,80	109,29	106,70	108,18	94,45	95,76	111,97	113,52	107,64	109,14
jan/93	106,34	107,20	106,50	107,36	93,16	93,92	109,16	110,04	107,22	108,09
fev/93	106,45	108,27	107,44	109,29	96,54	98,20	108,06	109,92	108,44	110,30
mar/93	104,76	109,04	105,90	110,23	97,43	101,41	105,78	110,10	105,99	110,33
abr/93	106,53	110,52	105,94	109,91	100,55	104,31	109,08	113,17	106,55	110,54
mai/93	104,35	110,70	103,94	110,26	99,67	105,74	105,63	112,06	104,49	110,85
jun/93	103,19	109,28	103,50	109,60	101,64	107,64	102,26	108,29	104,15	110,30
jul/93	100,10	107,14	101,79	108,95	99,79	106,81	97,25	104,09	102,28	109,47
ago/93	99,08	105,54	100,23	106,77	101,82	108,47	97,12	103,46	101,55	108,18
set/93	98,38	107,25	98,04	106,88	98,21	107,06	99,27	108,22	99,43	108,39
out/93	98,52	107,25	99,14	107,91	97,20	105,80	98,98	107,74	100,59	109,50
nov/93	96,85	105,95	98,73	108,01	95,99	105,02	95,07	104,01	98,96	108,26
dez/93	96,36	103,29	98,36	105,44	94,46	101,25	94,44	101,24	97,67	104,69
jan/94	95,09	102,64	97,88	105,65	92,11	99,42	92,10	99,41	96,71	104,39
fev/94	94,15	105,34	96,30	107,74	94,64	105,88	91,11	101,93	95,15	106,46
mar/94	92,14	104,33	93,94	106,37	92,61	104,86	90,88	102,91	91,96	104,12
abr/94	95,19	103,34	96,89	105,19	96,59	104,87	93,31	101,30	95,17	103,33
mai/94	99,38	102,96	99,98	103,58	99,59	103,18	98,80	102,36	99,09	102,67
jun/94	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
jul/94	108,90	106,31	107,12	104,58	111,36	108,72	111,07	108,44	107,94	105,38
ago/94	100,78	100,75	99,44	99,41	101,61	101,58	103,11	103,08	99,57	99,54
set/94	95,89	96,78	93,72	94,60	96,95	97,86	98,53	99,45	94,51	95,39
out/94	92,32	92,76	89,25	89,68	92,39	92,84	96,05	96,51	90,80	91,24
nov/94	89,75	89,45	87,35	87,05	90,41	90,11	92,36	92,05	89,17	88,87
dez/94	89,30	88,05	88,28	87,05	89,44	88,19	91,22	89,94	90,31	89,05
jan/95	88,85	87,66	87,96	86,79	88,78	87,60	92,88	91,64	90,89	89,68
fev/95	88,45	86,63	87,24	85,45	88,89	87,07	93,73	91,81	89,08	87,25
mar/95	94,59	91,88	91,31	88,70	99,83	96,98	104,64	101,65	93,05	90,39
abr/95	97,33	93,95	92,23	89,03	107,78	104,04	107,19	103,47	96,03	92,69
mai/95	98,09	90,97	93,26	86,49	106,62	98,88	106,01	98,31	96,83	89,80
jun/95	98,95	90,77	93,84	86,08	107,59	98,70	107,35	98,48	97,55	89,49
jul/95	98,57	89,14	93,29	84,36	103,86	93,92	107,67	97,37	97,37	88,05
ago/95	96,52	87,54	92,89	84,25	95,86	86,94	102,94	93,36	96,86	87,85
set/95	99,55	87,45	96,60	84,86	94,37	82,91	105,88	93,02	101,32	89,01

Fonte: Banco Central do Brasil.

1/ Cesta de moedas de 15 países ponderadas até dezembro de 1991, pela participação nas exportações brasileiras, para esse grupo de países, no período de Jul-91 a Jun-92. A partir de janeiro de 1992 essa participação tem por base as exportações do período 92/93, assim considerados: EUA 28,9%; Argentina 13,1%; P.Baixos 9,4%; Japão 9,0%; Alemanha 7,6%; Itália 5,7%; R.Unido 4,7%; Bélgica 4,6%; México 4,1%; Chile 4,0%; França 3,2%; Canadá 1,7%; Espanha 2,8%; Suíça 0,8% e Suécia 0,4%.

Notas: Deflator interno IPA-DI ou IPC-FIPE, deflator externo IPA.

TABELA - C 49
 ÍNDICE DE TAXA DE CÂMBIO REAL SETORIAL (MACRO SETORES)
 AGOSTO/94 = 100

	Siderúrgico	Não Ferrosos	Máquinas	Material Elétrico	Material de Transporte	Papel e Celulose	Químico	Têxtil	Calçados	Prod. Alimentícios
dez/93	113,1	111,6	113,4	111,3	113,0	108,2	110,0	118,8	116,5	138,3
jan/94	113,1	112,8	115,4	112,8	114,5	110,0	110,2	119,1	117,7	137,6
fev/94	110,1	110,0	113,0	110,7	111,5	109,3	109,7	118,1	116,4	135,0
mar/94	106,4	107,7	110,2	108,1	109,4	107,7	108,3	114,4	114,6	131,0
abr/94	109,3	108,5	110,6	110,1	111,4	111,1	109,2	115,2	115,8	130,0
mai/94	111,3	109,4	112,6	112,2	112,1	114,0	110,8	117,0	117,8	130,1
jun/94	111,3	108,9	111,4	111,6	111,7	114,2	110,4	115,2	115,4	123,3
jul/94	103,2	103,2	103,5	103,3	108,1	104,6	110,4	104,7	103,1	107,0
ago/94	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
set/94	95,8	96,0	95,1	95,8	95,7	95,1	96,1	95,2	95,3	94,1
out/94	93,8	93,2	92,0	92,8	93,3	91,3	92,8	91,7	90,8	88,2
nov/94	92,3	90,6	88,1	89,8	90,9	88,2	91,3	88,5	86,3	85,9
dez/94	92,1	89,9	87,0	89,0	90,3	87,3	92,0	89,0	86,3	89,7
jan/95	91,8	88,9	86,9	88,4	89,8	86,0	92,5	89,1	87,1	91,3
fev/95	90,5	87,7	85,4	86,9	88,3	84,2	91,9	87,6	87,0	91,4
mar/95	94,1	92,1	89,4	90,8	92,3	86,6	95,7	92,5	91,8	97,4
abr/95	92,3	93,2	87,7	90,5	91,3	85,1	96,4	93,4	92,2	100,2
mai/95	89,8	91,3	86,0	89,0	88,9	82,7	96,2	93,2	91,1	103,6
jun/95	89,4	91,4	85,2	89,0	88,4	82,3	96,9	93,6	92,2	105,9
jul/95	90,0	92,0	85,1	89,1	88,3	82,5	96,7	93,0	91,8	105,3
ago/95	90,2	91,6	84,2	88,5	88,1	82,1	95,9	92,5	91,1	104,0
set/95	92,3	92,6	86,5	90,5	90,0	84,0	97,3	94,9	93,5	107,9
out/95	92,6	93,1	86,9	90,9	90,3	83,7	97,4	95,9	94,1	109,0
nov/95	92,1	92,5	84,7	89,4	89,0	82,6	96,1	95,2	92,1	107,1
dez/95	91,5	91,0	82,9	88,2	88,0	82,1	95,7	94,6	91,0	107,1
jan/96	92,7	92,5	85,1	90,1	89,7	82,9	96,6	95,9	92,7	108,1
fev/96	93,6	93,8	86,9	91,3	90,5	85,4	96,9	97,6	94,5	107,8
mar/96	94,0	94,1	87,2	91,7	90,7	87,4	97,7	98,2	95,1	108,3

Fonte: Funcex

TABELA - C 50
MOVIMENTO DE CÂMBIO CONTRATADO
US\$ MILHÕES

Período	Segmento livre				Segmento fluutuante				Saldo Global (A+B)		
	Comercial		Financeiro		Comercial e financeiro		Saldo (B)				
	Exportação	Importação	Saldo	Compras	Vendas	Saldo		Compras		Vendas	
jan/94	4.030	1.848	2.182	3.338	2.187	1.151	3.333	479	313	166	3.499
fev/94	3.164	1.571	1.593	3.522	2.678	844	2.437	408	319	89	2.526
mar/94	4.002	1.780	2.222	3.078	3.717	-639	1.583	393	243	150	1.733
abr/94	4.111	1.499	2.612	2.537	2.493	44	2.656	503	334	169	2.825
mai/94	4.611	1.594	3.017	2.790	2.182	608	3.625	391	317	74	3.699
jun/94	4.168	1.644	2.524	3.211	2.922	289	2.813	356	303	53	2.866
jul/94	2.752	1.878	874	2.341	2.878	-537	337	590	300	290	627
ago/94	3.361	2.334	1.027	3.074	3.795	-721	306	474	293	181	487
set/94	3.499	2.458	1.041	3.712	4.908	-1.196	-155	333	301	32	-123
out/94	3.233	2.478	755	4.561	4.353	208	963	347	391	-44	919
nov/94	2.539	3.156	-617	3.814	3.427	387	-230	418	330	88	-142
dez/94	3.081	3.583	-502	3.948	4.630	-682	-1.184	484	411	73	-1.111
Ano	42.551	25.823	16.728	39.926	40.170	-244	16.484	5.176	3.855	1.321	17.805
jan/95	3.971	3.487	484	2.689	4.608	-1.919	-1.435	431	412	19	-1.416
fev/95	4.461	3.205	1.256	1.898	3.325	-1.427	-171	473	380	93	-78
mar/95	4.322	3.992	330	2.235	6.606	-4.371	-4.041	639	400	239	-3.802
abr/95	4.059	3.629	430	2.841	3.533	-692	-262	544	386	158	-104
mai/95	5.082	3.586	1.496	4.143	3.212	931	2.427	851	475	376	2.803
jun/95	4.365	4.204	161	4.349	4.346	3	164	945	551	394	558
jul/95	4.944	3.068	1.876	5.174	3.067	2.107	3.983	743	463	280	4.263
ago/95	4.714	3.383	1.331	7.607	3.592	4.015	5.346	934	472	462	5.808
set/95	4.462	3.040	1.422	3.915	3.843	72	1.494	420	387	33	1.527
out/95	4.394	3.443	951	5.279	3.299	1.980	2.931	485	758	-273	2.658
nov/95	4.394	3.390	1.004	4.434	3.652	782	1.786	616	415	201	1.987
dez/95	3.974	3.119	855	5.240	4.665	575	1.430	592	426	166	1.596
Ano	53.142	41.546	11.596	49.804	47.748	2.056	13.652	7.673	5.525	2.148	15.800
jan/96	4.117	3.107	1.010	5.524	3.275	2.249	3.259	528	454	74	3.333
fev/96	3.980	2.698	1.282	4.439	3.488	951	2.233	466	409	57	2.290
mar/96	4.190	2.951	1.239	3.997	4.411	-414	825	543	452	91	916
abr/96	4.310	3.113	1.197	4.899	4.590	309	1.506	512	472	40	1.546

Fonte: Bacen

TABELA - C 51
RESERVAS INTERNACIONAIS NO BANCO CENTRAL DO BRASIL
US\$ MILHÕES

Fim de período	Caixa		Liquidez internacional	
	Posição	Meses de importação de bens	Posição	Meses de importação de bens
1986	4.585	3,92	6.760	5,78
1987	4.433	3,53	7.458	5,95
1988	5.359	4,40	9.140	7,51
1989	7.268	4,78	9.679	6,36
1990	8.751	5,08	9.973	5,79
1991	8.552	4,88	9.406	5,36
1992	19.008	11,10	23.754	13,87
1993	25.878	12,30	32.211	15,30
jan/94	29.138	13,86	35.390	16,83
fev/94	30.525	14,18	36.542	16,98
mar/94	32.295	14,86	38.282	17,62
abr/94	35.082	16,13	38.289	17,60
mai/94	38.270	16,92	41.408	18,31
jun/94	40.131	17,61	42.881	18,82
jul/94	40.317	17,86	43.090	19,09
ago/94	40.204	17,53	42.981	18,74
set/94	40.873	17,55	43.455	18,66
out/94	40.441	16,71	42.845	17,71
nov/94	39.531	15,25	41.937	16,18
dez/94	36.471	13,23	38.806	14,08
jan/95	35.929	12,46	38.278	13,28
fev/95	35.750	11,72	37.998	12,45
mar/95	31.530	9,68	33.742	10,36
abr/95	29.918	8,80	31.887	9,38
mai/95	31.664	8,82	33.731	9,40
jun/95	31.492	8,31	33.512	8,84
jul/95	39.780	10,17	41.823	10,69
ago/95	45.776	11,35	47.660	11,81
set/95	46.614	11,31	48.713	11,82
out/95	48.231	11,50	49.694	11,85
nov/95	49.797	11,89	51.257	12,24
dez/95	50.449	12,19	51.840	12,53
jan/96	52.176	12,57	53.540	12,90
fev/96	54.411	13,27	55.794	13,61
mar/96	54.331	13,49	55.753	13,84
abr/96	55.429	13,70	56.769	14,03

Fonte: Banco Central do Brasil.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS: O PLANO REAL E A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

Vimos que a especificação de uma agenda para deter os processos de inflação crônica grave ou extrema constitui tarefa bastante complexa, que é geralmente contraposta a uma teórica, virtual e pouco definida saída através da radicalização do processo inflacionário, ou seja, da hiperinflação.

