

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

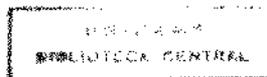
ARGENTINA x BRASIL:

DOLARIZAÇÃO x INDEXAÇÃO (ANOS 80)

Silvia Teresa Ferreira Frick

Dissertação de Mestrado em  
Economia apresentada junto ao  
Instituto de Economia da Univer-  
sidade Estadual de Campinas,  
sob orientação do Professor Dr.  
Fernando Nogueira da Costa,  
como requisito para a obtenção  
do título de Mestre em Economia.

Campinas, Dezembro de 1994



*Esta exemplar constante  
do original da base  
de dados da Silvia Frick  
e enviada para a base  
de dados da Prof. Dr.  
Fernando Nogueira da Costa  
CPG/IE, 23/01/95*

*A Oscar,  
inseparável companheiro*

## FINITO / INFINITO

*Pediram o pagamento do serviço: a escadaria infinita se fizera. Não, disse a Unidade Interessada e o Órgão Técnico confirmou: Se a obra tinha prazo certo para iniciar-se e findar-se, era finita.*

*O Douto Assessor duvidou.*

*O prazo era certo mas a substância (quem sabe?) finita ou infinita.*

*Melhor diria o Departamento de Filosofia.*

*O Departamento de Filosofia da conta do infinito?*

Boris Fausto

## AGRADECIMENTOS

A participação do meu orientador foi fundamental para este trabalho, tanto pela excelente indicação de bibliografia atualizada –muitas vezes emprestada de sua própria biblioteca– quanto pela leitura atenta e as valiosas sugestões para a melhora de um documento que, como é de praxe, foi tomando forma aos poucos, à medida que eram solucionados inúmeros defeitos. Apesar dos esforços de Fernando, é preciso esclarecer que ainda existem falhas de diversos tipos, das quais apenas eu sou responsável.

Quero agradecer também a Oscar, Fernando Montero e Antonio Licha, pelas contribuições feitas em diversas ocasiões, assim como aos pesquisadores do Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), de Buenos Aires, pelo material enviado, indispensável para o desenvolvimento da pesquisa.

Agradeço também a Mariano Laplane e Mônica Baer, excelentes professores, que me estimularam nesta primeira incursão sistematizada na área de Economia.

Para meus colegas do mestrado, em especial Ana Rosa, Fernando e Andrés pelo seu companheirismo nestes anos todos, um agradecimento especial.

## RESUMO

O estudo tem por objetivo analisar os modelos de indexação vigentes nos anos 80 no Brasil e na Argentina, distinguindo as vantagens e desvantagens de um caso com respeito ao outro. Conclui-se que o Brasil estava estrutural e institucionalmente melhor preparado do que a Argentina para contornar os efeitos da crise e retornar ao crescimento auto-sustentado.

## ABSTRACT

This study discusses Brazil's and Argentina's indexation models in the 80's, marking the advantages and disadvantages of one case with respect to the other. The final conclusion is that Brazil was structurally and institutionally better prepared to bypass its crisis and return to self-sustained development.

## ÍNDICE

INTRODUÇÃO - CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS PRELIMINARES.....	1
CAPÍTULO 1 - INDEXAÇÃO: O CASO BRASILEIRO.....	13
1.1 Antecedentes do Processo de Indexação.....	14
1.2 A "Moeda Indexada".....	18
1.3 A Crise Fiscal.....	21
1.4 As Tentativas de Estabilização.....	28
1.5 Mecanismos Defensivos da Hiperinflação.....	31
1.5.1 Política Monetária.....	33
1.5.2 Política Financeira.....	34
1.5.3 Política Cambial.....	37
1.6 A Nova Indexação.....	39
1.7 Conclusões.....	42
CAPÍTULO 2 - DOLARIZAÇÃO: O CASO ARGENTINO.....	45
2.1 Antecedentes do Processo de Dolarização.....	46
2.1.1 A Reforma Financeira de 1977.....	49
2.2 A Crise Fiscal e as Tentativas de Ajuste.....	52
2.3 As Mudanças nas Carteiras de Ativos.....	55
2.3.1 O Mercado de Títulos Públicos.....	58
2.4 As Tentativas Heterodoxas.....	60
2.5 A Hiperinflação.....	64
2.6 Conclusões.....	66
CAPÍTULO 3 - ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE OS CASOS DO BRASIL E DA ARGENTINA.....	68
3.1 O Problema da Crise Fiscal.....	70
3.2 A Questão Monetária.....	73
3.3 A Questão Cambial.....	76
3.4 A Crise Financeira dos Anos 80.....	78
3.5 As Políticas Heterodoxas.....	83
3.6 Conclusões.....	88
Apêndice do Capítulo 3.....	91
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	97
ANEXO ESTATÍSTICO.....	100
BIBLIOGRAFIA.....	107

## ÍNDICE DE TABELAS

TABELA 1 - TAXA ANUAL MÉDIA DE INFLAÇÃO .....	101
TABELA 2 - RELAÇÃO DÍVIDA INTERNA/PIB.....	102
TABELA 3 - RELAÇÃO DÍVIDA EXTERNA/EXPORTAÇÃO .....	103
TABELA 4 - AGREGADOS MONETÁRIOS .....	103
TABELA 5 - INVESTIMENTO BRUTO INTERNO FIXO TOTAL.....	104
TABELA 6 - DEPÓSITOS À VISTA E DINHEIRO EM PODER DO PÚBLICO....	105
TABELA 7 - SALÁRIO REAL E DESEMPREGO.....	106

# INTRODUÇÃO

## CONSIDERAÇÕES TEÓRICAS PRELIMINARES

O funcionamento das economias capitalistas faz necessário a existência de um sistema de contratos monetários que reduza a incerteza que se deriva de decisões centralizadas. Nos processos de produção, existe um tempo, geralmente prolongado, entre a decisão de produzir e a efetivação desta decisão. Nesse longo período, é preciso assegurar o fornecimento contínuo dos bens e serviços intermediários, que permitem a realização dos bens finais. Para isso, é assinada uma série de contratos com fornecedores, mão-de-obra e agentes financiadores. Estes acordos estabelecem as condições para garantir os fluxos de recursos necessários à produção e circulação dos bens econômicos.

Os contratos são monetários, porque a moeda assume algumas funções (unidade de conta, poder liberatório e reserva de valor) que permitem adiar o pagamento dos fatores até o momento em que a produção se realiza. Assim, a moeda assegura a viabilidade do sistema contratual.

O valor da moeda deve ser estável, para cumprir os compromissos estabelecidos nos contratos. A estabilidade dos preços, necessária para a manutenção do poder aquisitivo da moeda, sustenta, portanto, um sistema contratual. Este sistema reduz a incerteza dos agentes quanto ao futuro, estimulando a atividade econômica.

A seguir, nesta Introdução, são discutidos alguns conceitos que ajudarão na análise dos estudos de caso realizados na dissertação. Assim, é caracterizado o fenômeno monetário a partir dos tipos, propriedades e funções da moeda. Posteriormente, estabelece-se a relação entre funções da moeda e crises monetárias, que originam indexadores (e "quase-moedas") como forma de salvaguardar o sistema de contratos.

Os contratos monetários são instituições legais, garantidas pelo Estado. É o Estado que define o padrão monetário e as regras para a conversão da moeda. É a qualidade institucional do gestor monetário, na busca da estabilidade dos preços, a que define a credibilidade dos agentes no regime monetário. O governo não apenas emite moeda senão que também tem que garantir que ela assuma todas as funções de dinheiro, isto é, que seja aceita socialmente nos termos dos contratos. Sayad (1991), sob um ponto-de-vista keynesiano tradicional, enumera três condições básicas para a estabilização dos preços e, portanto, para a manutenção do poder aquisitivo da moeda: 1) poder político organizado e eficaz, isto é, que consegue harmonizar os conflitos entre capital e trabalho; 2) salários nominais rígidos (não podem ser fixados arbitrariamente pelo governo); 3) regras estáveis para a conversão da moeda. Elas permitem que a moeda cumpra as funções de dinheiro, transformando-a num ativo plenamente líquido.<sup>1</sup> Dessa forma, o público a aceita como poder geral de compra.

---

<sup>1</sup> De acordo com Licha (1989: 12), "um ativo é líquido se é prontamente realizável a um preço estável. A confiança na realização supõe que não existem limitações no mercado desse ativo, no sentido de que o mercado absorverá o ativo a um preço estável".

O dinheiro bancário representa, em princípio, um crédito privado. Esta moeda não é, de acordo com Costa (abr./junho 1993), como as moedas-mercadoria, cuja produção depende de relações de produção. Ela depende de relações contábeis. É criada "quando o sistema bancário adquire ativos e registra seu próprio passivo monetário em troca. Esse processo contábil de multiplicação de 'moeda invisível' (pelo fato de não ter existência física) é chamado de **monetização do débito**". O autor a identifica como dinheiro escritural, porque corresponde ao débito e ao crédito, registrados nas contas correntes dos bancos e nos balanços de seus clientes. Mas este tipo de dinheiro pode ser usado como representante do equivalente geral, se garante a sua conversibilidade com respeito à moeda de curso legal. Esta garantia é dada pelo Estado.

Fraga Neto (1987:10) reconhece que "a base monetária é pré-determinada mas não é exógena, sendo estabelecida de forma dinâmica pela interação entre a demanda por moeda e a política monetária". Dito de outra forma, é a demanda a que determina a oferta de moeda, porém não o faz de maneira completa, permitindo uma interação com a política monetária.<sup>2</sup> De um lado, a autoridade monetária pode buscar o controle indireto da base monetária através do controle das reservas derivadas dos fluxos externos,<sup>3</sup> do controle do crédito e da taxa de

---

<sup>2</sup> Costa (abr./junho 1993) descreve duas concepções da endogeneidade da oferta monetária nos seguintes termos: a *visão acomodativa*, onde "a função de apoio ou suporte da autoridade monetária ao sistema financeiro sobrepuja a função de controle monetário; e a *estrutural*, em que as relações bancos-clientes ultrapassam as limitações colocadas pela política monetária contracionista, a curto prazo (com estrutura financeira dada), pela alteração da velocidade-renda da circulação da moeda, e a longo prazo (com novas relações institucionais) por inovações financeiras".

<sup>3</sup> Os fluxos externos dependem do saldo líquido entre as compras de moedas estrangeiras de exportadores e/ou tomadores de empréstimos externos e as vendas de reservas cambiais aos importadores e para resgate de dívida externa.

juros, que é o instrumento para as operações com títulos públicos. De outro lado, os agentes econômicos podem fugir do controle das reservas através da velocidade de circulação da moeda e das inovações financeiras.

A questão da estabilidade de preços é importante para analisar a aceitação, por parte do público, da moeda de curso legal, isto é, instituída e garantida pelo Estado. A aceitação é dada quando ela cumpre suas funções tradicionais. Hicks (1975: 33-34), numa discussão do uso de moeda como dinheiro, afirma que ela deve servir principalmente como meio de pagamento e unidade de medida. Desempenhando apenas uma dessas duas funções, a moeda é **dinheiro parcial**.<sup>4</sup> A função de reserva de valor, no entanto, não conferiria, por si só, a qualidade de dinheiro, uma vez que qualquer ativo (imóvel, carro, obra de arte, etc.) pode cumprir esta função, isto é, pode ser guardado para o futuro mantendo seu valor. Um ativo é reserva de valor porque preserva poder de compra, mas, no caso do dinheiro, ele é plenamente líquido pela ausência de custo de transação, isto é, passa da função de meio de pagamento a outras funções –reserva de valor, poder liberatório, etc.–, com custos de transação menores do que os custos derivados da troca direta de um ativo por outro.

A reserva de valor é função importante, no sentido da credibilidade dos agentes no sistema monetário vigente. Quando esta função começa a desaparecer (o valor real da moeda torna-se negativo, ou incerto, devido à instabilidade nos

---

<sup>4</sup> A diferença entre "moeda" e "dinheiro" é dada pelo desempenho das funções deste: todo dinheiro é moeda, mas nem toda moeda é dinheiro. Ela se transforma em dinheiro somente se goza de liquidez plena. O governo emite moeda, e não dinheiro. É a aceitação por parte do público que a transforma em dinheiro, e ela é aceita quando tem poder geral de compra (ver Costa, 1992: 40).

preços), o ativo monetário começa a perder sua qualidade de dinheiro (embora mantenha suas funções de unidade de conta e meio de pagamento). Nesse caso, o público começará a procurar um outro ativo que assegure o poder de compra no futuro, isto é, que funcione como reserva de valor. Do mesmo modo, o dinheiro somente serve como "medida de valor" se existe confiança na estabilidade dos preços. É a função de poder liberatório (através da garantia legal) a que determina a capacidade do dinheiro para saldar contratos.