Neste último caso, o desgaste da inflação como instrumento de fixação de prioridades e limites impessoais, tanto a nível orçamentário quanto distributivo, pode conduzir a uma maior coordenação social e política, capaz de avalizar um esforço sério, e em geral, eficaz na direção da estabilidade¹.

A resistência exibida por alguns processos inflacionários realça os elementos expectacionais e de incerteza na ação do público diante de um plano de estabilização. Devido à natureza conflituosa das relações implícitas tanto na fixação dos preços relativos como na preservação das fatias na distribuição da renda, as rupturas de um processo de inflação crônica ou extrema geralmente exibem situações onde os agentes econômicos estariam diante de uma espécie de dilema do prisioneiro.

Na situação intermediária brasileira, onde a hiperinflação não eclodira, tendia a se acirrar o comportamento não-cooperativo e as atitudes defensivas por parte dos agentes econômicos, ao mesmo tempo que a natureza do regime monetário e fiscal ao final da alta inflação acabaria por limitar posteriormente a

¹ Tal resultado sobrevem inclusive porque um número muito maior de agentes e setores da sociedade avalia que pode haver prejuízo potencial em termos de desagregação socio-econômica que, via de regra, tem rebatimentos político-ideológicos indesejáveis para os setores dominantes. Neste particular, a exposição de KEYNES(1971) é brilhante. Em uma das passagens, lembra ele que a inflação é um grande mal na medida em que quebra a base de legitimação do lucro capitalista que é o risco. Sendo a inflação o reino da imprevisibilidade,

consolidação da estabilização. Paralelamente, é menor a capacidade de formar uma maioria capaz de viabilizar ajustes estruturais e mudanças institucionais, em função da menor percepção da inevitabilidade da estabilização.

Vimos também que a estabilização formulada num contexto de inflação extrema deve envolver alguma forma de política de rendas, através da qual buscar-se-ia a emissão de sinalização para os agentes privados de modo a coordenar o ajuste das expectativas inflacionárias. Por outro lado, uma articulação eficiente das âncoras nominais deve mostrar o compromisso das autoridades com a estabilização, além de servir de explicitação da disciplina a que deve estar sujeita a política governamental.

Na medida em que o programa de estabilização consiga manter a estabilidade de preços por algum período, é muito provável que parcela significativa das decisões individuais não sejam sancionadas pelo mercado, por exemplo, através da ausência de demanda para legitimar preços elevados, o que tende a formar estoques excedentes com custos elevados de carregamento. Além disso, a manutenção do controle sobre o abastecimento, especialmente de bens de consumo duráveis, bem como a estabilização dos preços dos ativos reais tendem a frustrar decisões especulativas de consumidores e produtores.

4.1. A Estrutura Flexível do Plano Real

A primeira etapa do programa envolveu a aplicação de uma forma modificada de moeda indexada, a URV, que parece ter sido eficaz como elemento

da especulação e dos lucros fáceis, não é difícil imaginar o potencial disruptivo em termos sociais e políticos associado a uma hiperinflação numa economia de mercado.

de coordenação de expectativas, embora a gerência do processo de conversão de contratos tenha sido submetida a algum ruído.

A ancoragem nominal aplicada no Plano Real não seguiu modelos polares, tendo apresentado formas flexíveis. A diretriz principal parece ter sido a busca da estabilidade cambial com controle da demanda agregada doméstica, o que se aproxima, no essencial, da filosofia de âncoras múltiplas discutida no capítulo 1.

Neste sentido, a abordagem de âncoras múltiplas é uma racionalização de um enfoque pragmático na especificação e gerência de um programa de estabilização, e cuja origem está identificada com a busca de terapias para os processos de inflação crônica ou extrema.

Assim, embora não tenha havido nenhum compromisso irreversível em termos de ancoragem nominal, tirando talvez um pouco da credibilidade "ex-ante" do programa, a operação de cada política no Real foi pragmática, de modo a reforçar o compromisso geral com a estabilização, apesar disto ter acarretado custos elevados e perda de eficiência e eficácia como discutido no capítulo 3.

A abertura comercial e financeira aumentou a eficácia da ancoragem cambial, ingrediente importante não só para permitir que as margens de lucro dos produtores domésticos fossem questionadas, mas também para viabilizar a absorção de financiamento externo.

Embora exista espaço para se argumentar que a abertura financeira externa ocorreu prematuramente no caso brasileiro, não concordamos com tal ponderação. Contrariamente, acreditamos que a postergação da abertura financeira não só importaria custos microeconômicos ao setor produtivo nacional, como também impediria a formação de um volume de reservas suficiente para reforçar a credibilidade da política de estabilização.

Correspondendo à natureza híbrida do regime monetário e cambial, a dinâmica de preços relativos e os principais fatos estilizados observados no Plano Real também configuram um padrão misto, com traços tanto de uma trajetória de âncora monetária, quanto de uma âncora cambial. Entre os principais efeitos, cabe destacar as vigorosas elevações do salário real, das importações, do dispêndio e da atividade econômica, típicas de uma ancoragem cambial, ao mesmo tempo que a retração marcante na atividade econômica em 1995 lembra o padrão âncora monetária. O preço relativo dos setores com preços “flex-price”, como os serviços, mostra no Real a elevação característica da maioria dos programas de estabilização aqui examinados.

Enfim, o Plano Real foi uma terapia de choque, adequada para lidar com a inflação extrema que existia no Brasil até junho/94. Além de uma solução peculiar e original para a questão da coordenação de expectativas inflacionárias, a opção em termos de regime monetário e cambial buscou estabelecer uma solução intermediária que combinasse flexibilidade, ou seja a ausência de compromissos e regras claras, com credibilidade, relacionada com as demonstrações de convicção em relação à queda da inflação, como a apreciação nominal do Real. Contudo, a necessidade de gerar um “overcommitment” certamente aumentou significativamente a vulnerabilidade externa do programa.

Ainda do ponto de vista da credibilidade, a firmeza no propósito de não utilizar choques, congelamentos, etc, reforçou o grau de adesão e confiança nos propósitos do governo, afetando favoravelmente as expectativas dos agentes econômicos, caracterizando uma estratégia bem sucedida de construção de reputação (“building reputation”).

O sucesso relativo do Plano Real não pode ser atribuído apenas à formulação engenhosa, mas também deve ser associado ao grau de aprendizado e amadurecimento resultante do fracasso dos planos de estabilização aplicados no Brasil desde a década de 80.

Em relação ao Plano Cruzado, o Real mostrou as vantagens de se potencializar a ancoragem cambial, por exemplo com a abertura comercial e financeira, pois um dos traços fundamentais para a viabilidade do Real foi o reengate do Brasil no mercado financeiro internacional.

Por outro lado, o Real mostrou que as restrições creditícias são eficazes mesmo em contextos de grandes bolhas de consumo. A restrição à ação individual adotada no caso da política creditícia é defensável, pois a manutenção da estabilidade de preços e da liberalização comercial eram incompatíveis com uma parcela significativa das decisões privadas tomadas no ambiente de incerteza e especulação que seguiu a entrada do Real em meio à campanha eleitoral. Daí a ação pública tinha uma sinalização a dar, bem como o efeito concreto ensejado tendia a defender a credibilidade da política econômica, um bem público.

No entanto, há que se qualificar este último argumento, mencionando os custos associados à política monetária contracionista. Como as taxas reais de juros são geralmente muito elevadas no início do programa, e a entrada significativa de importações tende a manter sob controle as margens de lucro de diversos setores da economia, formou-se um ciclo de endividamento com inadimplência crescente que, por si só, conduziria a economia a um processo de desaceleração².

² Por outro lado, a desaceleração observada também envolveu um componente que transcende a dimensão conjuntural, e que representa não só a acomodação aos padrões de comportamento típicos da realidade de preços estáveis, como também os ajustes e realocações associados às alterações estruturais em diversos setores, especialmente no sistema financeiro e no setor público.

Já a família de planos implementados na gestão Collor trouxe vantagens de natureza fiscal, como a redução da dívida pública interna, fundamental para financiar o alto custo de acumulação das reservas incorrido até junho/94. Ao mesmo tempo, aqueles esforços trouxeram impulso importante à agenda de reinserção externa³ e às reformas voltadas para a mudança no papel do Estado⁴.

4.2. As Políticas Econômicas no Plano Real e Seus Dilemas

Quanto ao desenho de políticas adotado, nos primeiros nove meses do Real vigorou, em linha gerais, a opção pelo câmbio flexível com política monetária ativa, enquanto que após março/95 introduziu-se a banda cambial deslizando. Isto envolveu inicialmente um forte aperto monetário e creditício, flexibilizado gradualmente a partir de julho/95.

A hipótese de relativa ineficácia da política monetária e creditícia a partir de determinados níveis, onde o dispêndio seria pouco sensível, parece plausível à primeira vista, inclusive como forma de justificar a elevada dosagem requerida. O ritmo de flexibilização bastante conservador parece ter sido decisivo para a geração de problemas de “estoques” em diversos segmentos da economia, desencadeando situações de inadimplência e endividamento galopante quer no setor público, quer no setor privado.

Uma das únicas explicações disponíveis para a cautela do BCB na questão da reforma do mercado financeiro aparece em FRANCO(1995). Este autor

³ O processo de liberalização comercial e de abertura financeira externa já havia sido iniciado em 1988.

⁴ Do ponto de vista estritamente do déficit público, os esforços de racionalização institucional e mesmo de formulação de estatísticas parecem ter sido iniciados já em 1985, ou seja, antes do Plano Cruzado.

argumenta que a suposta vulnerabilidade do sistema financeiro doméstico inibia maior ousadia quanto às medidas para aumentar a eficácia das políticas monetária e creditícia. Argumentamos aqui que o conservadorismo do BCB padece de várias limitações, entre elas:

Primeiro, a monetização (via M1) ficou bastante restrita, ao mesmo tempo que os agregados amplos, como o M4, e as dívidas públicas e privadas tiveram elevação muito forte ao longo dos primeiros 18 meses do programa, diferentemente do padrão usual, que enfatiza a troca de moeda por dívida pública com estabilidade relativa dos agregados amplos. Segundo, o ciclo de inadimplência e desintermediação financeira foi muito intenso, embora uma parcela possa ser atribuída à crise mexicana.

Outra fragilidade da política econômica do Real ficou patente após julho/95, quando o dilema associado à convivência com os capitais externos voltou a figurar no topo da agenda de política econômica. Isto obrigou as autoridades a editar duas novas famílias de controles de capital (agosto/95 e fevereiro/96). Ademais, a volta à política de esterilização dos capitais estrangeiros ingressados trouxe um custo fiscal elevado, bem como o crescimento rápido da dívida pública interna.

Embora a abertura financeira externa tenha sido importante, o aumento no grau de convertibilidade da moeda nacional dificultou sensivelmente a prática de uma política monetária autônoma. Neste sentido, o recurso a controles de capital foi moderado nos primeiros quatro meses do programa, diante de uma taxa de juros interna consideravelmente elevada, o que deve ter contribuído para elevar a apreciação nominal observada.

Portanto, a configuração adotada após junho/95 parece mostrar alguma dificuldade na compatibilização das semi-âncoras cambial e monetária. Esta

dificuldade pode ser entendida como uma ambiguidade quanto à definição de um regime monetário e cambial mais definitivo. Na verdade, a tentativa de intervir de maneira sistemática nos mercados monetário e cambial, fixando a taxa de juros e a taxa de câmbio, pode não ser sustentável, vindo daí uma fonte de ambiguidade.

A resolução desta ambiguidade depende em grande medida da construção de fundamentos internos para a estabilidade, ou seja, de uma mudança estrutural capaz de reconstruir um padrão de financiamento do investimento público e privado, em paralelo à recuperação da capacidade de obter mudanças sustentáveis em preços relativos.

Neste sentido, o que as políticas monetária e cambial propiciam é uma quebra com o círculo vicioso do regime de políticas hiperinflacionário, concedendo um “tempo”⁵ para que a economia consiga conviver de maneira duradoura com a estabilidade, ou seja, para que o equilíbrio interno e externo possa ser atingido sem artificialismos e sem a perda de controle sobre a inflação. Vencida esta etapa, será possível consolidar uma âncora nominal crível para a economia brasileira.

Apesar dos resultados impressionantes que esta combinação de políticas cambial e monetária pode ensejar, ficaram nítidos os custos da ausência de uma política fiscal, especialmente após a crise mexicana. Tais custos ficam evidentes ao observar-se a dosagem de controles monetários e creditícios requerida. Apesar dos riscos e desafios envolvidos na atual etapa de ajuste estrutural pela qual passa o Plano Real, a firmeza das autoridades na defesa da consistência da atual

⁵ Em geral, do ponto de vista do padrão de financiamento, trata-se de deslocar o imposto inflacionário, substituindo-o por dívida pública interna ou por financiamento externo. No médio prazo, busca-se reduzir a dependência destas duas alternativas através da recuperação da taxa de poupança doméstica, pública e privada.

política econômica poderá catalisar mudanças culturais importantes tanto a nível do setor público como privado.

Houve uma deterioração fiscal importante nos primeiros 18 meses do Real. Ela resultou da anulação dos ganhos em termos de receita devido a uma forma de “inércia fiscal”, onde alguns dos efeitos mais importantes vieram da redução do imposto inflacionário e da rigidez dos gastos públicos, antes comprimidas automaticamente pela elevação da inflação.

As dificuldades para reverter esta “inércia” estão ligadas à fragmentação política⁶ e à transição necessária para resgatar a noção de responsabilidade fiscal após anos sob o regime hiperinflacionário. Esta batalha de reconstrução institucional e cultural é complexa e lenta, mas essencial para manter um horizonte de estabilidade com crescimento sustentado.

Portanto, baseando-nos na dinâmica do Plano Real, bem como na trajetória de diversos outros programas, é possível sugerir uma periodização mais ou menos nítida. Num primeiro movimento, a inflação sai dos níveis hiperinflacionários (inflação crônica ou extrema) para a casa dos 20-30% anuais. Numa segunda fase, ainda mais complexa e com riscos ponderáveis, a política econômica busca vitórias graduais em termos de reconstrução institucional, que devem ser eficazes para viabilizar a manutenção da inflação em níveis baixos e sustentáveis a longo prazo.

⁶ Este fator é agravado não só pela ausência de uma reforma política e pelo fato de não termos passado pela hiperinflação, como também pela reduzida capilaridade do sistema político brasileiro aos anseios dos setores virtualmente favorecidos pela estabilização, ou seja, a representação concentrada na defesa dos interesses segmentados tende a não captar adequadamente a importância dos benefícios difusos.

4.3. As Bases Teóricas e sua Relação com a Estrutura do Programa

Dois conjuntos de dicotomias estão presentes nos escritos dos que parecem ser os principais formuladores do Real⁷. Estão elas associadas, de um lado, à relação entre estabilização e reforma fiscal e, de outro, à ligação entre convertibilidade e estabilização.

A primeira delas é útil para o entendimento da condição que exige um ajuste fiscal provisório (constituído pelo FSE, examinado no capítulo terceiro), como pré-condição para o Plano Real, ao invés de um ajuste fiscal intertemporal, demorado e custoso politicamente.

A segunda ilustra a discussão entre os que defendem a conversibilidade monetária como garantia da estabilidade, contrariamente aos que argumentam que a conversibilidade é decorrência da estabilidade macroeconômica, mantida através de uma política econômica consistente e que goze de credibilidade. Assim, a oposição básica neste campo reduz-se ao binômio: credibilidade X convertibilidade.

Enquanto Gustavo Franco⁸ formula de maneira mais nítida a visão que parte da reconstrução da credibilidade, os escritos mais recentes de F.Lopes e de Lara Resende discutiram alternativas que envolviam a adesão a padrões bi-monetários⁹, representando uma sequência onde a conversibilidade é o meio para se atingir a estabilidade a longo prazo.

⁷ Veja os trabalhos de Pérsio Arida, André Lara Resende, Gustavo Franco, Francisco Lopes e Edmar Bacha, entre outros, citados na Bibliografia ao final do volume. O termo “principais” é necessário visto que diversos outros trabalhos e autores exerceram influência no debate e formulação de política econômica durante o período relevante. Alguns destes também estão mencionados em nossa bibliografia.

⁸ Veja por exemplo FRANCO(1991 a e b)

⁹ Trata-se de variantes algo próximas ao modelo argentino, vinculadas à sugestão de uma caixa de conversão, outro nome para uma variante do “currency board”.

Apesar desta oposição entre os formuladores do Real, contrapondo credibilidade e conversibilidade, parece ter predominado a vertente que apostou na recuperação da credibilidade, ancorada na maior autonomia do BCB e no exercício da política monetária. Assim, buscar-se-ia o ajuste estrutural das finanças públicas através de uma autolimitação, suscitada ou catalizada a partir da estabilidade de preços, e não o contrário. Esta estratégia refletiria a percepção de que o desafio político envolvido na consolidação da estabilidade é muito pesado e complexo.

Assim, o Plano Real teria representado uma alternativa onde havia uma opção por não abdicar das políticas monetária e cambial domésticas, ao mesmo tempo que estava lançada uma aposta na capacidade de equacionar social e politicamente os ajustes estruturais e institucionais fundamentais.

Deste modo, ao invés da crença na capacidade indutora da auto-limitação extremamente forte associada a um "currency board"¹⁰, as autoridades teriam decidido empenhar-se na especificação de metas monetárias, cuja principal função seria evitar a utilização do BCB para financiar grandes gastos de fundo eleitoral, ao mesmo tempo que o aparato institucional ligado ao controle monetário seria remodelado, com a constituição da COMOC e o reforço do CMN, como órgãos responsáveis pela estabilização.

Por outro lado, a apreciação cambial aumentava o prêmio na posse de moeda nacional, adicionando ainda um efeito didático de ter-se preços com muito maior visibilidade, o que ajudou na recuperação da noção de preços relativos, mas

¹⁰ Segundo os defensores deste tipo de opção, é justamente num contexto de maior fragmentação política e incapacidade para equacionar a questão das reformas estruturais que a adoção do "currency board" melhor se coaduna, visto que um compromisso inarredável com a taxa cambial fixa enseja a vontade e a capacidade necessárias para as reformas que conduzirão à estabilidade da economia no longo prazo. Em sentido contrário, é necessário lembrar que um desenho rígido deste tipo acaba submetendo a política econômica e a

sem a camisa de força da dolarização de preços e contratos. A rápida construção de canais de importação parece ter dependido de um barateamento adicional, associado à valorização do câmbio e a redução de tarifas, o que foi fundamental para manter os preços industriais sob controle, mas parece ter agravado a vulnerabilidade externa, fato marcante na maioria dos programas por nós analisados.

Uma terceira direção muito importante, e também muito vinculada à experiência internacional discutida nos capítulos 1 e 2, diz respeito às análises sobre o final das hiperinflações clássicas e o papel desempenhado pelas chamadas "moedas de valor constante". Autores como Pêrsio Arida e André Lara Resende, desde a discussão travada na década de 80 quando da elaboração da tese da inflação inercial, por ocasião da proposição do "Plano Larida" ou da "Otenização" da economia, vêm salientando a importância de uma unidade de conta confiável na fase final das inflações. Gustavo Franco veio desenvolver esta linha de trabalho, de importância decisiva na formulação do Real, em particular da fase da Unidade Real de Valor (URV), analisada no capítulo terceiro.

Portanto, enquanto a lógica envolvida na formulação buscou catalizar o apoio do mercado e da sociedade civil, removendo a perspectiva de adoção de medidas intervencionistas e reduzindo conseqüentemente o grau de ceticismo, as metas monetárias, a apreciação nominal do Real¹¹ e a aceleração da fase final da

trajetória da economia às oscilações da economia mundial, incorrendo num grau de vulnerabilidade externa substancial.

¹¹ Pastore critica a apreciação nominal, dizendo que ela fragilizou o programa ao exigir doses elevadas de política monetária restritiva. A nosso juízo, o principal fator limitativo era a ausência de um esforço fiscal mais intenso, que impedindo outra forma de reconquista de credibilidade, sobrecarregou as políticas cambial e monetária. A visão de Pastore encontra-se em PASTORE, A. C. & PINOTTI, Maria Cristina.[1996]. O Uso das Políticas Fiscal e Monetária para a Estabilização Interna e Externa. AC Pastore & Associados, Informe de Conjuntura Especial, abr./mai. 1996.

abertura comercial representaram uma estratégia de “overcommitment”, na forma sugerida no capítulo 1. Com a radicalização, o processo ganhou credibilidade, abrindo-se uma janela de oportunidade para mudanças inviáveis de outro modo.

A independência técnica com que foi conduzida a política monetária também foi um elemento importante não só em termos do seu impacto objetivo no controle da demanda, mas também do ponto de vista do reforço da credibilidade da política de estabilização em geral.

Portanto, no Plano Real estamos diante da escolha do caminho da credibilidade, em contraposição à convertibilidade, ao mesmo tempo que seria mantido o espaço de flexibilidade em relação a circunstâncias externas, condição que parece ter sido extremamente salutar durante a crise mexicana.

4.4. A Estabilização como um Processo: A Perspectiva do Plano Real

Nossa discussão sobre a formulação e aplicação de programas de combate à inflação deixou claro que a consecução da estabilidade de preços, em países sujeitos a processos inflacionários crônicos, constitui um processo. Poderíamos tentar demarcar, com alguma exatidão, as fases mais importantes do mesmo. Uma primeira etapa envolve a utilização de mecanismos para quebrar a inércia inflacionária, constituindo-se na chamada desindexação.

A segunda parte, que na maioria dos casos é realizada simultaneamente ou logo após a primeira, consiste na especificação das âncoras nominais e na gestão conjuntural do programa. Esta é, geralmente, uma fase delicada na qual muitos planos sucumbem, como foi o caso do Plano Cruzado. São observáveis alguns

efeitos macroeconômicos da queda da inflação, como a recuperação do salário real e do horizonte para o consumo e o investimento privados.

Porém, a convergência inflacionária é lenta, o que tende gerar uma variação nos principais preços-chave, como a taxa de câmbio real, o valor real das tarifas públicas e o salário real. Esta fase frequentemente é marcada por um certo ativismo na condução das políticas econômicas, o que está ligado à necessidade de evitar o retorno rápido da inflação, quer por pressões exógenas, quer por desajuste macroeconômico ou alteração insustentável de preços relativos.

A terceira etapa consiste na realização de ajustes institucionais e econômicos voltados para a adaptação de uma série de setores, inclusive das finanças públicas, à estabilidade de preços. Pode-se mencionar também a redefinição do tamanho e a mudança do perfil de atuação do sistema financeiro, bem como aspectos ligados à política tributária, à condução da política monetária, dentre outros. A nível do setor produtivo, vários setores tendem a ser afetados, já que a própria estabilização tende a gerar alterações na composição da demanda, no perfil da produção, bem como nos preços relativos da economia.

A convivência do setor de bens comercializáveis com um acirramento da concorrência externa é um traço marcante, já que na maioria dos casos a taxa de câmbio participa como uma das âncoras nominais utilizadas. Neste sentido, são requeridas ações ligadas ao aumento da produtividade e da competitividade globais da economia, bem como uma reformulação das políticas industrial e de comércio exterior.