Resumindo, numa economia de preços estáveis, a incerteza sobre o futuro faz da moeda oficial um ativo de ampla demanda, porque sua liquidez plena permite dar maior grau de segurança quanto ao futuro.<sup>5</sup> Ora, no caso de preços instáveis, a expectativa de perda do poder de compra pactuado quando houve a contratação não lhe permite funcionar como unidade contratual, sendo substituída por outro ativo monetário, de rendimento certo e positivo.

Hicks (1975) distingue entre dinheiro totalmente desenvolvido, enquanto cumpre as três funções clássicas (reserva de valor, unidade de medida e meio de pagamento) e diversos tipos de dinheiro parcial, que realizam uma ou duas destas funções mas não as três. Uma característica importante do "dinheiro parcial" quando assume a função "medida de valor" é o seu poder de *indexação*. De acordo com Sarno (s.d.: 6), indexação significa "que o padrão monetário, referência dos preços e contratos, é uma nova moeda (pelo menos para um número majoritário de transações), que não possui existência física, e cuja unidade está

---

<sup>5</sup> A liquidez plena é conferida pelas propriedades da moeda que, segundo aponta Keynes (1936, Cap. 17), são: a elasticidade-produção zero ou negligível e a elasticidade-substituição zero ou negligível, somadas ao custo de transação zero.

automaticamente defendida contra a desvalorização da 'moeda velha', segundo um índice de preços, uma cesta de bens que visa representar". Nesse sentido, pode-se mencionar, como exemplo de **dinheiro parcial**, o indexador oficial e a moeda estrangeira.

A "indexação" também pode ser realizada por moedas estrangeiras, por exemplo o dólar, quando há uma perda da função "unidade de conta" por parte da moeda legal. O processo de substituição requer que as principais transações sejam indexadas pela taxa de câmbio entre a moeda nacional e o dólar (ou outra divisa forte), mantendo, assim, o valor da divisa perante os preços de uma determinada cesta de bens.

Mesmo que seja através de moeda estrangeira, o importante é que a indexação é um mecanismo que busca preservar o valor real dos contratos. Nesse sentido, concorda-se com Frenkel (1990: 18) quando afirma que "medindo-se a evolução dos índices de preços, tenta-se calcular a perda de valor do dinheiro, de modo a permitir que se introduza esse fator na subscrição de um contrato monetário (...) esse cálculo é um paliativo, tanto menos eficaz quanto mais alta é a taxa de inflação". Mesmo assim, este mecanismo permite que a economia monetária continue funcionando por períodos mais ou menos longos "com taxas de inflação inconcebíveis para regimes dotados de maior estabilidade". Quando a instabilidade dos preços se mantém por períodos prolongados, a indexação pode tornar-se um mecanismo formalizado, onde o Estado, tentando preservar o sistema de contratos, garante o sistema de indexação.

Em economias instáveis, os agentes econômicos correm o risco de errar nas suas previsões de aumento dos preços. Se eles prevêm inflação moderada e se antecipam a seus efeitos, ao aumentar seus preços podem perder mercado para seus concorrentes. Também podem sofrer perdas se eles esperam estabilidade e acontece aumento de preços, por não se terem protegido contra esta eventualidade. Se a inflação, mesmo moderada, apresenta-se de forma permanente, a sociedade se esforça por atenuar seus efeitos, senão debelá-la, para evitar que ela modifique as instituições em vigência. O mesmo acontece com inflações violentas, de curta duração, antecedidas por longos períodos de estabilidade: haverá uma tentativa de anular seus efeitos voltando ao *status quo* anterior e protegendo as instituições. Mas, o que acontece quando a inflação, além de se tornar permanente, muda para um patamar mais elevado? Nesse caso, chega-se ao que Frenkel (1979) chamou de *regime de alta inflação*.

Num regime de alta inflação, produzem-se mudanças na economia, derivadas dos esforços por adaptar o sistema de contratos a uma realidade onde a inflação passa a fazer parte fundamental da atividade econômica, não se considerando apenas uma "eventualidade". Dessa maneira, surgem novas instituições voltadas a atender os efeitos do aumento elevado e constante dos preços, de modo a permitir que a economia continue funcionando, isto é, que os contratos sejam viáveis. A principal mudança corresponde à moeda de curso legal, que perde sua função de unidade-de-conta, sendo substituída por moedas específicas para diversos tipos de contratos. Isto acontece porque os agentes econômicos não aceitam assinar obrigações em moedas de comportamento instável. Qualquer tentativa por evitar a indexação dos contratos desestimulará o

uso dos mesmos ou levará à formulação de contratos ilegais, que em nada protegem aos agentes na sua atividade econômica.<sup>6</sup> Assim, podem surgir diversos tipos de moedas que representem cestas de bens que interessam aos vários setores da economia.

A multiplicidade de moedas indexadas ou quase-moedas convive de forma instável com o que Belluzzo e Almeida (1990) chamam de "falsa unidade monetária", que é a moeda de curso legal que deixou de cumprir sua função de unidade-de-conta. Esta convivência vai aos poucos limitando a gestão monetária em uma situação de crescente instabilidade, onde os referenciais tendem a desaparecer e a probabilidade de situações hiperinflacionárias torna-se maior. As fronteiras entre alta inflação e hiperinflação são dadas pela possibilidade de sobrevivência dos contratos nominais. Para Frenkel (1990: 18), os mecanismos de indexação deixam de funcionar convenientemente quando os períodos de validade dos contratos se fazem tão pequenos que surgem dificuldades de informação sobre preços, uma vez que é necessário um certo tempo para que esta informação fique disponível. A hiperinflação é o processo de "desaparição dos contratos nominais", que são substituídos por outras formas de contratos, geralmente em moedas

---

<sup>6</sup> Carvalho (1991: 36) afirma que "a renúncia a contratos prejudica a todos aqueles setores cujos compromissos se estendem ao futuro mais que imediato. Economias capitalistas modernas, em que a produção leva tempo para ser completada não sobrevivem à incerteza senão pela sustentação de um sistema de contratos futuros. Pela mesma razão, contratos realizados à margem ou mesmo em confronto à lei, que contemplem regras de indexação que tenham sido banidas, em pouco reduzem incertezas já que sua garantia pelo Estado se torna impossível".

estrangeiras. Por isso, Pereira e Ferrer (1991) avaliam que as hiperinflações sempre foram acompanhadas por dolarização.<sup>7</sup>

A relação entre hiperinflação e "dolarização" é descrita por Belluzzo e Almeida (1990: I, 6-7) como o resultado de uma desmonetização originada por crises inflacionárias agudas. A função de unidade de conta fica "cada vez mais limitada a mercados e a um público de menor informação e baixa capacidade de passar adiante a moeda em franca desvalorização". Do mesmo modo, o "sistema de preços dos ativos se dissolve porque o ativo que servia às avaliações da riqueza privada desaparece. A substituição por um outro ativo, como moeda estrangeira forte, corresponde à busca desesperada de proteção e de referência para a riqueza".

Depois das transações serem indexadas pela taxa de câmbio e passarem a ser realizadas diretamente em dólares, no momento do auge das hiperinflações, um terceiro fenômeno permite completar o processo de dolarização: o estoque real de dólares para transações domésticas supera o estoque real de moeda nacional.<sup>8</sup> Isto possibilita uma dolarização oficial da economia. Ora, quando a economia está comprometida com elevados pagamentos financeiros ao exterior, as reservas

---

<sup>7</sup> Neste ponto é conveniente ressaltar que existem dois processos que são chamados de "dolarização" mas que são qualitativamente diferentes. Um, que ocorre em economias muito abertas como a do Panamá, resume-se à indexação de preços e salários pela taxa de câmbio. Neste caso, a moeda serve apenas como meio de pagamento mas o padrão monetário é o dólar e não existe nenhuma margem para política monetária. O outro processo, que é analisado neste trabalho, é o da fuga da riqueza para as moedas estrangeiras "provocada pelo fato de os ativos domésticos não desempenharem adequadamente a função de reserva de valor que a moeda não mais é capaz de cumprir" (Franco, 1991: 139).

<sup>8</sup> Ver, a respeito, Pereira e Ferrer, 1991: 7.

internacionais tornam-se inelásticas às desvalorizações cambiais e ao manejo da taxa de juros interna, que não é capaz de estimular o ingresso de capitais no país. Assim, a possibilidade de dolarização oficial fica inviabilizada e outros caminhos devem ser procurados.<sup>9</sup>

Na visão de Belluzzo e Almeida (1990: I, 6-7), a dolarização termina sendo um desdobramento da crise que não leva a uma solução porque não tem capacidade de devolver a confiança num padrão monetário que deixou de funcionar. Para Frenkel (1990), a dolarização leva a uma situação em que a moeda nacional passa a ser usada apenas para pagamento de impostos e salários, perdendo significativamente sua importância e provocando um conflito distributivo, onde, de um lado, encontram-se as empresas com maior poder de mercado e, de outro, os assalariados e a máquina do Estado. Fica, assim, configurada uma situação de "descoordenação de um regime", juntamente com uma incipiente coordenação possibilitada pelo próprio processo de dolarização. Isto pode resultar na reconstrução da convenção de estabilidade e do sistema de moeda-de-conta única para o sistema contratual (após uma reforma monetária), sob uma nova distribuição da renda.

A discussão efetuada nesta Introdução parte da idéia de que a existência da moeda viabiliza um sistema de contratos que possibilita a coordenação da atividade econômica. A moeda que será usada em determinada economia

---

<sup>9</sup> Um processo alternativo à "dolarização" é o de "financeirização dos preços", chamado também de "dolarização branca" (por não fazer referência direta à moeda estrangeira), que corresponde ao critério de ajustes de preços de acordo com uma taxa de juros nominal esperada de curtíssimo prazo. Para uma discussão mais detalhada sobre este assunto, ver Belluzzo e Almeida (1990: I, 6-7).

dependerá, em parte, de sua aceitação pelos agentes econômicos e, em parte, do poder do Estado para garantir que cumpra as funções legais que lhe são inerentes.

Quando, devido a um processo inflacionário, a moeda de curso legal perde alguma de suas funções, os agentes procurarão substitutos (dinheiro parcial) que desenvolvam esta função até que a normalidade se reestabeleça. Se a anormalidade se aprofunda e prolonga no tempo, e outras funções deixam de ser devidamente exercidas pela moeda legal, os substitutos podem adquirir a forma de "quase-moeda" ou "moeda indexada". A indexação, que pode ser efetuada com garantia do Estado (ele se transforma em sancionador da criação da "moeda indexada"), leva a uma alteração na distribuição da renda, que favorece aos seus detentores ("moeda dos ricos") e desfavorece aos que só retêm a moeda oficial ("moeda dos pobres", desprotegida da inflação). Por sua vez, ela permite uma nova acomodação (provisória) do sistema de preços.

A superação da "fuga da moeda nacional" vai depender de que sejam solucionados os problemas que originaram e propagaram a instabilidade dos preços, que são diferentes segundo a economia de que se trate. Vamos, nos próximos capítulos, examinar as semelhanças e as diferenças entre os casos brasileiro de indexação e argentino de dolarização, no período anterior aos anos 90.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Os anos 90 não serão abordados nesta dissertação porque os dois processos começam a dar sinais claros de mudança qualitativa; é o fim da dolarização informal na Argentina (com a Lei de Livre Conversibilidade de 1991) e da indexação brasileira (com a adoção de uma série de indexadores oficiais para as diversas atividades econômicas).

Partimos da hipótese que essas reflexões sobre a teoria monetária são generalizáveis. Mas, para aplicarmos a teoria, são necessárias considerações históricas a respeito das especificidades institucionais dos dois casos. Só com essas mediações podem ser propostas políticas econômicas contextualizadas. Entende-se, com este método, por que se adotou a conversibilidade monetária ao dólar no caso da Argentina, e a dolarização programada, no caso do Brasil, como forma de superar, respectivamente, a dolarização e a indexação.

# CAPÍTULO 1

## INDEXAÇÃO: O CASO BRASILEIRO

Neste capítulo são descritos os acontecimentos que se sucederam antes e durante o processo de indexação brasileiro. A descrição gira em torno de algumas hipóteses significativas para a comparação com o caso argentino, efetuada no Capítulo 3.

Na primeira parte, são levantados alguns pontos relevantes dos antecedentes do processo de indexação. Posteriormente, discute-se como surge e se generaliza o uso da "moeda indexada", como uma maneira de contornar a crise fiscal e a fuga da moeda nacional, iniciadas na década de 70, e os efeitos perversos desta alternativa sobre os preços. Depois, são avaliados os planos de estabilização adotados, nos anos 80, para tentar estabilizar a economia (os chamados "planos heterodoxos"). A seguir, descrevem-se os mecanismos de defesa para evitar a hiperinflação que ameaçou a economia brasileira nos últimos anos da década de 80. Por último, discute-se o fim do processo de indexação, quando se torna ineficiente a "moeda indexada", usada até o momento, e começa a ser substituída por um novo sistema de indexação.