Como podemos associar cada etapa acima mencionada ao Plano Real ? Em primeiro lugar, podemos situar a primeira fase ao longo do primeiro semestre de

1994, quando da adaptação da economia com a moeda de conta¹², chamada de Unidade Real de Valor (URV). Sua aplicação e administração representou interessante oportunidade para utilização de uma forma de moeda indexada, que embora tenha sido introduzida com alterações importantes em relação às propostas mais conhecidas no gênero, parece mostrar que é possível vencer os desafios colocados pelo episódio clássico do pengo fiscal húngaro.

A segunda parte, seguindo a sugestão de periodização a pouco apresentada¹³, consistiu no anúncio de mudanças nas políticas monetária e cambial, bem como na utilização das tarifas e preços públicos como coadjuvantes na sinalização básica para os macro-preços. À primeira vista, o programa parecia bastante engenhoso, dado que sinalizava para a estabilidade cambial, sem contudo perder de vista o controle dos agregados monetários, sugerindo uma ancoragem ampla e flexível.

Neste sentido, a interrupção da política de manter a taxa de câmbio real aproximadamente constante, patenteada na virtual anulação do saldo do balanço de pagamentos ao longo do segundo semestre de 1994, ou seja, numa taxa flexível de câmbio, representou o corte de uma fonte importante de pressão sobre os agregados monetários amplos. Contudo, tal situação só era consistente com a rápida convergência da taxa de juros interna na direção das taxas internacionais, ou com controles de capitais absolutamente proibitivos, visto que a oferta de recursos externos era abundante e tendia a crescer com o avanço e o sucesso da política de estabilização.

¹² Este instrumento simplificou a conversão contratual, evitando o recurso a tablitas para impedir as tradicionais transferências de renda entre devedores e credores.

¹³ Estamos considerando neste critério que o FSE, ou seja, o ajuste fiscal transitório e inicial do Plano Real, teria constituído uma fase anterior.

As autoridades reagiram através de um aumento na liberalização da conta de capitais, flexibilizando remessas, e reforçando os controles ao ingresso de capitais, estes últimos timidamente utilizados na fase antecedente ao Plano Real. No entanto, isto incrementou o grau de vulnerabilidade, em face não só da dosagem elevada de “nominalismo” cambial, como do diferencial elevado de taxas de juros, já que a conta de capitais sempre reage mais rapidamente a reversões do que a balança comercial.

Como a política fiscal até então havia apenas consistido na apropriação dos efeitos de um pacote de ajuste conjuntural provisório, adotado no início de 1994 (FSE), o grande peso na gestão conjuntural do programa coube à política monetária e creditícia.

Além das taxas de juros básicas elevadas, em parte devido à persistência de resíduos estatísticos na medição dos índices de inflação, resultaram desta política custos reais altíssimos nas operações de crédito¹⁴, com exceção das lastreadas em moeda estrangeira.

Portanto, as diversas tentativas de aumentar a desconexão entre os mercados monetário doméstico e externo amplificaram a assimetria existente no setor produtivo. Por outro lado, as reformas na prática operacional da autoridade monetária, bem como nas aplicações do público, evoluíram num ritmo muito lento e/ou foram tímidas demais, de modo que a política monetária e creditícia foi relativamente pouco eficiente¹⁵ nos primeiros 18 meses do programa.

¹⁴ Além das informações da Tabela C.32, existe documentação mostrando que as taxas de juros para a venda de bens duráveis no crediário chegaram a mais de 10% reais ao mês, permanecendo neste patamar por vários meses ao longo dos dois primeiros anos após a entrada do “Real” em circulação.

¹⁵ Tal percepção é consistente com nosso debate sobre a ineficácia da política monetária apresentado no item 3.5.

Apesar dos efeitos nocivos de um pequeno choque agrícola e da elevação sazonal dos preços dos alimentos, a inflação no sétimo mês do programa estava na casa de 1% mensais, o que foi considerado um estrondoso sucesso em termos de gestão conjuntural, especialmente em vista do fracasso do Plano Cruzado ainda presente na cabeça de muitos analistas. O desempenho relativo do Plano Real parece ter dependido do volume de importações e da resposta da produção doméstica ao novo cenário.

A terceira etapa do programa está envolvendo um ajuste estrutural amplo à estabilidade de preços. Espera-se que a disciplina na formação dos preços competitivos e não-comercializáveis auxilie no aumento endógeno da competitividade externa, ao mesmo tempo que os diversos setores da economia, como o setor financeiro, o setor público, etc, passem por alterações, em função da novo perfil da demanda agregada, da nova constelação de preços relativos e da consolidação da abertura comercial.

Por outro lado, enquanto as autoridades procuram evitar que os custos da estabilização e os desequilíbrios estruturais adquiram dimensão e abrangência sistêmicas, em especial no que tange aos problemas de financiamento, espera-se que o ajuste fiscal estrutural seja encaminhado, de modo a não se materializar um quadro de insustentabilidade real para as políticas monetária e cambial.

Em suma, a lógica da consolidação do Plano Real envolve uma aposta na construção de fundamentos internos adicionais, de modo a viabilizar a flexibilização das políticas monetária e fiscal sem comprometimento da estabilidade de preços no médio e longo prazos.

A nosso ver, duas são as direções mais importantes na construção dos fundamentos, existindo uma terceira, a da construção da credibilidade interna e externa, e que está subjacente às duas primeiras.

A primeira frente é o reforço à disciplina na formação de preços e salários domésticos, que envolve a capacidade futura de fazer ajustes de preços relativos, inclusive da taxa de câmbio real, sem prejuízo da estabilidade de preços. A segunda direção envolve a construção das bases para o equilíbrio no balanço de pagamentos a médio prazo, mas contando apenas com ajustes marginais na taxa de câmbio real ou, no máximo, com uma elevação muito gradual à medida que a primeira frente for avançando. Dado que parece estar ainda em curso um ajustamento estrutural à abertura comercial, a trajetória do coeficiente de importação (M/Y) é difícil de prever, existindo pois uma questão complexa ligada à compatibilidade entre a dimensão temporal (“timing”) dos respectivos ajustes à abertura e à estabilização.

A reconstrução da credibilidade passa, a nosso ver, pela percepção dos agentes econômicos externos e internos quanto à evolução adequada de dois processos, em alguma medida interligados: a) a mudança no papel do Estado, que deve gerar efeitos benéficos em diversas direções, como explicitado no capítulo 3; b) a reestruturação do setor produtivo, cuja evolução favorável deve facilitar a consecução do equilíbrio externo, além de propiciar a formação de um círculo virtuoso em termos de economia política, onde o crescimento sustentável reduz as tensões sociais e viabiliza politicamente novos avanços.

BIBLIOGRAFIA

- ABRAMS, Richard K. & CORTÉS-DOUGLAS, Hernán.[1993].** Introduction of a New National Currency: Policy, Institutional and Technical Issues. International Monetary Fund, IMF Working Paper nº 49, June 1993.
- AC PASTORE & ASSOCIADOS.[1994].** O Real e o Câmbio Flutuante. Informe nº 1/94, 15 jul. 1994.
- AFONSO, José Roberto Rodrigues & CARVALHO, Luiz Gonzaga de.[1994].** A Tentativa de Ajuste Fiscal através do Fundo Social de Emergência. Rio de Janeiro, IPEA/GAC, Nota Técnica, *Boletim Conjuntural Trimestral*, nº 27, out. 1994.
- AGÉNOR, Pierre-Richard.[1994].** Credibility and Exchange Rate Management in Developing Countries. *Journal of Development Economics*, 45(1), 1994.
- AGÉNOR, Pierre-Richard & TAYLOR, Mark P.[1992].** Testing for Credibility Effects. *IMF Staff Papers*, 39(3), sept. 1992.
- ALBUQUERQUE, Pedro Henrique Esteves.[1994a].** Modelos com Mecanismos de Correção de Erros (MCE) para Previsão de M1: Resultados para Formas Funcionais Alternativas. Banco Central do Brasil, Texto para Circulação Interna DEPEC/COPEC nº 200-A, jun. 1994.
- ALBUQUERQUE, Pedro Henrique Esteves.[1994b].** *Do Agente Microeconômico à Função Macroeconômica: Uma Proposta para a Agregação com Exemplos.* Universidade de Brasília, Departamento de Economia, Dissertação de Mestrado, 1994, pp. 71-83.
- ALMEIDA JÚNIOR, Mansueto Facundo de.[1995].** *Abordagem da Produtividade na Determinação da Taxa de Câmbio.* São Paulo, FEA-USP, Dissertação de Mestrado, out. 1995, capítulo 3.
- ALMONACID, Ruben D.[1995].** La Crisis Mejicana y sus Implicaciones para el Mercosul. Cadernos do Instituto Atlântico nº 6: Política Monetária, maio 1995.
- ALMONACID, Ruben D. & LOPES, Luís F. E.[1995].** Âncoras Nominais e Programas de Estabilização: Algumas Considerações sobre Experiências Recentes. Cadernos do Instituto Atlântico nº 6: Política Monetária, maio 1995.
- ALMONACID, Ruben D., LOPES, Luís F. E. & PESSÔA, Samuel.[1995a].** Os Ingredientes para uma Boa Política Monetária. Cadernos do Instituto Atlântico nº 6: Política Monetária, maio 1995.

- ALMONACID, Ruben D., LOPES, Luís F. E. & PESSÔA, Samuel.[1995b].** Que Política Monetária É Esta ? Cadernos do Instituto Atlântico nº 6: Política Monetária, maio 1995.
- AMADEO, Edward J.[1994].** Distributive and Welfare Effects of Inflation and Stabilization. Paper apresentado no Seminário: "Macroeconomic, Structural and Social Policies for Growth: The Evolving Latin American Experience", Brasil, Rio de Janeiro, Mangaratiba, 16-19 mar. 1994.
- ARAÚJO, Aloísio Pessoa de & FEIJÓ FILHO, Cypriano Lopes.[1993].** Bandas de Câmbio: Teoria, Evidência Empírica e sua Possível Aplicação no Brasil. Convênio BCB/FGV, Relatório Final, 05 nov. 1993, capítulo 1.
- ARAÚJO JÚNIOR, José Tavares.[1996].** Concorrência, Competitividade e Política Econômica. In: *BAUMANN [NEVES], Renato (Org.) O Brasil e a Economia Global, Campus e SOBEET, 1996.*
- ARIDA, Pérsio & RESENDE, André Lara.[1986].** Inflação Inercial e Reforma Monetária. In: *ARIDA, Pérsio (Org.) Inflação Zero: Brasil, Argentina, Israel, Paz e Terra, 1986.*
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS (ABNT).[1989-1993].** Normas Brasileiras Registradas (NBR). diversos números, 1989-1993.
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO ABERTO (ANDIMA).[1994].** *Plano Real*. out. 1994.
- BACHA, Edmar Lisboa.[1994].** O Fisco e a Inflação: Uma Interpretação do Caso Brasileiro. *Revista de Economia Política*, 14(1), jan./mar. 1994.
- BACHA, Edmar Lisboa & CARNEIRO, Dionísio Dias.[1992].** Stabilization Programs in Developing Countries: Old Truths and New Elements. PUC-RJ, Texto para Discussão Interna nº 290, oct. 1992.
- BAER, Werner & PAIVA, Cláudio.[1996].** O Plano Real. In: *BAER, Werner (Ed.) A Economia Brasileira, Nobel, 1996.*
- BANCO CENTRAL DO BRASIL.[1990-1993].** Brasil Programa Econômico. diversos números, 1990-1993.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL.[1992].** RELATÓRIO: 1992. Brasília, 1992.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL.[1993a].** [Diretoria de Política Monetária]. A Reentrada dos Países da América Latina nos Fluxos Internacionais de Capital: Algumas Considerações. Mimeo, 1993.

- BANCO CENTRAL DO BRASIL.[1993b].** Departamento de Operações de Mercado Aberto (DEMAB). Consultoria de Planejamento, Normas e Sistemas (CONSI). A Execução da Política Monetária: Uma abordagem sobre os Procedimentos do Banco Central. [Rio de Janeiro], CONSI Divulgações nº 6 , dez. 1993.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL.[1993-1995].** Boletim do Banco Central do Brasil. volumes 29-31, diversos números, 1993-1995.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL.[1994].** Considerações sobre o "Fundo Social de Emergência" e a Liberação de Dotações do Orçamento de 1994. Departamento Econômico, DIFIN/SUPOF, Mimeo, 11 fev. 1994.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL.[1995].** PAI e Plano Real: Resumo dos Principais Normativos, jan/93 a ago/95. Departamento Econômico, DIFIN, Mimeo, 30 out. 1995.
- BARBOSA, Fabio & GIAMBIAGI, Fabio.[1995].** O Ajuste Fiscal de 1990-93: Uma Análise Retrospectiva. *Revista Brasileira de Economia*, 49(3), jul./set. 1995.
- BARBOSA, Fernando de Holanda.[1992].** Hiperinflação: Câmbio, Moeda e Âncoras Nominais. Rio de Janeiro, FGV/EPGE, Ensaio Econômico nº 201, nov. 1992.
- BARBOSA, Fernando de Holanda.[1993].** Hiperinflação e Estabilização. *Revista de Economia Política*, 13(4), out./dez. 1993.
- BARROSSI FILHO, Milton & SUGANUMA, Ricardo.[1994].** Algumas Considerações acerca da Reconstrução da Moeda Nacional. São Paulo, IPE-USP, Texto para Discussão Interna nº 02/94, mar. 1994.
- BARROS, Aluizio A. de.[1995].** Conselho da Moeda: O Que É e Como Funciona ? *Revista de Economia Política* 15(2), abr./jun. 1995.
- BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira.[1992].** Keynes e a Estabilização do Marco Alemão nos anos 20. In: *BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira (Orgs.). A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional: Ensaio em Homenagem a Dilson Funaro, Paz e Terra, 1992.*
- BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira.[1993a].** Crise Monetária, Reforma Fiscal e Dolarização da Economia. São Paulo, FGV-EAESP, Departamento de Economia, Texto para Discussão Interna nº 24, mar. 1993.
- BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira.[1993b].** Dolarização, Âncora Cambial e Reservas Internacionais. *Revista de Economia Política*, 13(3), jul./set. 1993.

- BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira.[1993c].** Reforma Monetária com Âncora Interna: Uma Alternativa à Dolarização. Rio Grande do Sul, Fundação de Economia e Estatística, *Indicadores Econômicos: Análise Conjuntural*, ago. 1993.
- BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira.[1994].** A Armadilha da Dolarização. São Paulo, FGV-EAESP, Departamento de Economia, Texto de Discussão Interna nº 35, fev. 1994.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de.[1990].** Crise e Reforma Monetária no Brasil. *São Paulo em Perspectiva*, 4(1), jan./mar. 1990.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes de.[1992].** A Questão da Dolarização. In: *BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira (Orgs.). A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional: Ensaios em Homenagem a Dilson Funaro, Paz e Terra, 1992.*
- BENNETT, Adam G.G.[1993].** The Operation of the Estonian Currency Board. *IMF Staff Papers*, 40(2), June 1993.
- BLEJER, Mario I. & CHEASTY, Adrienne.[1988].** High Inflation, Heterodox Stabilization, and Fiscal Policy. *World Development*, 16(8), 1988.
- BOMBERGER, William A. & MAKINEN, Gail E.[1980].** Indexation, Inflationary Finance, and Hyperinflation: The 1945-1946 Hungarian Experience. *Journal of Political Economy*, 88(3), 1980.
- BOMBERGER, William A. & MAKINEN, Gail E.[1988].** A Hiperinflação Húngara e a Estabilização de 1945-1946. In: *REGO, José Márcio (Org.). Hiperinflação: Algumas Experiências, Paz e Terra, 1988.*
- BRANDÃO, Carlos.[1989].** A Dívida Pública Interna: Seus Problemas e Soluções(I e II). *Conjuntura Econômica*, out. e nov. 1989.
- BRANSON, William H.[1979].** Exchange Rate Dynamics and Monetary Policy. In: *LINDBECK, Assar (Ed.). Inflation and Employment in Open Economies, North Holland, 1979.*
- BRASIL.[1993].** Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos nº 395. Brasília, 7 dez. 1993.
- BRASIL.[1994a].** Ministério da Fazenda/MPS/MTb/SAF/EMFA/SEPLAN/MJ. Exposição de Motivos Interministerial nº 47. Brasília, 27 fev. 1994.
- BRASIL.[1994b].** Emenda Constitucional nº 1. Brasília, 1 mar. 1994.
- BRASIL.[1994c].** Ministério da Fazenda/SEPLAN/MJ/MTb/MPS/MS/SAF. Exposição de Motivos Interministerial nº 205. Brasília, 30 jun. 1994.

- BRASIL.[1994d].** Ministério da Fazenda, Exposição de Motivos nº 206 de 30.06.1994. Diário Oficial da União, 1 jul. 1994.
- BRUNO, Michael.[1986].** A Estabilização da Economia Israelense: O Programa de Emergência em seu Estágio Inicial. *In: ARIDA, Pérsio (Org.). Inflação Zero: Brasil, Argentina, Israel, Paz e Terra, 1986.*
- BRUNO, Michael.[1991].** High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy. Princeton University, Essays in International Finance nº 183, June 1991.
- BRUNO, Michael.[1993].** *Crisis, Stabilization and Economic Reform: Therapy by Consensus.* Clarendon, Oxford, 1993, capítulos 1 e 8.
- BRUNO, Michael & MERIDOR, Leora (Rubin).[1991].** The Costly Transition from Stabilization to Sustainable Growth: Israel's Case. *In: BRUNO, Michael et al. (Ed.). Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath, MIT, 1991.*
- BRUNO, Michael & PITERMAN, Sylvia.[1988].** Israel's Stabilization: A Two-Year Review. *In: BRUNO, Michael et al. (Ed.). Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia e México, MIT, 1988.*
- CALAFELL, Javier Guzmán.[1993].** Políticas Monetaria y Cambiaria ante Ingresos Elevados de Capitales Externos: El Caso de Mexico. *CEMLA, Monetaria, 16(1), ene./mar. 1993.*
- CALVO, Guillermo.[1991].** The Perils of Sterilization. *IMF Staff Papers, 38(4), dec. 1991.*
- CALVO, Guillermo A. & VÉGH, Carlos A.[1990].** Credibility and the Dynamics of Stabilization Policy: A Basic Framework. International Monetary Fund, IMF Working Paper nº 90/110, nov. 1990.
- CALVO, Guillermo A. & VÉGH, Carlos A.[1992].** Inflation Stabilization and Nominal Anchors. *In: BARTH, Richard C. & WONG, Chorng-Huey (Eds.). Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies, Papers Presented at the Seminar on Exchange Rate Policies in Developing and Transition Economies, IMF Institute, 3-11 dec. 1992.*
- CALVO, Guillermo A. & VÉGH, Carlos A.[1994].** Estabilizacion en Países de Inflacion Cronica: El Marco Conceptual. Banco Central del Uruguay, Jornadas Internacionales de Economia, Montevideo, 8-9 ago. 1994.

- CALVO, Guilherme A., LEIDERMAN, Leonardo & REINHART, Carmen M.[1993a].** Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors. *IMF Staff Papers*, 40(1), mar. 1993.
- CALVO, Guilherme A., LEIDERMAN, Leonardo & REINHART, Carmen M.[1993b].** The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues. International Monetary Fund, Paper on Policy Analysis and Assessment nº 93/10, July 1993.
- CALVO, Guilherme A., LEIDERMAN, Leonardo & REINHART, Carmen M.[1993c].** Formulating a Policy Response: Reply to Snowden. *IMF Staff Papers*, 40(4), dec. 1993.
- CANAVESE, Alfredo J.[1992].** Hyperinflation and Convertibility Based Stabilization in Argentina. Trabalho Apresentado na Conferência Internacional: Brasil e Argentina, Parceria para os Anos Noventa. São Paulo, FEA-USP, 27 jan. 1992.
- CARDOSO, Eliana A. & DORNBUSCH, Rudiger.[1987].** Brazil's Tropical Plan. *Papers and Proceedings of the American Economic Association*, 77(2), May 1987.
- CARDOSO, Fernando Henrique.[1993].** Discurso em Sessão Plenária do Senado Federal. Brasília, 4 nov. 1993.
- CARNEIRO, Dionísio Dias.[1994].** Adaptação Inflacionária, Política Monetária e Estabilização. PUC-RJ, Texto para Discussão Interna nº 314, mar. 1994.
- CARVALHO, Carlos Eduardo.[1992a].** Liquidez e Choques Antiinflacionários. In: *BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira (Orgs.). A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional: Ensaios em Homenagem a Dilson Funaro, Paz e Terra, 1992.*
- CARVALHO, Carlos Eduardo.[1992b].** Âncora Cambial, Conversibilidade e Dolarização. In: *BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira (Orgs.). A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional: Ensaios em Homenagem a Dilson Funaro, Paz e Terra, 1992.*
- CARVALHO, Carlos Eduardo.[1993].** Liquidez dos Haveres Financeiros e Zeragem Automática do Mercado. *Revista de Economia Política*, 13(1), jan./mar. 1993.

- CARVALHO, Fernando José Cardim de.**[1993]. Sobre Âncoras, Diques e Outras Metáforas na Estratégia de Estabilização de Preços. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia Industrial, *Boletim de Conjuntura*, 13(3), out. 1993.
- CASTRO, Paulo Rabello & RONCI, Márcio V.**[1988]. Vantagens de um Sistema de Câmbio Flexível Administrado para o Brasil. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, 4(20), nov./dez. 1988.
- CLAESSENS, Stijn & GOOPTU, Sudarshan.**[1994]. Os Países em Desenvolvimento Conseguirão Manter os Ingressos de Capital Externo ? Fundo Monetário Internacional, *Finanças e Desenvolvimento*, set. 1994.
- CORBO, Vittorio & SOLIMANO, Andrés.**[1991]. Chile's Experience with Stabilization Revisited. In: *BRUNO, Michael et al. (Ed.). Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath, MIT, 1991.*
- CORDEN, W. Max.**[1992]. Exchange Rate Policy in Developing Countries. In: *BARTH, Richard C. & WONG, Chorong-Huey (Eds.). Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies, Papers Presented at the Seminar on Exchange Rate Policies in Developing and Transition Economies, IMF Institute, 3-11 dec. 1992.*
- COSTA, Ericson S.**[1992]. A Conta de Capital e Políticas Macroeconômicas. Banco Central do Brasil, Texto de Circulação Interna DEPEC/COPEC nº 105, jun. 1992.
- COSTA E SILVA, José Ricardo.**[1993]. A Experiência do Ajustamento Mexicano. Banco Central do Brasil, Texto de Circulação Interna DEPEC/COPEC nº 176, 12 nov. 1993.
- CUKIERMAN, Alex., KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, Nissan.**[1992]. How Much to Commit to an Exchange Rate Rule ? Balancing Credibility and Flexibility. The World Bank, Public Policy Research Working Paper nº 931, July 1992.
- CUNHA, Alexandre Barros da.**[1994a]. A inconsistência entre Controle Monetário, Taxas de Juros Estáveis e Acumulação de Reservas Internacionais em um Contexto de Desequilíbrio Fiscal. Banco Central do Brasil, Rio de Janeiro, DERJ/NUPEC, Mimeo, fev. 1994.
- CUNHA, Alexandre Barros da.**[1994b]. As Transferências Inflacionárias em 1991, 1992 e 1993. Banco Central do Brasil, Rio de Janeiro, DERJ/NUPEC, Mimeo, mar. 1994.