## 1.1 Antecedentes do Processo de Indexação

A partir dos anos 50, o processo de industrialização brasileiro –e, mais especificamente, a instalação da indústria pesada– promoveu o aumento da demanda por crédito, demanda esta que não poderia ser satisfeita pelo precário sistema financeiro existente à época. Para superar este hiato, as empresas do comércio e da indústria se articularam organizando companhias de crédito e financiamento –as financeiras– que operavam com letras de câmbio a prazos mais dilatados do que os bancos comerciais, ofereciam rentabilidade antecipada aos aplicadores e permitiam maior agilidade nos empréstimos.

O novo governo que se instalou em 1964 colocou como prioridade a redução da taxa de inflação, situada naquela época em torno de 44,0% (ver Tabela 1, em anexo). As autoridades econômicas procuraram debelar as causas da inflação neutralizando a proliferação das letras de câmbio, que foram consideradas a principal causa por serem vendidas com deságio (correção pré-fixada).<sup>1</sup> Assim, nesse ano, foram criadas as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs) para concorrer com as letras de câmbio. Desta maneira, pretendia-se substituir o deságio das letras pela correção monetária pós-fixada. Se, de um lado, os novos títulos mostravam-se mais rentáveis por serem pós-fixados num contexto de

---

<sup>1</sup> De acordo com Almeida (1985: 73), as autoridades argumentavam que o deságio era inflacionário porque antecipava a expectativa de alta da taxa de inflação futura –Mário H. Simonsen e Octávio Bulhões defenderiam esta posição.

inflação crescente<sup>2</sup> e por gozar de incentivos fiscais, do outro, os prazos de resgate (três anos) desestimulavam seu uso, porque estes prazos eram longos demais para o tipo de aplicação requerido numa economia instável. É por isso que termina vigorando no Brasil um sistema misto de indexação que combina a correção pré-fixada com a pós-fixada.<sup>3</sup>

O sucesso do Plano de Estabilização (PAEG) implementado nesse período fez desnecessário o uso dos novos títulos como arma de combate à inflação, cabendo a eles apenas fortalecer o inexpressivo mercado de títulos, para financiar os déficits do tesouro. Todavia, com a concorrência das letras de câmbio, o governo não conseguiu transformar as ORTNs num instrumento financeiro adequado para captar "poupanças voluntárias", que serviriam para evitar a excessiva emissão monetária como meio de financiamento do déficit público. A correção monetária era usada apenas nos depósitos de poupança e em alguns fundos de poupança compulsória (tais como FGTS, PIS e PASEP). Mesmo assim, ficava estabelecido o contrato financeiro indexado, que **permitia o cálculo e recolhimento dos impostos em bases reais**. Entretanto, este sistema não era neutro em relação ao processo de distribuição de renda, uma vez que apenas os capitalistas-rentistas e o Estado se protegiam da inflação através deste instrumento de indexação, sendo que os assalariados tinham somente correção parcial dos seus

---

<sup>2</sup> Com o princípio da correção monetária *a posteriori*, o governo se obrigava a pagar uma remuneração anual que variava entre 4% e 8%. Este contrato era ajustado em termos reais anual ou trimestralmente, em forma automática, a partir de uma dada medida de inflação (Silva, 1985: 16).

<sup>3</sup> A respeito, ver Almeida, 1985.

rendimentos.<sup>4</sup> A taxa de juros não era elevada porque existia captação financeira interna, principalmente através de títulos emitidos pelo Sistema Financeiro Privado, que cubriam a necessidade fiscal do setor público. Estes recursos, juntamente com os depósitos à vista e os recursos externos – numa situação de disponibilidade de liquidez internacional com juros baixos –, eram suficientes para financiar a atividade privada. Por sua vez, a taxa de câmbio era estável e a inflação mantinha-se em patamares "aceitáveis", não havendo razão para praticar uma política de juros altos.

Entre as fontes de financiamento para o desenvolvimento da economia, o setor externo foi adquirindo importância, devido a uma série de condições favoráveis, principalmente à já mencionada disponibilidade de liquidez internacional e às medidas promovidas pelo governo visando uma maior integração do mercado financeiro nacional com o externo.<sup>5</sup> O setor externo foi fundamental no desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro nos anos 70, quando, como será visto, as condições de liquidez internacional se reverteram. Nesse momento, a dívida externa transformava-se em um ingrediente essencial do desenvolvimento econômico, levando a uma "subordinação da política monetária às contas cambiais".<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> Os salários eram reajustados incorporando parte da inflação passada e parte da prevista para o futuro, ou seja, por um indexador parcial. Como esta previsão sempre era inferior à que se registrava posteriormente, os salários perdiam constantemente seu valor em relação aos ativos financeiros.

<sup>5</sup> A Resolução 63 do Banco Central do ano 1967 permitiu que, por primeira vez, o setor financeiro privado pudesse efetuar contratos em moeda estrangeira, com a aprovação prévia do Banco Central. As empresas multinacionais já vinham tendo acesso ao mercado internacional graças à Lei nº. 4.131 de 1962 (a respeito, ver os trabalhos de Silva, 1979; Baer, 1986; Cruz, 1983 e Cavalcanti, 1988).

<sup>6</sup> Rego (1991) faz uma análise deste processo.

Os efeitos do endividamento externo só não foram maiores porque o governo decidiu fazer uso do mercado de títulos públicos para financiar o setor público. Em 1970, foram criadas as Letras do Tesouro Nacional (LTN), prefixadas, que permitiram o surgimento do mercado aberto. Brandão (1989: 48) ressalta a importância do crescimento da dívida pública mobiliária para o aumento, a partir de 1969-70, da "poupança financeira". Nesse sentido, o autor afirma que "a colocação dos títulos da dívida pública, de forma organizada, para fins fiscais e monetários, foi o que permitiu nascer o nosso atual grande mercado financeiro, provocando uma verdadeira revolução em termos de sua modernização".<sup>7</sup> Sem se julgar o mérito desta afirmação, o certo é que o mercado de títulos públicos deu, durante algum tempo, uma folga ao Estado, ao permitir que ele exercesse sua gestão monetária perante as condições desfavoráveis que apresentava o setor externo na segunda metade dos anos 70.

A Primeira Crise do Petróleo, em 1973, encontrou o Brasil com um sistema financeiro suficientemente desenvolvido para manter a rentabilidade real das aplicações, na contramarcha do que acontecia nas economias centrais, onde a crise provocou perdas de capital. Mas não foi possível evitar a mudança de patamar inflacionário ocorrida em 1975, que demandou a reestruturação do mercado de títulos públicos, a fim de sustentar as condições de ganho de capital.

---

<sup>7</sup> Esta modernização era identificada com a linha de desenvolvimento financeiro traçada pelos Estados Unidos, onde, segundo explica Ribeiro (1986: 55), "progressivamente era diluída a linha divisória entre o conceito tradicional de moeda e outros tipos de ativos financeiros".

Para que a economia do país continuasse a crescer era necessário manter elevado o nível dos investimentos, atacando por dois flancos: dando mecanismos defensivos às empresas instaladas no Brasil para se protegerem contra a inflação e mantendo o nível de investimento estrangeiro no país. Para atender estas duas finalidades, o caminho seguido foi desenhar uma política de juros nominais elevados a curto prazo (taxas reais positivas ex-ante), que, estimava-se, não prejudicaria o investimento de longo tempo de maturação, uma vez que as empresas encontravam-se em situação de baixo endividamento e/ou capitalizadas. Com isso, seriam atraídas tanto as empresas instaladas no Brasil, que não estavam dispostas a verem seus recursos ociosos serem devorados pela inflação, como também os capitais estrangeiros.

Mas a política de juros altos foi mantida, e isto trouxe sérios problemas no final da década de 70, que se aprofundaram durante toda a década de 80. A dívida pública interna aumentou perigosamente pela generalização do uso dos títulos públicos como "moeda indexada".

## 1.2 A "Moeda Indexada"

No final da década de 1970, o mecanismo de defesa contra o processo inflacionário sedimentou uma forma particular de **dinheiro parcial** no Brasil: a "moeda indexada".<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Para uma discussão exaustiva sobre este assunto consultar os trabalhos de Barros (1990) e Rêgo (1991).

Em 1979, a alta dos juros internacionais *-prime rate e libor-* e o "Segundo Choque do Petróleo" provocaram uma grave crise cambial do Balanço de Pagamentos, devido à dificuldade de refinanciamento internacional, originada da política monetária apertada do FED americano. As máximas desvalorizações de dezembro de 1979 e de fevereiro de 1983, somadas à escassez de produtos agrícolas de 1983, mudaram o patamar da inflação interna. Para preservar o sistema de contratos e evitar que a inflação levasse à fuga de capitais, à dolarização da economia e à corrida para os bens de consumo e as aplicações especulativas, o governo manteve indexada a economia (apesar de manipular algumas vezes os indexadores), dando garantias e rentabilidade para o capital financeiro. Desta maneira, as aplicações de curto prazo, lastreadas em ORTN, passaram a cumprir a função tradicional do dinheiro de reserva de valor, transformando-se em "moeda indexada", e o indexador oficial (ORTN) passou a atuar como unidade-de-conta.

Enquanto a "moeda indexada" assumia algumas das funções de "quase-moeda", a "oficial" restringia suas funções a apenas uma: meio de pagamento. Ela continuava funcionando parcialmente como dinheiro (por seu poder liberatório e de meio de pagamento),<sup>9</sup> mas, na prática, a situação de instabilidade fez com que o público fugisse da retenção "ociosa" de moeda de curso legal e se refugiasse na "moeda indexada" por motivo precaucional e/ou especulativo. Assim, a oferta de moeda tornou-se totalmente endógena –determinada pela demanda, ou seja, pelas conversões da "quase-moeda" em moeda. Seu principal lastro eram os títulos públicos, que possuíam liquidez plena, garantida pelo sistema de recompra

---

<sup>9</sup> A diferença entre "moeda" e "dinheiro" é discutida nas considerações preliminares do presente trabalho.

adotado pelo Banco Central. Através deste sistema, o BACEN comprometeu-se a recomprar diariamente, ao fim do dia, os títulos públicos dos intermediários financeiros (*oversold*) que não conseguiam financiar suas carteiras. Desta maneira, desaparecia o risco, a liquidez tornava-se instantânea e o preço da liquidez era nulo.

A moeda indexada, porém, não desenvolveu todas as funções de uma moeda de curso legal, sendo necessário manter o cruzeiro com algumas funções. Mas não se pode negar a importância que ela teve do ponto de vista quantitativo, considerando a diminuta base monetária existente desde então. A generalização do seu uso fez com que, nos anos 80, os títulos públicos deixassem "de servir ao setor público para passarem a lastrear a moeda indexada" (Belluzzo e Almeida, 1990: 6); isto é, eles não cumpriram apenas sua função inicial de financiar o setor público mas serviram também como garantia à rentabilidade da moeda indexada. Segundo Costa (1990: 92), caracterizou-se, assim, uma preferência pela "quase-moeda indexada", como reserva de valor, cumprindo a indexação também a função de medida de valor.<sup>10</sup>

Resumindo, o sistema de indexação brasileiro teve vantagens e desvantagens. Ele funcionou como um mecanismo parcialmente eficiente de viabilização de contratos a longo prazo (no SFH e no endividamento público) e de

---

<sup>10</sup> Costa (1990: 104), fazendo referência aos tipos de moeda que vigoraram no Brasil nos anos 80, diz que haveria "uma quase-moeda indexada, para cumprir a função de reserva de valor, e um indexador oficial, para atender a função de medida de valor. Há também um referencial de juro real para sustentar a 'moeda comercial', ou seja, o crédito na venda a prazo. Só não se fez ainda uma experiência com 'moeda indexada' como meio de pagamento legal. O raciocínio é que estas substitutas da moeda corrente evitam ou, pelo menos, criam 'obstáculos' para a fuga em direção à moeda estrangeira".

manutenção das finanças públicas em bases reais; sincronizou preços relativos; foi fator amortecedor das expectativas inflacionárias; e evitou uma economia paralela fora do controle governamental. As moedas substitutas freado evitado a hiperinflação aberta, com a conseqüente fuga para o consumo, os estoques especulativos, o mercado paralelo de moeda estrangeira e o exterior.<sup>11</sup> Nesse sentido, a moeda indexada fez possível que a moeda, em seu conceito mais amplo (M4), se mantivesse relativamente estável. Mas o sistema de indexação pode ser também considerado oneroso socialmente. Foi fator concentrador de renda, prejudicando as classes e/ou os setores que não conseguiram indexar seus rendimentos. Preços competitivos deixaram de refletir a "lei de mercado" (oferta e demanda). Constituiu um mecanismo de propagação inflacionária, "amarrando" os preços relativos a choques de preços por imprevistos. Colocou uma rigidez para baixo na inflação. Preservou "regras do jogo" ao custo da perpetuação das causas estruturais da inflação. O débito indexado elevou o risco da fragilização financeira e provocou a fuga do crédito com correção monetária. Estimulou, também, a desmonetização da economia brasileira.