- CYSNE, Rubens Penha (Ed.).[1995a].** Política Cambial e o Saldo em Conta Corrente do Balanço de Pagamentos. Anais do Seminário realizado em 08.12.1994, Rio de Janeiro, FGV/EPGE, Ensaio Econômico nº 259, mar. 1995.
- CYSNE, Rubens Penha (Ed.).[1995b].** Aspectos Macroeconômicos da Entrada de Capitais. Anais do Seminário realizado em 08.12.1994, Rio de Janeiro, FGV/EPGE, Ensaio Econômico nº 260, mar. 1995.
- CYSNE, Rubens Penha (Ed.).[1995c].** Política Monetária: A Transição do Modelo Atual para o Modelo Clássico. Anais do Seminário realizado em 09.12.1994, Rio de Janeiro, FGV/EPGE, Ensaio Econômico nº 262, mar. 1995.
- DALL'ACQUA, Fernando.[1990?].** Reforma Monetária da Alemanha em 1948. [São Paulo], Mimeo, [1990?].
- DEVLIN, Robert., FFRENCH-DAVIS, Ricardo & GRIFFITH-JONES, Stephany.[1994].** Repunte de los Flujos de Capital y el Desarrollo: Implicaciones para las Políticas Económicas. Naciones Unidas/CEPAL, Santiago do Chile, Serie Financiamento del Desarrollo nº 26, ago. 1994.
- DIMENSTEIN, Gilberto & SOUZA, Josias de.[1994].** *A História Real: Trama de uma Sucessão.* Ática e Folha de São Paulo, 1994.
- DORNBUSCH, Rudiger.[1982].** Stabilization Policies in Developing Countries: What Have We Learned. *World Development* , 10(9), 1982.
- DORNBUSCH, Rudiger.[1985].** Stopping Hyperinflation: Lessons from the German Experience of the 1920's. National Bureau of Economic Research, Working Paper nº 1675, 1985.
- DORNBUSCH, Rudiger.[1990a].** Experiences with Extreme Monetary Instability. MIT, Mimeo, mar. 1990.
- DORNBUSCH, Rudiger.[1990b].** A Strategy for Stabilization in Peru. MIT, Mimeo, aug. 1990.
- DORNBUSCH, Rudiger & SIMONSEN, Mário Henrique.[1987].** *Inflation Stabilization with Incomes Policy Support: A Review of the Experience in Argentina, Brazil and Israel.* The Group of Thirty, New York, 1987.
- DORNBUSCH, Rudiger & WERNER, Alejandro.[1994].** Mexico: Stabilization, Reform and No Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 1, 1994.
- DORNBUSCH, Rudiger & WOLF, Holger.[1990].** Monetary Reform in the 1940's. MIT, Mimeo, aug. 1990.

- DWYER JR, Gerald P.[1994].** Reglas y Discreción en la Política Monetaria. *Boletim del CEMLA*, mar./abr. 1994.
- EDWARDS, Sebastian.[1992a].** Exchange Rate as Nominal Anchors. National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 4246, dec. 1992.
- EDWARDS, Sebastian.[1992b].** Exchange Rate Misalignment in Developing Countries. *In: BARTH, Richard C. & WONG, Chorng-Huey (Eds.). Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies, Papers Presented at the Seminar on Exchange Rate Policies in Developing and Transition Economies, IMF Institute, 3-11 dec. 1992.*
- FANELLI, José María & MACHINEA, José Luis.[1994].** El Movimiento de Capitales en Argentina. Naciones Unidas/CEPAL, Santiago do Chile, Serie Financiamiento del Desarrollo n° 25, ago. 1994.
- FFRENCH-DAVIS, Ricardo., AGOSIN, Manuel & UTHOFF, Andras.[1994].** Movimientos de Capitales, Estrategia Exportadora y Estabilidad Macroeconómica en Chile. Naciones Unidas/ CEPAL, Santiago do Chile, Serie Financiamiento del Desarrollo n° 23, ago. 1994.
- FIELEKE, Norman S.[1993].** International Capital Transactions: Should They Be Restricted ? International Monetary Fund, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment n° 93/20, dec. 1993.
- FISCHER, Stanley.[1986].** Exchange Rate versus Money Targets in Desinflation. *In: FISCHER, Stanley (Ed.). Indexing, Inflation and Economic Policy, MIT, Cambridge (MA), 1986.*
- FISCHER, Stanley.[1987].** Stopping High Inflation: The Israeli Stabilization Program, 1985-6. *Papers and Proceedings of the American Economic Association* , 77(2), may 1987.
- FLOOD, Roberto P. & MARION, Nancy P.[1991].** Exchange Rate Regime Choice. International Monetary Fund, IMF Working Paper n° 91/90, sept. 1991.
- FORT, G. le.[1994].** The Chilean Experience in Financial Development and Macroeconomic Stability: 1975-1992. CEMLA, *Money Affairs*, 2(1), jan./june. 1994.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1987].** "Reformas" Fiscais e o Fim de Quatro Hiperinflações. *Revista Brasileira de Economia*, 41(4), out./dez. 1987.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1988a].** Hiperinflação no Brasil: Mecanismos e Possibilidades. PUC-RJ, Mimeo, mar. 1988.

- FRANCO, Gustavo H. B.[1988b].** O Imposto Inflacionário durante Quatro Hiperinflações. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 18(2), ago. 1988.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1989a].** Inércia e Coordenação: Pactos, Congelamentos e seus Problemas. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 19(1), abr. 1989.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1989b].** O Milagre do "Rentenmark": Uma Experiência Bem Sucedida com Moeda Indexada. *Revista Brasileira de Economia*, 43(3), jul./set. 1989.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1991a].** Dolarização, Conversibilidade e Estabilização: Padrões e Possibilidades. Rio Grande do Sul, Fundação de Economia e Estatística, *Indicadores Econômicos: Análise Conjuntural*, ago. 1991.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1991b].** Dolarização: Mecanismos, Mágicas e Fundamentos. PUC-RJ, Texto para Discussão Interna nº 266, ago. 1991.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1993a].** Alternativas de Estabilização: Gradualismo, Dolarização e Populismo. *Revista de Economia Política*, 13(2), abr./jun. 1993.
- FRANCO, Gustavo H.B.[1993b?].** O Fracasso do Gradualismo e Alguns Aspectos Críticos de um Programa de Dolarização. [Rio de Janeiro], Estudos APEC, [1993?].
- FRANCO, Gustavo H.B.[1995].** *O Plano Real e Outros Ensaio*s. Francisco Alves, Rio de Janeiro, 1995.
- FRANCO, Gustavo H.B. & AMADEO, Edward J.[1990].** Inflação e Preços Relativos no Plano Collor: Avaliação e Perspectivas. PUC-RJ, Texto para Discussão Interna nº 250, out. 1990.
- FRANCO, Gustavo H.B. & PARCIAS JÚNIOR, Carlos.[1991].** Inflação, Clientela e Preços Relativos. *Revista de Economia Política*, 11(3), jul./set. 1991.
- FREITAS, Carlos Eduardo de.[1990].** Implicações de uma Flexibilidade Cambial no Brasil. *In: A Inserção Internacional do Brasil nos Anos 90, volume 1, Conselho Regional de Economia de São Paulo e Fundação Sistema Estadual de Análise de Dados (SEADE), São Paulo, maio 1990.*
- FREITAS, Carlos Eduardo de.[1996].** Liberdade Cambial no Brasil. *In: BAUMANN [NEVES], Renato (Org.). O Brasil e a Economia Global, Campus e SOBEET, 1996.*

- FUNDACIÓN CEDEAL**, Centro Español de Estudios de América Latina. [1993-1996]. *Situación Latinoamericana: Informes de Coyuntura Económica, Política y Social*. Anos 3-5, diversos números, 1993-1996.
- GARCIA, Márcio G.P.**[1994a]. Avoiding Some Costs of Inflation and Crawling toward Hyperinflation: The case of the Brazilian Domestic Currency Substitute. National Bureau of Economic Research, Universities Research Conference on Monetary Policy, 30 apr. 1994.
- GARCIA, Márcio G.P.**[1994b]. Política Monetária e Cambial: Algumas Lições do Período Recente para o Real. PUC-RJ, Texto para Discussão Interna nº 330, dez. 1994.
- GARCIA, Márcio G.P.**[1995]. Política Monetária, Depósitos Compulsórios e Inflação. *Revista de Economia Política*, 15(2), abr./jun. 1995.
- GARCIA, Márcio G.P. & CARNEIRO, Dionísio Dias.**[1993]. Capital Flows and Monetary Control under a Domestic Currency Substitution Regime: The Recent Brazilian Experience. IDRC Network Meeting, 06 aug. 1993.
- GIAMBIAGI, Fabio.**[1994]. O Programa de Estabilização de Raymond Poincaré. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 24(3), dez. 1994.
- GILMAN, Martin G.**[1990]. Em Busca da Conversibilidade Monetária. Fundo Monetário Internacional, *Finanças e Desenvolvimento*, set. 1990.
- GOLDMAN SACHS.**[1994]. Economic Research: Brazil and Argentina Contents. aug. 1994.
- GONÇALVES, Reinaldo.**[1990]. Estabilização Macroeconômica e o Imposto sobre a Riqueza. ANPEC, Anais do 18º Encontro Nacional de Economia, volume 2, 1990.
- GONÇALVES, Reinaldo.**[1996]. Globalização Financeira, Liberalização Cambial e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira. In: *BAUMANN [NEVES], Renato (Org.). O Brasil e a Economia Global*, Campus e SOBEET, 1996.
- GUERRA JÚNIOR, Wagner T. de A.**[1993]. Alternativas para a Política de Estabilização no Brasil. Banco Central do Brasil, São Paulo, DESPA/REPEC, Mimeo, ago. 1993.
- GUERRA JÚNIOR, Wagner T. de A.**[1994]. Mercado Cambial: Legislação e Desdobramentos Recentes. Banco Central do Brasil, Departamento Econômico, DIBAP, Mimeo, jan. 1994.

- GUITIÁN, Manuel.[1992].** The Choice of Exchange Rate Regime. *In: BARTH, Richard C. & WONG, Chorng-Huey (Eds.). Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies, Papers Presented at the Seminar on Exchange Rate Policies in Developing and Transition Economies, IMF Institute, 3-11 dec. 1992.*
- HABDA, Fernando Antônio.[1994].** Caixas de Conversão. *Revista de Economia Política*, 14(1), jan./mar. 1994.
- HANKE, Steve H. & SCHULER, Kurt.[1991].** Ruble Reform: A Lesson from Keynes. *Cato Journal*, 10(3), winter 1991.
- HAYASHI, Lauro Teruo & GUERRA JÚNIOR, Wagner T.de A.[1993].** Reflexões sobre a Questão da Taxa de Juros no Brasil. Banco Central do Brasil, Departamento Econômico, Texto para Discussão Interna, out. 1993.
- HEYMANN, Daniel. [1987].** The Austral Plan. *Papers and Proceedings of the American Economic Association*, 77(2), may 1987.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA).[1994-1995a].** Rio de Janeiro, Grupo de Acompanhamento Conjuntural, *Carta de Conjuntura Mensal*, diversos números, 1994 e 1995.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA).[1994-1995b].** Rio de Janeiro, Grupo de Acompanhamento Conjuntural, *Boletim Conjuntural Trimestral*, diversos números, 1994 e 1995.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND.[1993a].** Stabilization and Economic Reform in the Baltic Countries. *World Economic Outlook*, sept. 1993, pp. 136-9.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND.[1993b].** Hyperinflation and Chronic Inflation. *World Economic Outlook*, sept. 1993, pp. 140-4.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND.[1994].** The Recent Surge in Capital Flows to Developing Countries. *World Economic Outlook*, oct. 1994, pp. 48-53.
- JOHNSTON, R. Barry.[1993].** Aspects of Design of Financial Programs with the Adoption of Indirect Monetary Controls. *International Monetary Fund, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment n° 93/16*, oct. 1993.
- KALECKI, M.[1962].** A Model of Hyperinflation. *The Manchester School of Economic and Social Studies*, 30(3), sept. 1962.
- KEYNES, J. M.[1971].** *A Tract on Monetary Reform*. The Royal Economic Society, volume 4, 1971 [originalmente publicado em 1923].