### 1.3 A Crise Fiscal

A partir dos anos 70, a fase de expansão da economia brasileira se viu seriamente ameaçada pelo início de uma profunda crise fiscal do Estado, que

---

<sup>11</sup> Pereira e Ferrer (1991: 4 e 8) contam que, às vésperas do Plano Collor (em março de 1990), "o estoque de ativos financeiros denominados em moeda nacional (M4) equivalia a US\$110 bilhões, correspondentes a vinte e nove por cento de um PIB estimado em US\$365 bilhões". Por sua vez, M1 caiu de dezessete por cento do PIB, em inícios dos anos 70, para dois por cento, em 1989.

acometeu também vários países latinoamericanos.<sup>12</sup> Os principais ingredientes desta crise foram o déficit público persistente, causado principalmente pela estatização da dívida externa, e o encurtamento dos prazos da dívida pública interna que, juntamente com as altas taxas de juros em sua "rolagem", agravaram ainda mais o endividamento interno.

Nos anos 80, a crise fiscal alcançou tal magnitude que progressivamente foi imobilizando a capacidade de atuação do Estado. As suas fontes de financiamento mudavam à medida que iam se esgotando.

De acordo com Pereira (1992: 25), num primeiro momento, as exportações de produtos primários desenvolveram um papel relevante como fonte de financiamento (como aconteceu na maioria dos países latinoamericanos), mas quando as rendas dos exportadores se viram reduzidas e até desapareceram, o Estado teve que procurar fontes alternativas de financiamento, tais como os excedentes dos fundos de previdência social e os fundos para-fiscais com destino específico. Quando essas fontes se evidenciaram insuficientes, foram complementadas com o endividamento externo, facilitado por uma conjuntura internacional favorável. Com o fim dos empréstimos voluntários do mercado internacional, os efeitos perversos deste mecanismo de endividamento vieram à tona complicando ainda mais o quadro de financiamento do Estado. Nesse

---

<sup>12</sup> De acordo com Pereira (1992: 18-19), "o conceito de crise fiscal do Estado deve ser claramente distinguido da mera indisciplina fiscal e do correspondente déficit público. Trata-se de um problema estrutural, e não de um simples problema conjuntural. Déficits públicos persistentes tendem naturalmente a levar a uma crise fiscal, mas uma vez que esta se define, passamos a ter um problema muito mais grave do que a ocorrência de um mero déficit público".

momento, o governo teve que recorrer ao endividamento interno, que se constituiu na principal fonte de financiamento.<sup>13</sup>

Em 1975, teve início o processo de estatização da dívida externa provocado por dois motivos: a transferência para o Banco Central de grande parte da dívida contraída pelo setor privado, e a crescente participação do setor público, mais especificamente das empresas estatais, na obtenção de empréstimos, associada à diminuição da participação do setor privado.<sup>14</sup> Segundo Cruz (1983: 69), as medidas adotadas pelo governo estimularam o aprofundamento da dívida: o estímulo à captação privada foi efetuado a partir de políticas cambial e monetária, garantindo um diferencial no custo do dinheiro para os tomadores domésticos. Instituiu-se também, a partir da Resolução 432, o *hedge* cambial, concedendo às empresas não-financeiras o direito de efetuar depósitos em moeda estrangeira no Banco Central, reduzindo, assim, o risco cambial. Com as restrições ao crédito interno, as empresas estatais voltaram-se para os recursos externos como forma de assegurar o prosseguimento de seus programas de inversão.

Com a volta da liquidez no mercado de euromonedas (em 1976),<sup>15</sup> e uma situação interna favorável, a política de endividamento procurou fazer frente ao custo da dívida externa, dando início à fase "financeira" da tomada de recursos.

---

<sup>13</sup> Pereira (1992) chama a atenção ao fato do imposto de renda representar uma fração insignificante em todo esse processo.

<sup>14</sup> Cavalcanti (1988: 26) atribui a redução da demanda privada por crédito à desaceleração da taxa de crescimento do produto e à redução de investimentos privados.

<sup>15</sup> A nova fase de expansão da liquidez internacional foi provocada pelo aumento no déficit do balanço de pagamentos dos Estados Unidos.

Cavalcanti (1988: 26-7) mostra como os indicadores externos se veram afetados principalmente por três fatores: "as despesas com amortizações passaram a absorver parcela crescente do ingresso de capitais a cada ano", cresceu o estoque da dívida, e elevou-se a participação das taxas de juros internacionais no déficit em conta corrente.

Em 1979, intensificaram-se os determinantes da estatização da dívida externa. Os agentes privados encontravam-se cada vez menos dispostos a tomar recursos externos, enquanto o governo estimulava a captação privada. As taxas de juros internacionais aumentaram violentamente. As desvalorizações cambiais tornaram-se mais elevadas e os depósitos efetuados através da Resolução 432 se aceleraram, fazendo com que o setor privado transferisse para o Banco Central grande parte de sua dívida externa.<sup>16</sup> Esse descompasso entre a oferta e a demanda de recursos para o refinanciamento da dívida externa –que levaria à expansão da base monetária, caso não se adotassem medidas contracionistas– e os encargos assumidos pelo Banco Central para tal refinanciamento conduziu o processo de estatização da dívida externa brasileira, o que, noutras palavras, significa a substituição da dívida externa por dívida interna.

---

<sup>16</sup> Tudo isto aconteceu num marco de dificuldades internacionais, onde a Segunda Crise do Petróleo provocou o aumento das incertezas no mercado de eurodólares. De acordo com Cavalcanti (1988: 23), nos primeiros anos da década de 80, "o balanço de pagamentos americano passa a registrar superávits em conta corrente e significativa redução dos déficits globais, o que restringiu a expansão da liquidez internacional". Por sua vez, alguns bancos importantes entraram em colapso devido a operações cambiais com fins especulativos, provocando uma crise de confiança. "Nessas condições, houve uma natural retração do volume de operações de empréstimo, com a contração dos prazos e a elevação dos *spreads*".

O mecanismo de depósito de moeda estrangeira no Banco Central foi utilizado, num primeiro momento, como instrumento de contração da base monetária e de fonte de recursos não-monetários.<sup>17</sup> Em dezembro de 1982, promoveu-se uma reestruturação da dívida externa que intensificou ainda mais a crise fiscal do Estado. Assim, criou-se o Aviso MF-30, como instrumento para antecipar recursos aos órgãos públicos que precisaram liquidar débitos em moeda estrangeira e não conseguiam obtê-la no exterior. Esses empréstimos (chamados de "empréstimos-ponte") seriam efetuados pelo Banco do Brasil e devolvidos através de operações de *relending* ou usando os depósitos, que não fossem demandados pelos bancos credores, na condição de mutuário final do Banco Central. Como mutuário final, o Banco Central assumia também os encargos de juros e amortizações desses depósitos.

Como as entidades públicas não conseguiam gerar superávits orçamentários suficientes para cumprir seus compromissos externos, faziam uso cada vez maior dos empréstimos-ponte. Isto significou uma demanda superior à disponibilidade de recursos no Banco Central para o refinanciamento da dívida externa. Para cumprir com o pagamento da dívida pública externa, o Banco

---

<sup>17</sup> Cavalcanti (1988: 58) afirma que "o Banco Central utilizou parcela substancial dos recursos em cruzeiros depositados através da Resolução no. 432 para constituir a sua carteira de títulos públicos, a qual permitiu reduzir, inicialmente, a necessidade de colocação de títulos públicos junto aos tomadores privados, enquanto lograva transferir para o Tesouro Nacional uma parcela substancial dos encargos assumidos com os depósitos registrados em moeda estrangeira".

Central precisava expandir seu endividamento interno e o fez através da colocação de títulos públicos.<sup>18</sup>

Cavalcanti (1988: 56) mostra que quanto mais contracionista a política monetária maior a substituição de dívida externa por dívida interna. Assim, a transferência de recursos ao exterior teria sido o principal fator de estatização da dívida externa. Esta, por sua vez, transformou-se em elemento perturbador da estabilização econômica, uma vez que exercia pressão sobre a taxa de juros interna devido à necessidade de crédito interno. Como o setor público era o principal devedor no mercado interno, isto se refletia no aumento do déficit público, somado ao fato de ter sido implementada uma correção monetária total, que elevou dramaticamente a taxa de financiamento da dívida mobiliária.

Seguindo o raciocínio heterodoxo, Cavalcanti (1980) explica como o Brasil chegou a esta situação de endividamento a partir de uma cenário externo desfavorável e de políticas compensatórias inadequadas. Para poder fazer frente à transferência de recursos para o exterior, o setor público teve que recorrer constantemente ao setor financeiro doméstico. Por sua vez, foi implementada uma política monetária contracionista. Para conseguir se financiar sem recorrer à expansão da base monetária, as autoridades aumentaram a taxa de rentabilidade dos títulos públicos. Isto teve como consequência a elevação dos encargos da dívida mobiliária do Estado. Pior ainda, como os títulos privados deviam oferecer

---

<sup>18</sup> Por sua vez, o FMI impôs como condição para o reescalonamento das amortizações do principal devidas no período 1983-86 o envolvimento formal do Banco Central dos países devedores. A negociação não era feita diretamente com os bancos credores, senão através do Banco Central, que assumia "os compromissos relacionados ao dinheiro novo e às amortizações reescaladas, para que fossem, posteriormente, repassadas internamente" (Cavalcanti, 1988: 49).

rentabilidade superior aos dos públicos, para compensar o maior risco, as taxas de juros no mercado aberto ficaram mais elevadas. Com a inflação subindo, a indexação garantia a sua recomposição integral sem a devida ampliação dos prazos de maturidade desses títulos. Este movimento de recursos do setor financeiro doméstico para o governo, efetuado a partir tanto dos títulos públicos quanto da centralização da dívida externa (pela Resolução no. 432), e deste para o exterior, teria alimentado o estoque da dívida interna.

Costa (1986: 57) sintetiza este processo de endividamento, que chama de "ciranda financeira", como completando um "círculo vicioso", onde há primeiro uma tentativa de pagar o serviço da dívida externa com recursos vindos de fora.<sup>19</sup> Por sua vez, emitiram-se títulos da dívida pública para contrair, via mercado aberto, a expansão monetária derivada da conversão de dólares em moeda nacional. Isto levou ao aumento da dívida pública interna e estimulou o ganho fácil no *open*. Com a elevação dos juros domésticos para atrair recursos externos, elevaram-se os custos financeiros das empresas endividadas que eram repassados para seus preços, com reflexos na taxa de inflação. Para atacar este problema, implementaram-se políticas de estabilização, que visavam contrair ainda mais a base monetária, desencadeando um novo processo de instabilidade.

---

<sup>19</sup> Em efeito, até 1982, o pagamento dos juros internacionais foi financiado através de novos empréstimos externos, evitando, desta forma, pressionar o mercado monetário interno. Quando isto não foi mais possível, procurou-se atrair capitais mediante o aumento do diferencial entre taxa de juros interna e externa.

#### 1.4 As Tentativas de Estabilização

Os diagnósticos oficiais da inflação brasileira dos anos 80 foram variados, conforme mudavam as equipes econômicas dos governos. Os quatro ingredientes básicos da inflação (demanda, custos, inércia, expectativas) foram dosados de acordo com o momento histórico e a linha teórica dos responsáveis pela elaboração de políticas econômicas. Quando se presumia que o principal ingrediente era o aquecimento da demanda, a terapia passava pelo aumento dos juros e a restrição ao crédito. Quando se estimava um aumento nos custos, tentava-se incrementar a produção diminuindo a capacidade ociosa. No caso de diagnóstico de inflação inercial, ou seja, quando se considerava que os preços aumentavam simplesmente para realinhar-se com outros que aumentaram no passado, a solução passava ou pelo congelamento dos preços e salários na "média real" ou pela indexação total da economia. Finalmente, se o principal componente era dado pelas expectativas negativas (desindexações abruptas, desvalorizações cambiais, alterações dos juros de referência, etc.), o governo tentava acalmar os agentes fazendo uso do discurso, onde geralmente prometia não implementar medidas de choque. O importante é que as diversas teorias não se mostraram efetivas na prática.<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> Segundo Carvalho (1991: 32), "na década dos 80, praticamente todas as formas de estabilização foram tentadas em algum grau, ainda que analistas mais rigorosos possam argumentar que nenhum plano coerente tenha sido realmente implementado por tempo suficiente para que esta eficácia pudesse ter sido realmente posta em teste. Isto é, provavelmente, verdade em seus próprios termos. No entanto, não se deve esquecer que planos de estabilização teóricos são formulados para condições políticas e sociais ideais que nunca são encontradas na realidade concreta das nações. Planos de estabilização cujo sucesso dependesse da transformação de economias concretas em assépticos laboratórios de pesquisa, livres de perturbações políticas ou de outra ordem, não passariam de mera curiosidade acadêmica".

Com o fim do governo militar e suas equipes econômicas ortodoxas, em 1985 começaram a vingar no Brasil as idéias heterodoxas, como crescimento econômico conjuntamente com congelamento de preços. Postulava-se que, num sistema de indexação como o brasileiro, a rigidez dos preços relativos exacerbava os efeitos dos choques externos de preços, mudando o patamar da inflação e reduzindo a margem de manobras políticas para combater os aumentos generalizados (ver Barros, 1985: 43).

A existência da moeda indexada não se mostrou eficiente na defesa contra a inflação; muito pelo contrário, os preços alcançaram um patamar de aproximadamente 150% a.a. durante 1980-1985 (Tabela 1, em anexo), **sugerindo um forte componente inercial**. Este diagnóstico era sustentado por autores voltados aos estudos de inflação inercial.<sup>21</sup>

O ponto de partida deste enfoque era, de acordo com Pereira e Nakano (1986: 133-34), a convivência de inflação com recessão (estagflação), onde existiriam **fatores aceleradores** (choques de demanda ou de oferta) e **fatores mantenedores** (tendência ou componente inercial) da inflação. A heterodoxia defenderia a inversão da tradicional causalidade monetarista de quantidade de moeda aos preços. Isto significa que o fator sancionador da inflação seria o crédito excessivo ou a expansão monetária. Schwartz (1989: 152) possui outra visão: "surtos de crédito ou saltos no déficit público seriam, no máximo, exemplos

---

<sup>21</sup> Lara-Resende, Francisco Lopes, Bacha, Arida, Bresser Pereira, Nakano e Adroaldo Silva, entre outros, estavam trabalhando no desenvolvimento da teoria inercialista.

de choques inflacionários, mas não elementos explicativos da tendência e, portanto, da rigidez dos preços à baixa".<sup>22</sup>

Com este diagnóstico, entre 1986 e 1990, **houve algumas tentativas de desindexação da economia que não chegaram a ser exitosas.** A tentativa mais importante foi efetuada em 28 de fevereiro de 1986, escolhido como o dia "D" em que os preços ficaram congelados. Desta maneira, evitou-se tomar medidas recessivas, como as que receitaria a linha ortodoxa, permitindo manter o crescimento econômico. A expansão da economia reduziria os custos e aumentaria a renda, neutralizando os conflitos distributivos e estabilizando os preços.

O principal motivo para o fracasso das políticas heterodoxas, de acordo com Pereira e Nakano (1991: 6) e Pereira e Ferrer (1991), foi a impossibilidade do governo brasileiro de conseguir superávit fiscal, que fez com que o Estado perdesse sua capacidade de investir e promover o desenvolvimento como forma de sustentar as condições de estabilidade.

Se bem que a inflação não foi reduzida, tampouco parece ter sido favorecida pelos choques heterodoxos. Isto é o que argumenta Montoro (1992) num estudo sobre o comportamento dos preços no Brasil entre 1986-1992. Nele

---

<sup>22</sup> Pereira e Nakano (1986: 132-134) explicam que a teoria da inflação inercial faz parte da teoria mais ampla de inflação estrutural, sendo considerado o terceiro momento paradigmático do desenvolvimento da teoria estruturalista. O primeiro momento, composto pelos estudos dos economistas cepalinos, põe ênfase nos pontos de estrangulamento da oferta e nos efeitos propagadores da inflação. O segundo momento é marcado pela publicação de Ignácio Rangel, *A Inflação Brasileira*, onde o que interessa é o caráter endôgeno da oferta de moeda, a inflação como defesa diante da insuficiência de demanda e o conceito de preços administrados.

mostra que a inflação não mudou seu comportamento apesar dos diversos congelamentos e descongelamentos, mantendo um crescimento constante e linear.<sup>23</sup> Houve, sim, como afirmam Belluzzo e Almeida (1990: IV, 8), um aumento na onda de desconfiança gerada pela tentativa de monetizar a dívida pública, para reduzir o déficit financeiro do setor público, e de rebaixar as taxas de juros, para guiar as expectativas de preços. Isto teria levado à reafirmação da procura por moeda indexada e a abandonar os projetos de estabilização, voltando a aumentar as taxas de juros. Desta maneira, houve uma tendência permanente ao aumento dos encargos financeiros nos orçamentos públicos e ao conseqüente crescimento da dívida pública.

Durante toda a década de 80, produziu-se um aumento constante da taxa inflacionária. Os problemas estruturais se aprofundaram, levando a um estado pré-hiperinflacionário.

### 1.5 Mecanismos Defensivos da Hiperinflação

As políticas de estabilização no Brasil têm utilizado três instrumentos – as políticas monetária, financeira e cambial– limitados pela própria inter-relação existente entre os mesmos e pelo mecanismo de indexação.<sup>24</sup>

---

<sup>23</sup> A hipótese é demonstrada usando regressão linear, que deu como resultado um crescimento crescente e linear da inflação após os variados choques, que não alterou a dinâmica dos preços. Segundo este trabalho, não existiriam provas estatísticas de mudança no padrão de aceleração inflacionária no Brasil.

<sup>24</sup> A política fiscal foi usada com limitações políticas no combate das causas estruturais da inflação, sendo delegada a papéis secundários nos diversos programas de estabilização adotados.

A existência de três orçamentos, monetário, das estatais e do tesouro, até a Constituição de 1988, dificultou, segundo afirma Fraga Neto (1987: 8), a separação entre as políticas monetária e financeira. Assim, por exemplo, observou-se o caso do Banco Central fornecer recursos para programas de gastos e subsídios implementados pelo Banco do Brasil, tendo este Banco, portanto, acesso à emissão monetária.

Por sua vez, câmbio e juros em condições de crise externa se combinam, sendo que o câmbio define o valor em moeda nacional de uma venda no exterior e os juros indicam o ganho financeiro que se pode obter dessa venda (Belluzzo e Almeida, 1990: III, 6). Na década de 80, o Brasil adotou uma política cambial atrelada à política monetária para evitar que o dólar se transformasse em indexador da economia e, deste modo, limitasse as funções da autoridade monetária.

A complexa inter-relação entre as políticas monetária, financeira e cambial e o mecanismo de indexação brasileiro tem servido, ao mesmo tempo, tanto como propagadora das taxas de inflação, quanto como mecanismo controlador da hiperinflação. Esta dependência dos três instrumentos tem levado a tentativas cada vez mais complicadas de estabilização.

### 1.5.1 Política Monetária

Fraga Neto (1987: 22) aponta três grandes problemas na condução da política monetária no Brasil: 1) o descontrole orçamentário do Estado, 2) a ineficácia das taxas de juros numa economia altamente inflacionária, e 3) as incertezas provocadas pelas inovações financeiras.

O primeiro é um problema derivado da conjunção de políticas fiscais insuficientes e indisciplina nos gastos do governo.

A ineficácia das taxas de juros se deriva do ambiente inflacionário. "A taxa de juros relevante para a demanda por moeda é a nominal, que incorpora uma expectativa de inflação. A partir de um certo nível de inflação, a demanda por moeda torna-se menos elástica com relação à taxa de juros" (Fraga Neto, 1987: 16), porque se esgotam as possibilidades de economizar moeda, levando à necessidade de aumentar cada vez mais os juros para obter a mesma quantidade de moeda. Em outro trabalho, Fraga Neto (1988: 78-79) reafirma a inoperância da taxa de juros no Brasil argumentando que não é possível simplesmente abaixar os juros para estimular o investimento, porque o processo inflacionário pode adotar características de excesso de demanda, prejudicando ainda mais a estabilização. Além do mais, acrescentam Belluzzo e Almeida (1990: IV, 7), os mercados de risco sinalizam a fixação da taxa de juros de curtíssimo prazo no nível necessário para preservar o valor esperado da moeda indexada. Noutras palavras, caso se mantenha baixa a taxa de juros haverá um deslocamento (ainda que marginal) das quase-moedas para os mercados de risco, levando ao aumento das cotações.

Tampouco pode-se elevar abruptamente a taxa de juros na tentativa de acabar com a inflação porque haveria repercussões financeiras indesejáveis e o efeito sobre uma economia indexada como a brasileira seria muito pequeno.

Finalmente, uma forma que o mercado encontrou para compensar a redução da quantidade real de moeda, que, de outra forma, levaria à elevação das taxas de juros e à conseqüente recessão, foi a criação de moeda endógena. Assim, o sistema financeiro aumentou a oferta nominal de moeda através de substitutos de moeda criados na relação bancos-clientes. Grande parte das reduções de liquidez real deu-se a partir do desenvolvimento do mercado de *overnight* (aplicações financeiras por um dia lastreadas com títulos públicos ou privados).<sup>25</sup>

### 1.5.2 Política Financeira

No tocante ao financiamento do setor público, a literatura marca quatro fases na evolução do mercado de títulos públicos brasileiros.<sup>26</sup> A primeira vai de 1964 até 1966, e corresponde à regulamentação do mercado. A segunda, compreende o período 1967-1973, época do milagre, onde o mercado adquire maior dinamismo. O crédito internacional fácil permitiu elevar o nível das reservas cambiais facilitando o aumento da circulação de títulos. Nessa fase, pagavam-se juros elevados e com liquidez perfeita assegurada pelo mecanismo de recompra (intermediação financeira amparada pelo BACEN). Entre 1974 e 1979, o

---

<sup>25</sup> Sobre os limites colocados pelas inovações financeiras à política monetária no Brasil, ver Madi, 1994, Cap.3.

<sup>26</sup> A este respeito, ver Ribeiro (1986: 52-54).

governo elevou fortemente as taxas de juros; o Banco Central passou a socorrer aos agentes financeiros. Por fim, no período 1980-1986, o mercado de títulos pôde ser considerado um mercado maduro. Foi neste momento que se percebeu que o aperto de liquidez não era eficiente no combate à inflação, pois a oferta monetária acompanhava inevitavelmente o aumento dos preços.

No processo de amadurecimento do mercado de títulos brasileiro aumentou a participação da dívida pública interna em relação ao PIB (ver Tabela 2, em anexo). A circulação dos títulos públicos cresceu vertiginosamente, agravando o déficit público mas gerando lucro para os investidores financeiros (bancos, exportadores e grandes empresas). Isto foi possível graças à liquidez e à rentabilidade garantidas pelo Banco Central. Estas eram asseguradas a partir do compromisso dos *dealers* de recompra em 24 horas, a preços prefixados.

Os *dealers* eram usados pelo governo como intermediários na venda dos títulos aos investidores. Eles mantinham uma carteira de títulos própria que possibilitava a transferência de títulos entre clientes e os agentes financeiros. A idéia era utilizar este mecanismo para acostumar os investidores a aplicar seus

recursos nos papéis do governo, criando um mercado grande e ativo para estes títulos.<sup>27</sup>

O mercado de títulos públicos era composto pelo governo, o público investidor e os intermediários financeiros. Segundo Ribeiro (1986: 50), para as autoridades governamentais os títulos apresentavam vantagens, porque permitiam financiar os gastos sem emitir moeda e o Banco Central podia fazer uso do *open-market* para controlar a emissão monetária. Os investidores se beneficiavam porque podiam manter aplicações sem risco e com liquidez e lucratividade asseguradas. Os agentes financeiros ganhavam pela colocação de novos títulos (mercado primário) e pela compra e venda em mercados secundários, que permitia trabalhar com o curto prazo, favorecendo os investidores, e com prazos maiores, favorecendo o governo.<sup>28</sup>

Na avaliação de Costa (1989: 6-8), a generalização do mecanismo de indexação financeira possibilitou que o mercado financeiro trabalhasse com taxas

---

<sup>27</sup> O mecanismo é explicado por Ribeiro (1986: 54) da seguinte forma: quando o governo abaixava as taxas de juros na venda de seus títulos, as operações de recompra, contratadas anteriormente com os *dealers* por taxas mais altas, "eram honradas com lucros elevados, em muitos casos em flagrante desproporção com os capitais próprios dos intermediários financeiros". Pelo contrário, quando o governo resolvia aumentar a taxa de juros, "isto é, decidia vendê-los a preços mais baixos, a queda que isso provocava no valor dos títulos já em circulação fazia com que os intermediários financeiros tivessem vultosos prejuízos". Normalmente, o preço de negociação era fechado de acordo com as taxas de juros vigentes no mercado no dia em que os títulos eram negociados. Mas quando acontecia um aumento abrupto na taxa de juros que poderia levar a grandes perdas por parte dos *dealers*, o Banco Central comprava os títulos a preço especial, acima do mercado, para evitar a insolvência dos agentes financeiros.