- KIGUEL, Miguel A.[1994].** The Argentine Convertibility Plan: Is Stabilization for Real ? Banco Central del Uruguay, Jornadas Internacionales de Economia, Montevideo, 8-9 aug. 1994.
- KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, Nissan.[1988].** Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies: Lessons from Latin America. *The World Bank Economic Review*, 2(3), 1988.
- KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, Nissan.[1989].** The Old and the New in Heterodox Stabilizations Programs: Lessons from the 1960's and the 1980's. The World Bank, Public Policy Research Working Paper n° 323, dec. 1989.
- KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, Nissan.[1992a].** Relatório sobre o Progresso de Programas Heterodoxos de Estabilização. Fundo Monetário Internacional, *Finanças e Desenvolvimento*, mar. 1992.
- KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, Nissan.[1992b].** The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilization. *The World Bank Economic Review*, 6(2), 1992.
- KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, Nissan.[1992c].** Three Big Inflations: Argentina, Brazil and Peru. The World Bank, Mimeo, 11 nov. 1992.
- KIGUEL, Miguel A. & LIVIATAN, Nissan.[1994].** Exchange Rate Based Stabilization in Argentina and Chile: A Fresh Look. The World Bank, Public Policy Research Working Paper n° 1.318, july 1994.
- KRUGMAN, Paul.[1995].** Dutch Tulips and the Emerging Markets. *Foreign Affairs*, 74(4), july/aug. 1995.
- KUAE, Laura Kikue Nasuno et al.[1991].** *Diretrizes para Apresentação de Dissertações e Teses*. São Paulo, Universidade de São Paulo, Escola Politécnica, 1991.
- LAFETÁ, Dannel.[1993].** Alterações Recentes no Sistema Cambial do Brasil: A Conta de Capital. Banco Central do Brasil, Texto para Circulação Interna DEPEC/COPEC n° 128, mar. 1993.
- LAFETÁ, Dannel.[1994].** Plano Real, Evolução Recente: MERCOSUL, SGT-4. Texto para Circulação Interna DEPEC/COPEC n° 227, nov. 1994.
- LATIF, Zeina Abdel.[1995a].** Regime Monetário no Brasil e o Descontrole Inflacionário. São Paulo, IPE/USP, Texto para Discussão Interna dos Alunos do IPE n° 3, 2 jun. 1995.
- LATIF, Zeina Abdel.[1995b].** Regime Monetário do Brasil: Definição e Caracterização. ANPEC, Anais do 23° Encontro Nacional de Economia, volume 2, 1995.

- LEIDERMAN, Leonardo & BUFMAN, Gil.[1995].** Searching for Nominal Anchors in Shock-Prone Economies in the 1990s: Inflation Targets and Exchange Rate Bands. Inter-American Development Bank and OECD Development Centre, Sixth Annual Conference on Latin American Perspective, 9-10 nov. 1995.
- LOPES, Francisco [Lafaiete de Pádua].[1986].** Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjecturas. *In: LOPES, Francisco [Lafaiete de Pádua]. Choque Heterodoxo: Combate à Inflação e Reforma Monetária, Campus, 1986.*
- LOPES, Francisco [Lafaiete de Pádua].[1989].** O Desafio da Hiperinflação: Em Busca da Moeda Real. Campus, 1989.
- LOPES, Francisco [Lafaiete de Pádua].[1991].** O Austral Conversível. *Revista de Economia Política*, 11(4), out./dez. 1991.
- LUNDBERG, Eduardo Luis.[1993].** Reflexões a partir da Proposta de Estabilização Haddad/Holanda. Banco Central do Brasil, São Paulo, DESPA/REPEC, Mimeo, 1993.
- LUNDBERG, Eduardo Luis & PARKISON DE CASTRO, Antonio Luis.[1987].** Desequilíbrio Financeiro do Setor Público e seu Impacto sobre o Orçamento Monetário. *In: LOZARDO, Ernesto (Org.). Déficit Público Brasileiro: Política Econômica e Ajuste Estrutural, Paz e Terra, 1987.*
- MACROMÉTRICA.[1994-1995].** *Panorama Macro*. Rio de Janeiro, diversos números, 1994 e 1995.
- MAITAL, Shlomo & BENJAMINI, Yael.[1980].** Inflation as Prisoner's Dilemma. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2(4), summer 1980.
- MANTEGA, Guido.[1994].** Programas de Estabilização, Mistificação Tecnocrática e Câmaras Setoriais. *Revista de Economia Política*, 14(2), abr./jun. 1994.
- MARQUES, Maria Sílvia Bastos.[1988].** O Plano Cruzado: Teoria e Prática. *Revista de Economia Política*, 8(3), jul./set. 1988.
- MARTONE, Celso Luiz.[1970].** Análise do Plano de Ação Econômica do Governo: PAEG, 1964-1966. *In: LAFER, Betty Mindlin (Ed.). Planejamento no Brasil, Perspectiva, São Paulo, 1970.*
- MARTONE, Celso Luiz.[1984].** A Questão das Dívidas e a Inconsistência da Política de Ajustamento. São Paulo, IPE-USP, Trabalho para Discussão Interna nº 11, 1984.

- MARTONE, Celso Luiz.[1993a].** A Restauração da Política Monetária. São Paulo, Universidade de São Paulo, Fundação Instituto de Administração, set. 1993.
- MARTONE, Celso Luiz.[1993b].** Dolarização Espontânea e Induzida. Boletim Informações Fipe, nov. 1993.
- MARTONE, Celso Luiz., YOSHINO, Joe A. & PASTORE, José.[1993].** Plano de Estabilização, Dolarização e Efeitos no Sistema Financeiro. São Paulo, Seminário BANESPA, 18 set. 1993.
- MAYER, Thomas & THUMANN, Gunther.[1990].** Reforma Monetária Radical: Alemanha, 1948. Fundo Monetário Internacional, *Finanças e Desenvolvimento*, 10(1), 1990.
- MELTZER, Allan H.[1994].** Book Review: [BRUNO(1993)] Heterodox Policy and Economic Stabilization. *Journal of Monetary Economics*, v. 34, 1994.
- MERKIN, Gerald.[1988].** Para uma Teoria da Inflação Alemã: Algumas Considerações Preliminares. In: REGO, José Márcio (Org.). *Hiperinflação: Algumas Experiências*, Paz e Terra, 1988.
- MESSENBURG, Roberto Pires.[1994a].** *Dívida Pública, Inflação e Distribuição de Renda*. São Paulo, FEA/USP, Tese de Doutorado, set. 1994.
- MESSENBURG, Roberto Pires.[1994b].** Planos Cavallo e Real: Semelhanças e Diferenças de Concepção. Ministério do Planejamento e Orçamento, Secretária de Assuntos Internacionais, *Boletim de Conjuntura Internacional*, 5(2), nov. 1994.
- MEYER, Arno.[1993].** Os Limites Internos do Ingresso de Capitais Externos no Brasil no Início da Década de Noventa. São Paulo, Mimeo, nov. 1993.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA.[1994].** Secretária de Política Econômica. *Boletim Semanal de Acompanhamento Macroeconômico*. diversos números, jul. a dez. 1994.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA.[1996].** Secretária de Política Econômica. Principais Medidas na Área Externa desde a Edição do Plano Real, abr. 1996.
- MODIANO, Eduardo & CARNEIRO, Dionísio Dias.[1984].** A Mágica do Novo Cruzeiro e a Geração da Nova Inflação. PUC-RJ, Texto para Discussão Interna nº 78, 1984.
- MORAES, Pedro Bodin de.[1987].** O Programa de Estabilização de 1964: Balizamento de Preços com Restrições ao Crédito. *Revista Brasileira de Economia*, 41(2), abr./jun. 1987.

- MORAES, Pedro Bodin de.[1988].** Keynes, Sargent e o Papel da Política Monetária em um Plano de Estabilização. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 18(1), abr. 1988.
- MORAES, Pedro Bodin de.[1990].** A Condução da Política Monetária durante o Plano Cruzado. *Revista de Economia Política*, 10(2), abr./jun. 1990.
- MORALES, Juan-Antonio.[1988].** Inflation Stabilization in Bolivia. In: **BRUNO, Michael et al. (Eds.).** *Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and México*, MIT, 1988.
- MUINHOS, Marcelo Kfoury.[1993].** Considerações acerca da Âncora Cambial. Banco Central do Brasil, Texto para Circulação Interna DEPEC/COPEC n° 168, 05 ago. 1993.
- MURPHY, Ricardo Lopez.[1994].** Stabilization Programs: A Few Recent Experiences in Latin America. Paper apresentado no Seminário: "Macroeconomic, Structural and Social Policies for Growth: The Evolving Latin American Experience", Brasil, Rio de Janeiro, Mangaratiba, 16-19 mar. 1994.
- MUSSA, Michael L.[1990].** Exchange Rates in Theory and in Reality. Princeton University, Essays in International Finance n° 179, dec. 1990.
- NAKANO, Yoshiaki.[1991].** Plano Cavallo de Desdolarização. *Revista de Economia Política*, 11(4), out./dez. 1991 [Anexo encontra-se reprodução do texto da Lei de Conversibilidade do Austral].
- NAKANO, Yoshiaki.[1994].** As Condições para Estabilização do Real. Observatório Econômico, Informe Dinâmico IOB n° 38, jun. 1994.
- NOGARO, Bertrand.[1948].** Hungary's Recent Monetary Crisis and its Theoretical Meaning. *American Economic Review*, 38(5), sept. 1948.
- OGASAVARA, Roberto Shoji.[1991].** Conta do Tesouro no Banco Central. *Revista Brasileira de Economia*, 45(2), abr./jun. 1991.
- OLIVEIRA [FILHO], Gesner [José] & TOLEDO, Celso.[1994].** The Brazilian Economy under the Real: Prospects for Stabilization and Growth. São Paulo, FGV-EAESP, Departamento de Economia, Texto para Discussão Interna n° 43, dez. 1994.
- ORTEGA, Alberto Octavio Espejo.[1989].** *O Plano de Estabilização Heterodoxo: A Experiência Comparada da Argentina, Brasil e Peru*. Rio de Janeiro, 13° Prêmio BNDES de Economia, 1989.
- ORTIZ, Guillermo.[1991].** Mexico beyond the Debt Crisis: Toward Sustainable Growth with Price Stability. In: **BRUNO, Michael et al (Ed.).** *Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath*, MIT, 1991.

- PASTORE, Affonso Celso.[1990].** A Reforma Monetária do Plano Collor. *In: DE FARO, Clovis (Org.). Plano Collor: Avaliações e Perspectivas, Livros Técnicos e Científicos, Rio de Janeiro, 1990.*
- PASTORE, Affonso Celso. [1993].** Duas Moedas ? Boletim Informações Fipe, nov. 1993.
- PASTORE, Affonso Celso.[1995a].** Déficit Público, a Sustentabilidade do Crescimento das Dívidas Interna e Externa, Senhoriagem e Inflação: Uma Análise do Regime Monetário Brasileiro. *Revista de Econometria*, 14(2), nov. 1994/mar. 1995.
- PASTORE, Affonso Celso.[1995b].** Porque a Política Monetária É Ineficaz ? São Paulo, Mimeo, jul. 1995.
- PASTORE, Affonso Celso & PINOTTI, Maria Cristina.[1994].** Os Rumos da Política Cambial. AC Pastore & Associados, Estudos Especiais nº 1, set. 1994.
- PASTORE, Affonso Celso & PINOTTI, Maria Cristina.[1995].** Câmbio e Inflação. *In: VELLOSO, João Paulo dos Reis (Coord.). O Real e o Futuro da Economia, José Olympio, Rio de Janeiro, Fórum Nacional, 15-18 maio 1995.*
- PATINKIN, Don.[1993].** Israel's Stabilization Program of 1985, or Some Simple Truths of Monetary Theory. *Journal of Economic Perspectives*, 7(2), spring 1993.
- PAULA PINTO, Maurício Barata de.[1988].** Preliminary Notes on Distributive Conflicts, Inflation and Inertial Theory. Paper presented at the International Symposium on Democratizing Economics, São Paulo, Universidade de São Paulo, Instituto de Estudos Avançados, July 1988.
- PEREIRA, Luiz Carlos Bresser.[1990].** Da Inflação à Hiperinflação: Uma Abordagem Estruturalista. [São Paulo], Mimeo, 1990.
- PEREIRA, Luiz Carlos Bresser.[1994].** A Economia e a Política do Plano Real. *Revista de Economia Política*, 14(4), out./dez. 1994.
- PITERMAN, Sylvia.[1989].** Economic Stabilization in Israel: Financial Difficulties in the Adjustment Process to Low Inflation. Paper apresentado no Seminário: "Stabilization Policies in Chronically Inflationary Economies", Brasil, São Paulo, Campinas, 23-25 aug. 1989.
- PLOEG, Frederick van der.[1989].** The Political Economy of Overvaluation. *The Economic Journal*, 99(5), sept. 1989.