<sup>28</sup> Fraga Neto (1987: 18) aponta como um título público de extrema importância nos anos 80 a Letra do Banco Central (LBC), que rendia a seu possuidor a taxa média de *overnight* capitalizada diariamente. Com este título, era possível aumentar sensivelmente o espaço para a política monetária, uma vez que não havia risco de aumentos na taxa de juros.

de juros reais positivas, mas isto aumentou o endividamento público em títulos. Como paliativo, o setor público realizou algumas tentativas de "expurgos" ou mudanças de índices oficiais que resultaram numa maior preferência pela liquidez (na forma de "quase-moeda") por parte dos agentes econômicos, que procuravam se proteger contra perdas patrimoniais antecipando os "casuismos" com rápidas mudanças na seleção da carteira de ativos.

O alto custo do crédito interno, provocado tanto pela alta taxa de juros doméstica quanto pelo crescimento nominal imprevisível da correção monetária, fez com que as empresas fugissem do financiamento bancário a longo prazo e do crédito indexado sem subsídio. Apenas aquelas com maiores problemas financeiros recorreram aos bancos. Desta maneira, houve uma queda real do financiamento com correção monetária ao investimento produtivo. O BNDES passou meramente a socorrer as empresas mais debilitadas e efetuar operações de FINSOCIAL, ao invés de cumprir seu papel original de financiador do investimento.

### **1.5.3 Política Cambial**

Até o Plano Collor, a taxa de câmbio seguia, através das minidesvalorizações, a taxa de inflação de forma um pouco irregular. Por sua parte, o dólar paralelo manteve um comportamento relacionado apenas em parte com a taxa oficial de câmbio, sendo também influenciada pelo diferencial de juros ajustado à desvalorização cambial, pelas medidas restritivas ao comércio

internacional, pelos fatores sazonais ligados ao turismo e pelas expectativas sobre variações futuras na taxa de câmbio.<sup>29</sup> Devido a isto, o dólar paralelo manteve uma trajetória significativamente diferente à da inflação, mostrando que *nunca foi o principal indexador da economia* (salvo no caso de algumas exceções, como os imóveis).

A fixação da taxa de câmbio, de acordo com Franco (1991: 145), tinha efeito apenas parcial sobre a inflação, portanto, não teria sido um instrumento eficaz contra o aumento dos preços, uma vez que teria gerado apreciação cambial, colocando em risco o desempenho do comércio externo.

A intervenção oficial na taxa de câmbio, nos anos 80, tem sido contornada, em parte, pelo mercado paralelo. Nele se realizavam as transações que não eram permitidas no mercado legal. Desta maneira, efetuavam-se operações de compra, venda e remessa de divisas estrangeiras, que constituíram uma espécie de balanço de pagamentos paralelo (ver Zini, 1993: 20-21).

Em 1988, criou-se o câmbio-turismo, que serviu para atender uma parte das operações de câmbio que normalmente era registrada no paralelo (turistas com passaporte válido e passagem marcada, hotéis e empresas de turismo). Desta maneira, foi possível diminuir o crescimento do fôlego que vinha adquirindo o mercado paralelo devido às medidas de racionamento adotadas no mercado oficial.

---

<sup>29</sup> Para um estudo abrangente sobre o mercado paralelo de dólar, ver Pechman (1984) e Zini (1993).

Com essa inter-relação entre os mercados de câmbio foi possível manter um sistema que não criou desajustes relevantes para o setor exportador, nem incentivou o aumento da procura deste ativo para a composição dos portfólios dos agentes, permitindo manter a taxa oficial de câmbio num patamar aproximado ao que seria a "taxa de equilíbrio",<sup>30</sup>

## 1.6 A Nova Indexação

Na metade da década de 80, começou a vigorar a idéia de modificar o sistema de indexação da economia, como forma de eliminar o componente inercial da inflação. O panorama foi descrito por Barros (1985: 45) da seguinte maneira: havia uma proposta conservadora, elaborada por Octávio Bulhões, no sentido de erradicar totalmente o sistema de indexação. Esta medida seria seguida por políticas monetária e fiscal extremamente contracionistas. Outra proposta, levantada por Arida e Lara-Resende, defendia a indexação total da economia, substituindo o cruzeiro por uma moeda indexada oficialmente.<sup>31</sup> Uma última proposta, elaborada pelos técnicos da COPAG (Comissão Para o Plano do Governo), levantava a manutenção da indexação para alguns contratos e a escolha de indexadores setoriais (a definição de cada indexador seria estabelecida por lei).

---

<sup>30</sup> Esta expressão de "taxa de equilíbrio" deve ser entendida como definida por Zini (1993: 21), no sentido de que "não resulta em oferta ou demanda excedente (...) Trata-se da taxa de equilíbrio de curto prazo de um mercado específico; essa taxa não se confunde com a que os economistas denominam de 'equilíbrio fundamental'".

<sup>31</sup> Esta proposta teve seu lugar somente em 1994, com a implementação do Plano Real.

A última proposta foi efetivada, com algumas modificações, no Plano Cruzado e no Plano Collor II.<sup>32</sup> Estas primeiras tentativas não conseguiram o êxito esperado, mas estimularam o debate sobre a necessidade de delinear alternativas ao sistema de indexação constituído no longo processo que se começou a gestar em 1964.

Estimulada pelos resultados provisórios que vinham se fortalecendo na Argentina, iniciou-se a análise de indexação pelo câmbio. Pereira e Ferrer (1991: 12) colocaram em evidência o problema do controle da taxa de câmbio, pelo fato de não haver reservas suficientes e, principalmente, pela impossibilidade de controlar as variações especulativas na oferta e demanda de dólares.<sup>33</sup>

MB Associados (1992) destacaram a dificuldade na hora de definir o agregado monetário que seria lastreado em dólar. Se fosse a base monetária, como na Argentina, haveria problemas para atender o aumento da demanda de meios de pagamentos estimulada pela estabilização (a emissão de dinheiro estaria limitada pela entrada de divisas). Se fosse M2 (base monetária mais títulos

---

<sup>32</sup> As tentativas de acabar com a indexação incluíram mudanças importantes no setor financeiro. O último intento, o do Plano Collor, teve início com a maior intervenção nos contratos privados já realizada no Brasil. Os ativos financeiros foram bloqueados num montante equivalente a 10% do PIB. Todavia, não demorou muito para que as exceções começaram a repor a liquidez. Outra medida foi acabar com a recompra automática de títulos do governo pelo Banco Central. Estes títulos foram substituídos por letras do Tesouro vendidas com desconto, permitindo maior controle do Banco Central sobre a oferta monetária. "O experimento terminou bruscamente em dezembro de 1990, quando ficou claro que não existia poder político suficiente para deixar quebrar alguns bancos estatais altamente endividados. O caso salienta a prioridade política da questão nas propostas de reforma" (Frenkel, 1994: 11).

<sup>33</sup> Quando foi anunciado o Plano de Conversibilidade na Argentina, as reservas cambiais estavam na ordem de US\$4 bilhões, representando mais da metade dos ativos financeiros da economia. No Brasil, o nível recorde de US\$20 bilhões era inferior a 20% dos ativos financeiros (ver, a respeito, "O Plano Cavallo e a Economia Brasileira" MB Associados, 1992).

públicos), precisaria ser feito primeiro um ajuste fiscal, porque seria ilegal financiar o déficit fiscal com emissão ou dívida interna.

Franco (1991: 145), por sua vez, apontou como principal problema o fato da indexação pelo dólar ser muito pouco disseminada. De acordo com este autor, era preciso reverter o processo de desindexação que estava tendo lugar no Governo Collor, e usar um indexador confiável que pudesse ser amarrado à taxa de câmbio.

Outro inconveniente levantado por Franco é que a economia brasileira possuía pouco grau de abertura: "um grau de abertura reduzido implica em maior esforço de ajustamento para qualquer desajuste externo em um país fechado relativamente a um país mais aberto, ou seja, um grau de abertura reduzido aumenta a vulnerabilidade externa".

Uma outra alternativa, denominada **Cruzouro**,<sup>34</sup> é criticada por Montero (1991) quando ressalta as diferenças entre o caso argentino e o caso brasileiro. Neste último, devido à falta de reservas (quando foi elaborada a proposta), seria necessário limitar a conversibilidade a apenas uma fração da moeda em circulação. **A Argentina estaria devolvendo a moeda a uma economia já indexada ao dólar enquanto que o Brasil devolveria um indexador a uma economia que ainda conservava sua moeda.**

---

<sup>34</sup> O "cruzouro" é uma proposta de indexação, de autoria de Lara-Resende, onde haveria uma espécie de moeda-título, corrigida pelo valor do ouro, lastreada nas reservas internacionais do Banco Central. Esta moeda possuiria plena conversibilidade em dólares.

O cenário definido nos anos 90 mostra que o sistema de indexação que vigorou no Brasil na década anterior tinha chegado ao seu fim, e que não adiantava mais tentar realizar algumas adaptações para continuar se servindo dele. Era preciso reavaliar todos os mecanismos disponíveis para recuperar a capacidade de gestão monetária.

## 1.7 Conclusões

O processo de indexação brasileiro adquiriu diversas características ao longo de seus 25 anos. Num primeiro momento, ele serviu como forma de recolhimento de impostos em bases reais. Posteriormente, quando as fontes de financiamento externo foram se esgotando, a "moeda indexada" passou a ter um papel importante na economia do país. Isto é, no momento em que a conjuntura internacional foi desfavorável, os títulos públicos se transformaram na principal fonte de recursos. O crescimento da dívida pública mobiliária foi fundamental como forma de manutenção da riqueza, permitindo ao grande capital uma defesa contra a crise.

A crise recente pôde ser enfrentada graças à existência de um sistema financeiro suficientemente desenvolvido, que permitiu a manutenção da rentabilidade do capital "sobrante" e não a sua "queima". Contudo, o preço pago foi o aumento do patamar de inflação, provocado pela diversidade de indexadores interagindo com a "financeirização dos preços". Para manter o nível de investimentos estrangeiros no país e proteger o capital ocioso das empresas, foi

preciso sustentar uma política de juros nominais elevados que fez também aumentar perigosamente a dívida pública interna. A centralização estatal da dívida externa, por sua vez, complicou ainda mais o panorama, levando à generalização do uso dos títulos públicos como lastro da "moeda indexada".

A "moeda indexada" passou a cumprir as funções de reserva de valor e unidade-de-conta, deixando para a moeda de curso legal apenas a função de meio de pagamento. Os setores da população que dispunham de liquidez refugiaram-se na "quase-moeda". Esta "aceitação social" da "moeda indexada" tornou endógena a oferta de moeda, na medida que sua conversão em meio de pagamento era determinada pelas necessidades dos agentes econômicos, sem controle por parte da autoridade monetária.

As políticas econômicas, baseadas no diagnóstico de inflação inercial, que se desenharam entre 1986 e 1990, não tiveram os efeitos esperados na "desinercialização" da inflação brasileira. Houve falta de condições políticas para que o Estado conseguisse superávit fiscal com as reformas estruturais necessárias, mantendo-se o mecanismo de financiamento público a curto prazo, que sancionava a tendência inflacionária.

As políticas de estabilização, adotadas em conjunto com o processo de indexação, ficaram por conta de instrumentos monetários, financeiros e cambiais, sem uso radical de políticas fiscais. A inter-relação entre estes instrumentos e a indexação complicou a gestão monetária convencional, criando expectativas desfavoráveis que alimentaram a taxa de inflação. Mas também evitou que se

chegasse a uma situação de hiperinflação, uma vez que permitiu manter a gestão da "quase-moeda indexada" nacional e desestimulou o refúgio dos agentes financeiros na moeda estrangeira.

A década de 1990 encontrou agonizando o sistema de indexação por títulos públicos, sendo substituído por uma multiplicidade de índices setoriais. Estes, provocando dispersão dos preços relativos, não fizeram senão mostrar a necessidade de nova tentativa de estabilização através da indexação total ao simulacro do dólar -a URV. Mas esta já é outra história, que não será contada nesta dissertação.

## CAPÍTULO 2

### DOLARIZAÇÃO: O CASO ARGENTINO

Este capítulo tem por objetivo mostrar qual foi a natureza do processo de indexação ao dólar da economia argentina. Pretende-se, apenas, levantar aqueles fatos mais marcantes que servirão para determinar os traços fundamentais do caso, no que diz respeito ao trabalho comparativo que se realiza no próximo capítulo. Assim, a relação entre dívida pública e déficit público só interessa na medida em que provocou a fragilidade do sistema financeiro, diminuindo as possibilidades de financiamento do setor público e criando uma situação de incerteza, que permaneceu durante toda a década de 80.

Os vários planos que foram lançados visando reverter a situação crítica em que se encontrava a economia argentina, interessam pelo fato de nenhum deles proporcionar resultados satisfatórios. Pior do que isso, percebe-se que, ao longo da década de 80, a economia foi caminhando para uma situação de total descontrole, que levou a que os agentes se protegessem fugindo da moeda nacional e refugiando-se na moeda estrangeira. Sem nenhum poder regulatório, explica-se por que, nos anos 90, ao governo somente lhe restou sancionar a decisão dos agentes e tentar a estabilização usando uma âncora cambial.

O capítulo está dividido em quatro partes. Na primeira, são descritos brevemente os acontecimentos que ocasionaram as mudanças das expectativas dos

agentes econômicos (principalmente os choques externos e as medidas ortodoxas que marcaram o rumo da política econômica de fins da década de 70 e início dos anos 80). No segundo, é enfatizado o problema da incerteza e a sua influência nas expectativas, que se traduziu na fragilização do sistema financeiro. São avaliadas, também, as tentativas heterodoxas para restabelecer a confiança dos agentes e conseguir a estabilidade dos preços. Na terceira seção, é discutida a maneira como os agentes formaram suas carteiras de ativos. Para isto, são descritos os mercados de títulos públicos e de câmbio, como forma de compreender por que é escolhido o dólar como principal ativo. Finalmente, no quarto tópico, é abordada a decisão do governo de sancionar oficialmente a indexação ao dólar, que na prática já se encontrava em vigência, para conseguir novamente a remonetização da economia e poder, assim, voltar a exercer seu poder regulador.

## 2.1 Antecedentes do Processo de Dolarização

As primeiras manifestações de desequilíbrios macroeconômicos na Argentina surgem a partir de 1949, quando a inflação doméstica começou a se distanciar da inflação internacional. Contudo, até 1975, a economia encontrava-se altamente monetizada, com taxas de inflação moderadas e tendência expansiva sustentada.<sup>1</sup> Mesmo nessa situação de aparente controle, ficava claro que a inflação estava funcionando como termômetro de desajustes macroeconômicos profundos. A extrema variabilidade dos índices de inflação, que flutuavam sem tendência definida dentro de uma ampla faixa que ia de -1% a.a. (índice alcançado

---

<sup>1</sup> No período 1964-1974, o PIB apresentou um crescimento médio de 4,4% a.a., de acordo com as informações disponíveis em Damill (1987: 70).

em 1953) até 102% a.a. (em 1959), acoplou-se ao começo de um longo período de recessão.

Com a decisão do Estado de manter controlados alguns dos preços mais importantes (taxas de câmbio, juros, salários, aluguéis, tarifas públicas, etc.) geraram-se sérias distorções na composição dos preços relativos, fato que influenciou nas decisões de produzir e exportar. Por sua vez, o sistema tributário provocou perdas ao fisco, uma vez que não reconhecia a existência de inflação e arrecadava em bases nominais e não reais.<sup>2</sup>

A crise internacional provocada pelo fenômeno que ficou conhecido como "Primeiro Choque do Petróleo", em 1973, teve efeitos severos em economias desestruturadas como a da Argentina, onde, a partir de 1975, elevou-se violentamente o patamar inflacionário (sempre acima de 100% a.a.).<sup>3</sup> Autores como Montero (1988: 32 e 34), Frenkel (1990: 22 e 124-25) e Damill (1987: 70) são unânimes na opinião da influência deste acontecimento na reversão do ciclo de crescimento, a partir daquele ano. Mais especificamente, em junho de 1975, o plano de estabilização, denominado "Rodrigazo", provocou uma maxidesvalorização da moeda nacional com a finalidade de ajustar os desequilíbrios do setor externo. O governo perdeu o controle dos preços: no mercado de trabalho houve desindexação dos salários e a sua recontração em

---

<sup>2</sup> Mesmo com estas perdas, não há evidências de que a questão tributária tenha sido crucial na crise fiscal que sobreveio, como se verá mais adiante, nos anos 80. O intenso endividamento externo contraído durante o primeiro governo militar (entre 1976 e 1981), com uma dívida que passou de US\$6 bilhões para mais de US\$50 bilhões, superava em muito as possibilidades de financiamento público de uma economia pequena e em recessão crônica como a da Argentina.

<sup>3</sup> A evolução dos índices de inflação nos diversos períodos aparece na Tabela 1, em anexo.

função da inflação esperada; fizeram-se modificações na maneira como os agentes econômicos formulavam suas expectativas que levaram ao incremento das margens de lucro; as taxas de juros ficaram negativas, desmonetizando a economia.<sup>4</sup> Desta maneira, os preços relativos apresentaram fortes oscilações, conforme se sucediam as diversas mudanças de políticas.

Os efeitos dos choques externos e internos suscitaram a adoção de uma série de políticas erráticas que só vieram a piorar a situação. Para diminuir a fuga de dinheiro provocada pela mudança do patamar inflacionário, implementou-se, no sistema bancário, um mecanismo pelo qual, segundo explica Montero (1988: 33), "os fundos adiantados às entidades passavam a depender diretamente da recepção de depósitos e as taxas de juros eram livres". Embora formalmente se continuasse com um esquema centralizado (com os depósitos submetidos à disposição do Banco Central), na prática, a relação entre recursos captados e recursos emprestáveis significava a existência de um mecanismo descentralizado. Através dele, cada empréstimo gerava depósito em dinheiro, lastreando empréstimos sucessivos que, se bem eram cada vez menores (devido à taxa fracionária de encaixe), permitiam a "monetização do débito", criando dinheiro escritural.<sup>5</sup> Esta "multiplicação contábil da moeda" podia potencializar endogenamente –através das forças do mercado– o valor da emissão primária da moeda, uma vez que estava garantida pelo Estado. O esquema informal de descentralização veio a se formalizar na Reforma Financeira de 1977, que

---

<sup>4</sup> De acordo com Montero (1988: 34), "a queda no volume real de ativos bancários em poder do público refletia a falta de uma adequada política de fixação de taxas de juros, muito mais do que uma desconfiança generalizada no Sistema Financeiro".

<sup>5</sup> O conceito de "monetização do débito" foi discutido nas considerações preliminares.

implementou um novo enfoque de política econômica baseada numa linha de pensamento teórico nunca antes aplicada.<sup>6</sup>

### 2.1.1 A Reforma Financeira de 1977

Em junho de 1977, sob o comando do "super-ministro" Martinez de Hoz, implementou-se um programa monetário extremamente ortodoxo que pretendia acabar de vez com a instabilidade dos preços.

Depois de um período de preparação do terreno, centrado principalmente no controle do déficit do setor público, dos salários e do crédito e caracterizado por uma política cambial ativa (com minidesvalorizações que sustentavam um alto nível da taxa de câmbio real), no dia 20 de dezembro de 1978, iniciou-se um programa gradualista de prefixação para a taxa de câmbio.

De acordo com Arnaudo (1983: 9-10), a política cambial adotada pretendia eliminar gradualmente a variação na taxa de câmbio, fazendo com que o ritmo de crescimento dos preços internos adotasse um comportamento igual ao da inflação internacional. A inflação internacional determinaria a inflação esperada. Noutras palavras, ao se preanunciar uma taxa de desvalorização decrescente, "a lei da

---

<sup>6</sup> Montero (1988: 35) esclarece que esta linha de estudos baseia-se na idéia de "repressão financeira", na qual trabalharam McKinnon (1973) y Shaw (1973). Seguindo este enfoque, "as autoridades buscavam desenvolver a intermediação financeira sobre a base da economia de mercado, com juros que refletissem a verdadeira escassez do capital. As progressivas disposições dirigidas à liberalização do sistema culminaram com a total descentralização do mercado financeiro em junho de 1977".

paridade do poder de compra faria com que a inflação doméstica convergisse com a internacional no momento em que a variação do câmbio chegasse a zero" (Fanelli e Damill, 1993: 28). Nessa situação, a livre mobilidade de capitais levaria a uma substituição quase perfeita entre os capitais internos e externos, que permitiria que a entrada de moeda no sistema fosse endógena, diminuindo a importância da política de taxas de juros do Banco Central.<sup>7</sup>

Os acontecimentos desenvolveram-se de uma maneira bem diferente à planejada. Num primeiro momento, durante o ano 1979, a livre mobilidade de capitais, juntamente com uma política cambial "previsível", promoveu uma forte entrada de capitais, na ordem de 3,639 bilhões de dólares, como mostram Fanelli e Damill (1993: 29). As taxas de juros acompanharam as diminuições nas taxas de desvalorização, chegando a taxas reais de juros negativas. Isto levou a um forte aumento da demanda por crédito, satisfeita principalmente por fontes externas, que estimulou a atividade econômica. Contudo, a política de prefixação do câmbio, associada à não-convergência da inflação interna com as taxas de desvalorização prefixadas e às baixas taxas de juros, além da mudança no quadro internacional, levou a que, em 1980, a entrada de capitais fosse cada vez menor, sendo negativa no segundo trimestre desse ano. Perante essa situação, iniciou-se um paulatino aumento das taxas de juros que refletia a desconfiança na política cambial.

---

<sup>7</sup> Damill et al (1988: 311) explicam que "a mobilidade irrestrita, combinada a uma política que se pautava oficialmente pela evolução futura da taxa de câmbio (...) igualaria a taxa de juros interna (...) à soma da taxa de juros internacional corrigida pelos custos de transação (...) mais a taxa de desvalorização anunciada (...) Neste contexto (...) bastaria que o Banco Central mantivesse sob controle a oferta monetária de origem interna, para evitar qualquer problema no setor externo da economia".

O aumento da incerteza levou a que, no final do ano, o déficit da conta corrente fosse acompanhado por uma crise especulativa de reservas. A partir daí, conta Frenkel (1982: 7), a política cambial deixou de estar ligada à política antiinflacionária, para se tentar solucionar o problema do déficit comercial e da fuga de capitais.

Segundo Montero (1988: 38-9), a crise do modelo ortodoxo foi produto da própria estratégia de estabilização, onde a apreciação cambial, juntamente com a indiscriminada abertura comercial, afundavam a economia "em importações baratas e tensas expectativas de desvalorização", com indesejáveis efeitos no mercado de dinheiro. O programa de estabilização, concebido de acordo com a teoria monetária do balanço de pagamentos, procurava submeter os preços internos "à disciplina da concorrência estrangeira". Com a resistência dos preços para convergir ao nível internacional, as atividades econômicas mais expostas ao comércio exterior foram duramente castigadas, alimentando ainda mais as expectativas de uma má desvalorização.

O completo fracasso do modelo ortodoxo teve dois efeitos: gerar uma série de desequilíbrios macroeconômicos que caracterizou a década dos anos oitenta e abrir espaço para tentativas heterodoxas de estabilização.

## 2.2 A Crise Fiscal e as Tentativas de Ajuste

Desde inícios dos anos 80, Argentina, do mesmo modo que a maioria dos países latino-americanos, apresentou uma série de desequilíbrios macroeconômicos, que foram se aprofundando ao longo da década.

Todavia, no início da década, a economia argentina apresentava algumas condições favoráveis: inflação em retrocesso, taxas positivas de juros e crescente monetização. Isto fez com que, segundo Montero (1988: 34), o colapso de importantes entidades financeiras, em 1980, não produzisse, pelo menos no início, uma fuga de ativos financeiros por parte do público, pois os depósitos dirigiram-se, em sua maior parte, aos bancos mais tradicionais (oficiais e estrangeiros), que ofereciam maior credibilidade.<sup>8</sup> Por sua vez, o déficit fiscal era atendido pelo maior uso do crédito externo (ainda barato e à disposição dos países em desenvolvimento) e pela redução na colocação de títulos públicos. Enquanto os portfólios privados eram modificados em favor do dólar, o que produzia uma drenagem de divisas do Banco Central, as reservas em moeda estrangeira eram mantidas graças ao crescente endividamento externo.

---

<sup>8</sup> O colapso do sistema financeiro foi provocado pelo quadro de instabilidade que caracterizou a economia argentina a partir de 1975, com um violento aumento da taxa de inflação que produziu a desmonetização da economia e levou a taxa de juros a níveis muito negativos. Nas palavras de Montero (1988: 34), "a queda no volume real de ativos bancários em poder do público refletia a falta de uma adequada política de fixação de taxas de juros, muito mais do que uma desconfiança generalizada no sistema financeiro".