- QUIRK, Peter J.[1994].** Capital Account Convertibility: A New Model for Developing Countries. International Monetary Fund, IMF Working Paper nº 81, july 1994.
- QUIRK, Peter J. et al.[1987].** Floating Exchange Rates in Developing Countries: Experience with Auction and Interbank Markets. International Monetary Fund, IMF Occasional Paper nº 53, may 1987.
- RAMALHO, Valdir.[1992].** Anos 20 e a Hiperinflação na Polônia. *In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello & BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira (Orgs.). A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional: Ensaio em Homenagem a Dilson Funaro, Paz e Terra, 1992.*
- RAMALHO, Valdir.[1995].** "Zeragem Automática" no Mercado Aberto e Controle Monetário. *Estudos Econômicos*, 25(1), jan./abr. 1995.
- REINHART, Carmen M. & VÉGH, Carlos A.[1994a].** Estabilización en Países de Inflación Crónica: La Evidencia Empírica. Banco Central del Uruguay, Jornadas Internacionales de Economía, Montevideo, 8-9 ago. 1994.
- REINHART, Carmen M. & VÉGH, Carlos A.[1994b].** Intertemporal Consumption Substitution: An Empirical Investigation. University of Maryland at College Park, Department of Economics, Working Paper nº3, oct. 1994.
- REINHART, Carmen M. & VÉGH, Carlos A.[1995].** Nominal Interest Rates, Consumption Booms, and Lack of Credibility: A Quantitative Examination. *Journal of Development Economics*, 46(3), 1995.
- REINHART, Carmen M. & VÉGH, Carlos A.[1996].** Do Exchange Rate-Based Stabilizations Carry the Seeds of Their Own Destruction ? Paper apresentado no Encontro da "American Economic Association", San Francisco, 5-7 jan. 1996.
- RESENDE, André Lara.[1982].** A Política Brasileira de Estabilização: 1963-68. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 12(3), dez. 1982.
- RESENDE, André Lara.[1992a].** Sem Moeda Não Há Solução. *Exame*, Abril, 18 jul.1992.
- RESENDE, André Lara.[1992b].** O Conselho da Moeda: Um Órgão Emissor Independente. *Revista de Economia Política*, 12(4), out./dez. 1992.
- RESENDE, André Lara.[1994].** Comentários Finais do Moderador (transcrição de gravação em fita cassete), Encerramento do Seminário "Macroeconomic, Structural and Social Policies for Growth: The Evolving Latin American Experience", Brasil, Rio de Janeiro, Mangaratiba, 16-19 mar. 1994.

- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo.[1981a].** Managed Float: An Evaluation of Alternative Rules in the Presence of Capital Flows. *American Economic Review*, 71(1), mar. 1981.
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo.[1981b].** La Estrategia de Estabilizacion con Tipo de Cambio Flexible y Politica Monetaria Activa. Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina, Documento de Trabajo n° 32, dic. 1981.
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo.[1982a].** The Argentine Stabilization Plan of December 20th. *World Development*, 10(9), 1982.
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo.[1982b].** Politicas de Estabilizacion en la Economia Argentina 1978-1982. Cuadernos de Economia n° 59, 1982.
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo.[1991].** Inflation in Brasil. [World Bank], Mimeo, 24 may 1991.
- RODRIGUEZ, Carlos Alfredo.[1993].** Money and Credit under Currency Substitution. *IMF Staff Papers*, 40(2), june 1993.
- RODRIK, Dani.[1989].** Promises, Promises: Credible Policy Reform via Signalling. *The Economic Journal*, 99 (5), sept. 1989.
- ROZENWURCEL, Guilherme.[1992].** La Evolucion de la Economia Argentina a partir del Plan de Convertibilidad. Trabalho Apresentado na Conferência Internacional: Brasil e Argentina Parceria para os Anos Noventa. São Paulo, FEA-USP, 27 jan. 1992.
- SACHS, Jeffrey.[1987].** The Bolivian Hyperinflation and Stabilization. *Papers and Proceedings of the American Economic Association*, 77(2), may 1987.
- SACHS, Jeffrey., TORNELL, Aaron & VELASCO, Andrés.[1995].** The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned ? Paper of the Harvard/MIT Research and Teaching Group in Positive Political Economy, may 1995.
- SACHS, Jeffrey & ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio.[1995].** A Inflação Brasileira e o Plano Real. *Revista de Economia Política*, 15(2), abr./jun. 1995.
- SANTAELLA, Julio A. & VELA, Abraham E.[1994].** The 1987 Mexican Inflation-Stabilization: Matching Stylized Facts and Theory. Banco Central del Uruguay, Jornadas Internacionales de Economia, Montevideo, 8-9 aug. 1994.
- SANTOS NETO, Virgínio.[1993].** *As Políticas de Estabilização da Economia e o Papel do Banco Central*. Banco Central do Brasil, São Paulo, Curso de Formação Superior (FIA-USP), dez. 1993.
- SARGENT, Thomas J.[1986].** Stopping Moderate Inflation: The Methods of Poincaré and Thatcher. In: *SARGENT, Thomas J. Rational Expectations and Inflation*, Harper & Row, New York, 1986.

- SARGENT, Thomas J.[1988].** Os Finais de Quatro Hiperinflações. *In: REGO, José Márcio(Org.). Hiperinflação: Algumas Experiências, Paz e Terra, 1988* [original publicado em 1982].
- SARGENT, Thomas J.[1995].** Dúvida Legítima sobre o Plano Real. Banco de Investimentos Garantia, Carta Econômica, 19. dez. 1995.
- SARGENT, Thomas J. & WALLACE, Neil.[1993].** Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *In: SARGENT, Thomas J. Rational Expectations and Inflation, 2nd Edition, Harper Collins, 1993* [publicado originalmente em 1981].
- SAYAD, João.[1992].** Monetary Order and Brazilian Inflation. São Paulo, IPE/USP, Texto para Discussão Interna nº 5, 30 apr. 1992.
- SENNA, José Júlio.[s/d].** Entraves ao Controle Monetário no Brasil. [Rio de Janeiro], Mimeo, s/d.
- SIKLOS, Pierre L.[1990].** Hyperinflations: Their Origins, Development and Termination. *Journal of Economic Surveys, 4(3), 1990.*
- SIKLOS, Pierre L.[1994].** Varieties of Monetary Reform. International Monetary Fund, IMF Working Paper nº 57, may 1994.
- SILVA, Adroaldo Moura da.[1993].** O Que Deve Vir Antes: O Plano de Estabilização ou a Reforma Fiscal ? Boletim Informações Fipe, nov. 1993.
- SILVA, Adroaldo Moura da.[1994].** Liberalização, Mobilidade Internacional e Mercado de Capitais. *Revista da CVM, nº 22, set./dez. 1994.*
- SILVA, Marcos Eugênio da & SANTOS, José Carlos de Souza.[1994].** Comportamento dos Preços Competitivos. São Paulo, IPE/USP, Texto para Discussão Interna nº 20/94, 6 out. 1994.
- SIMONSEN, Mário Henrique.[1985].** A Inflação Brasileira: Lições e Perspectivas. *Revista de Economia Política, 5(4), out./dez. 1985.*
- SIMONSEN, Mário Henrique.[1995].** Novos Desafios da Economia Brasileira. *In: VELLOSO, João Paulo dos Reis (Coord.). O Real e o Futuro da Economia, José Olympio, Rio de Janeiro, Fórum Nacional, 15-18 maio 1995.*
- SIMONSEN, Mário Henrique & LEMOS, Augusto Jefferson.[1994].** Política Cambial: A Controvérsia do Plano Real. Rio de Janeiro, Banco de Investimentos Garantia, Brazil Research, Mimeo, 23 nov. 1994.
- SNOWDEN, P. Nicholas.[1993].** Formulating a Policy Response: Comment on Calvo, Leiderman and Reinhart. *IMF Staff Papers, 40(4), dec. 1993.*
- SOARES, Paulo de Tarso P. L.[1986].** Duas Estratégias de Estabilização: PAEG e Francisco Lopes. São Paulo, IPE/USP, Texto para Discussão Interna nº 09, maio 1986.

- SOARES, Paulo de Tarso P. L.[1994].** FHC II: Alguma Chance de Sucesso ? Boletim Informações Fipe, jan. 1994.
- SOARES, Paulo de Tarso P. L. & SANTOS, José Carlos de Souza.[1994].** Preços na Chegada do Real. Boletim Informações Fipe, ago. 1994.
- SOLIMANO, Andrés.[1990].** Inflation and the Costs of Stabilization: Historical of Recent Experiences and Policy Lessons. *The World Bank Research Observer*, 5(2), July 1990.
- STEINER, Roberto.[1994].** Capital Inflows in Latin America: Causes, Consequences and Policy Options. Paper apresentado no Seminário: "Macroeconomic, Structural and Social Policies for Growth: The Evolving Latin American Experience", Brasil, Rio de Janeiro, Mangaratiba, 16-19 mar. 1994.
- SVENSSON, Lars E.O.[1993].** Fixed Exchange Rates as a Means to Price Stability: What Have We Learned ? National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 4504, oct. 1993.
- TOLEDO, Joaquim Elói Cirne de.[1992].** Argentina: Cavallo, Galope para o Desastre ? *Revista de Economia Política*, 12(3), jul./set. 1992.
- TOLEDO, Joaquim Elói Cirne de.[1993].** Modelos de Ancoragem Cambial. Boletim Informações Fipe, nov. 1993.
- TREVIÑO, José Angel Gurría.[1994].** Flujos de Capital: El Caso de México. Naciones Unidas/CEPAL, Santiago do Chile, Serie Financiamiento del Desarrollo n° 27, ago. 1994.
- UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO.[1994].** Instituto de Economia Industrial (IEI/UFRJ). *Boletim de Conjuntura*, 14(2), jul. 1994.
- VÉGH, Carlos A.[1992].** Stopping High Inflation: An Analytical Overview. *IMF Staff Papers*, 39(3), sept. 1992.
- VILLANUEVA, Delano.[1993].** Options for Monetary and Exchange Arrangements in Transition Economies. International Monetary Fund, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment n° 93/12, sept. 1993.
- VILLANUEVA, Delano & OSBAND, Kent.[1992].** Independent Currency Authorities: An Analytic Primer. International Monetary Fund, IMF Working Paper n° 50, July 1992.
- VON DOELLINGER, Carlos.[1994].** Estabilidade com Crescimento: Novos Rumos para a Política Monetária e Cambial. Trabalho apresentado no Forum: BRASIL, 1995: Estabilidade com Crescimento: Restrições e Possibilidades, Rio de Janeiro, 29 nov. 1994.

- WALTERS, Alan.[1987].** Currency Boards. In: *EATWELL, John., MILGATE, Murray & NEWMAN, Peter (Eds.). The New Palgrave: Money, W. W. Norton, London, 1987, pp.109-114.*
- WERLANG, Sérgio Ribeiro da Costa.[1993].** Inflação e Credibilidade: Uma Introdução com Bibliografia. Comunicação, *Revista de Economia Política*, 13(4), out./dez. 1993.
- WHITE, L. H.[1989].** *Competition and Currency: Essays on Free Banking and Money.* New York University, 1989, introdução e capítulo 9.
- WICKER, Elmus.[1986].** Terminating Hyperinflation in the Dismembered Habsburg Monarchy. *American Economic Review*, 76(3), june 1986.
- WILLIAMSON, John.[1993].** *The Exchange Rate System.* Institute for International Economics, sept. 1993.
- WORLD BANK.[1992].** Money, Debt, Inflation and Forward-Looking Markets in Brazil. Report nº 10286-BR, 21 dec. 1992.
- WORLD BANK.[1994].** Brazil: An Agenda for Stabilization. Report nº 13168-BR, 07 oct. 1994.
- YOSHINO, Joe Akira.[1993].** Currency Boards. São Paulo, FIFE-USP, Mimeo, nov. 1993.
- ZAHLER, Roberto.[1992].** Política Monetária com Apertura de la Cuenta de Capitales. *Revista de la CEPAL*, nº 48, dic. 1992.
- ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio.[1989].** Fundar a Dívida Pública. São Paulo, IPE-USP, Texto para Discussão nº 03/89, 1989.
- ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio.[1993].** *Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil.* EDUSP e BM & F, São Paulo, 1993.
- ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio.[1994].** Hiperinflação, Credibilidade e Estabilização. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 24(3), dez. 1994.
- ZINI JÚNIOR, Álvaro Antônio.[1996].** Política Cambial com Liberdade ao Câmbio. In: *BAUMANN [NEVES], Renato (Org.). O Brasil e a Economia Global, Campus e SOBEET, 1996.*