A partir de 1982, produziu-se uma mudança total nas condições de financiamento externo, com o racionamento violento do crédito.<sup>9</sup> Este racionamento levou a uma situação de inadimplência do setor público, que, para agravar ainda mais a situação, tinha ficado com o grosso da dívida externa.<sup>10</sup>

Sem poder sequer cobrir a totalidade dos pagamentos de juros, o déficit fiscal foi crescendo à medida que aumentavam os compromissos externos. Desta maneira, foi necessário que, a partir de 1982, a economia se ajustasse para produzir superávits na balança comercial. Mas o aumento da dívida não foi acompanhado de um crescimento do produto interno, uma vez que não atendia às necessidades de investimento e consumo, senão apenas ao incremento expressivo dos juros internacionais e à deterioração dos termos de troca.<sup>11</sup> A falta de crédito externo obrigou a realizar esforços para conseguir volumosos saldos favoráveis no balanço comercial, que não foram originados do aumento das exportações senão da queda do investimento, tanto público como privado.<sup>12</sup>

A necessidade de maximizar o superávit comercial incentivou a demanda de ativos financeiros e diminuiu a absorção doméstica. A taxa de câmbio real foi

---

<sup>9</sup> Esta mudança respondia a dois fatos principais: 1) a situação de crise internacional originada do choque dos juros americanos, que provocou a contração da liquidez internacional e, portanto, de disponibilidade de crédito, e 2) a desconfiança que tomou conta dos bancos privados internacionais por causa da moratória declarada por México, que criou um clima de incerteza quanto às medidas que adotariam os demais países em condições similares de endividamento.

<sup>10</sup> Para detalhes sobre o processo de estatização da dívida externa ver Damill *et al* (1988).

<sup>11</sup> A este respeito, ver Damill *et al* (1988 e 1989), Montero (1988) e Frenkel (1982).

<sup>12</sup> Na Tabela 3, em anexo, pode-se observar que a dívida externa aumenta em relação às exportações, comparando os anos 1980 e 1988.

utilizada para tentar produzir um grande superávit, mas, conforme mostra Frenkel (1982: 8), ela não foi suficiente para atender os serviços da dívida externa, que alcançou 4 bilhões de dólares ao ano. Além do mais, a política cambial, juntamente com o fraco enfrentamento da renegociação da dívida,<sup>13</sup> veio piorar as condições de inflação, distribuição de renda e recessão.

Com o aumento da incerteza provocado pela instabilidade, os prazos dos contratos foram encurtados. O aumento do risco fez com que os contratos, mesmo os indexados, perdessem boa parte de suas propriedades de "instrumento de vinculação do presente e o futuro", tendo, como consequência, a desmonetização da economia.

Em 1982, foram criados diversos mecanismos para melhorar a situação das empresas endividadas. De acordo com Damill (1987: 66, 71 e 72), a situação era de marcada fragilidade e o Banco Central era obrigado a funcionar como avalista para evitar a quebra generalizada de bancos e empresas. O crédito ao setor privado passou a sustentar-se principalmente por redescontos, com prazos superiores aos dos depósitos privados. Estes redescontos eram financiados pelas reservas bancárias, sobre uma parte das quais pagava-se uma remuneração.<sup>14</sup> As taxas recebidas pelos redescontos eram –em média– inferiores às pagas pelas reservas

---

<sup>13</sup> O problema das condições de renegociação da dívida externa daquela época é tratado por Fanelli e Frenkel (1985).

<sup>14</sup> Os redescontos passaram a ser a principal fonte de expansão da liquidez (correspondente ao aumento do volume de M4, e não de M1).

compulsórias, provocando efeitos significativos nas contas do Banco Central na forma do que se denominou "déficit quase-fiscal",<sup>15</sup>

Em fins de 1983, colocou-se em prática uma política monetária fortemente contracionista, devido a um acordo "stand-by" assinado com o FMI.<sup>16</sup> Isto, juntamente com o aumento da inflação, levou a uma abrupta queda dos saldos reais em poder do público e ao conseqüente incremento nas taxas de juros. Desta maneira, as dificuldades financeiras das empresas aumentaram, contribuindo para aumentar, também, a situação de fragilidade do sistema financeiro.

Nos anos que se seguiram, os redescontos moderaram seu ritmo de crescimento, mas a dívida remunerada do Banco Central com as entidades financeiras continuou crescendo.

### 2.3 As Mudanças nas Carteiras de Ativos

Com um mercado de capitais subdesenvolvido, baixo grau de monetização e falta de crédito externo, as alternativas de financiamento do setor público ficaram muito reduzidas. Por isso, as decisões de carteira e as taxas de

---

<sup>15</sup> Os redescontos eram outorgados a prazos médios e longos, enquanto os juros das reservas compulsórias eram pagas a curto prazo.

<sup>16</sup> As políticas monetárias adotadas durante o ajuste fixavam metas nominais para o crescimento dos agregados monetários controlados pelo Banco Central, em função da taxa esperada de inflação (ver Damill *et al*, 1988: 337). Estas metas eram determinadas "a partir de uma aplicação arbitrária da teoria quantitativa, em sua versão mais elementar". Como a inflação efetiva ficou bem acima da esperada, as medidas praticadas produziram a contração dos ativos financeiros domésticos.

rentabilidade dos ativos ficaram muito sensíveis a qualquer aumento nos déficits de empresas e governo, assim como na composição dos mesmos.

Neste cenário, a política de taxas de juros teve influência direta na situação de liquidez da economia. Por ocasião da Reforma de 1977, onde se instituiu a liberalização das taxas de juros, houve um forte incremento do grau de monetização (*latu sensu* –via M4), que atingiu seu pico em 1980, quando a relação M4/PIB superou os 32% (ver Damill, 1987: 71). Este processo de monetização reverteu-se de forma acelerada a partir da Reforma de 1982, com a regulação das taxas de juros num período de forte pressão inflacionária. Desde então, se manteve fraca a demanda por dinheiro em moeda nacional, chegando a seus pontos mais baixos nos picos hiperinflacionários de 1989 e 1990.<sup>17</sup> A demanda por ativos financeiros se deslocou, assim, para a moeda estrangeira, sendo a dolarização dos portfólios a contrapartida da desmonetização. Os particulares modificaram suas carteiras em busca de fontes alternativas de enriquecimento, financiamento e proteção de seus ativos financeiros.<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> Em 1990, M1 era de 3% do PIB e M4 apenas superava os 5% (Tabela 4, em anexo).

<sup>18</sup> Damill *et al* (1989: 95) afirmam que numa economia como a argentina a inflação antecipada é difícil. Isto faz com que se produzam "constantemente transferências não desejadas de riqueza devido a ganhos e perdas de capital não antecipados. Se a 'surpresa' inflacionária é grande, as transferências de riqueza podem ser muito sensíveis. Além disso (...) se o ajuste dos portfólios não é 'instantâneo' devido, por exemplo, a restrições institucionais ou custos de transação elevados, as variações de riqueza não desejadas induzidas pela inflação podem ser também muito fortes, ao igual que seu efeito sobre as decisões de carteira dos diversos setores que sofrem as perdas e se beneficiam com os ganhos".

Pereira e Ferrer (1991) avaliam o fenômeno como crônico,<sup>19</sup> tanto para a inflação, como para a dolarização.<sup>20</sup> Nas palavras dos autores,

A crise política de longo prazo; a queda da renda por habitante (...) a forte redução da taxa de investimento de seus níveis históricos (...) a inflação crônica que é a mais elevada e prolongada da história (...) o extraordinário processo de contração do setor industrial; o endividamento externo e suas perversas conseqüências sobre a situação fiscal e o balanço de pagamentos são todos fatores convergentes que contribuem para a formação de expectativas fortemente negativas e profundamente arraigadas. Esses fatores deprimem a demanda por dinheiro em moeda nacional e fomentam a formação de ativos financeiros em divisas estrangeiras.

(Pereira e Ferrer, 1991: 10)

Sob esta ótica, a dolarização não seria um desdobramento da crise, como sustentam Belluzzo e Almeida (1990: I, 6-7) seria o próprio processo que desencadeou a crise, não se fazendo uma distinção entre instabilidade e crise. Se bem é certo que vários fatores contribuíram para a formação de expectativas

---

<sup>19</sup> Pereira e Ferrer (1991: 10 e 11) observam que, desde meados da década de 1970, com o predomínio dos ativos financeiros em moeda estrangeira por sobre os denominados em moeda nacional, a dolarização se transformou em crônica (ou endêmica).

<sup>20</sup> Pereira e Ferrer (1991: 6) esclarecem a relação entre dolarização crônica e inflação crônica. "A primeira é uma manifestação particularmente perversa da segunda, que se registra em um único país: a Argentina".

negativas que levaram à desmonetização da economia e à substituição da moeda de curso legal pelo dólar, foi somente a partir do caos materializado nos surtos hiperinflacionários que se pode falar de "dolarização" da economia. Isto porque, a hiperinflação é, na realidade, um fenômeno monetário ligado à dolarização da unidade-de-conta e à elevação da cotação do dólar, que é demandado como reserva de valor. Conseqüentemente, os preços nominais em moeda nacional "explodem". Mesmo assim, como se verá mais adiante, esta dolarização nunca chegou a ser completa.

### 2.3.1 O Mercado de Títulos Públicos

Os déficits dos governos são normalmente cobertos através da emissão de dinheiro ou do endividamento externo ou interno. A dívida interna costuma ser administrada com a venda de títulos no mercado financeiro. Para que estes títulos tenham aceitação por parte do público é preciso que o emissor, isto é, o governo, tenha credibilidade.<sup>21</sup> Isto não acontecia nos anos 80 e, portanto, o recurso dos títulos públicos não podia ser utilizado. Em compensação, a base monetária encontrava-se em franca expansão para atender a necessidade de financiar os gastos públicos, refinanciar a dívida pública interna e comprar as cambiais destinadas ao pagamento dos juros da dívida externa.

---

<sup>21</sup> Canavese (1993: 20) afirma que "quando há dúvidas sobre a solvência de um governo que colocou esse tipo de bônus no mercado, há redução da demanda e queda das paridades. Os efeitos da falta de credibilidade ficam circunscritos ao mercado financeiro".

Assim, a tentativa do setor público de colocar títulos para refinar sua dívida enfrentou-se com o obstáculo da falta de receptividade por parte do público. As Letras do Tesouro, por exemplo, foram uma colocação apenas marginal dos agentes financeiros, por causa da concorrência com os empréstimos que estes agentes ofereciam ao setor privado e pelos quais cobravam uma taxa de juros superior à dos títulos.<sup>22</sup>

À falta de credibilidade do governo somou-se o problema da inadequada política de taxas de juros já analisado. Nesse sentido, Arnaudo (1983, 1988a e 1988b) afirma que a demanda por estes papéis seria consideravelmente inelástica à taxa de juros (isto é, existiria um ponto a partir do qual novos aumentos da taxa de juros real não levariam a uma maior procura), estando limitada pela base monetária. Por sua vez, os títulos públicos *à la brasileira* (isto é, com liquidez plena e garantida) não teriam vingado na Argentina porque, na visão do governo, a taxa de juros teria de ser excessivamente elevada, para estimular a demanda por estes títulos. Uma taxa de juros elevada desencorajaria o investimento, provocando recessão, além de criar dificuldades para que as empresas honrassem seus compromissos financeiros. Dessa maneira, aumentaria a parte incobrável das carteiras ativas dos bancos e, com isso, a fragilidade do sistema em seu conjunto.

---

<sup>22</sup> Montero (1988: 33-4) explica que existia um mercado não regulado de duplicatas constituído pelas "acceptaciones". "Estes papéis faziam as vezes de obrigações emitidas pelas empresas e subscritas pelos investidores, a taxas livres de juros, e sua importância cresceu em razão direta à demanda de crédito que não achava oferta no mercado racionado. Este sistema paralelo escapava à órbita do Banco Central, porém, exibia a mesma solidez, face a uma situação de pânico, que a observada para o sistema regulado."

Assim, enquanto as necessidades maiores de financiamento do governo estimulavam o aumento das taxas de juros, a necessidade de reduzir a fragilidade financeira aconselhava a sua diminuição. Mas, como já se disse, o governo se decidiu pela segunda solução, fixando as taxas de juros bem abaixo da taxa de inflação.

Os efeitos do diferencial entre as taxas de juros cobradas pelo sistema financeiro a particulares e as das Letras de Tesouro, e os efeitos de uma maior taxa de juros real sobre a inflação são considerados, por Arnaudo (1983: 18), conclusões polêmicas, porém as únicas disponíveis para explicar o fracasso da tentativa de colocação de títulos públicos no mercado argentino. Isto porque, como será discutido no próximo capítulo, inexistiriam estudos que avaliassem, para o caso argentino, os efeitos da taxa de juros sobre as demais variáveis econômicas.

#### **2.4 As Tentativas Heterodoxas**

Em junho de 1985, houve uma importante tentativa de estabilização na Argentina que se denominou "Plano Austral", fazendo referência ao nome da nova moeda que foi criada em substituição ao "peso". As principais medidas adotadas foram:

1) a redução das taxas de juros (passivas<sup>23</sup>) reguladas (de 30% a 4% mensal); 2) a troca do peso pelo austral; 3) uma tabela de conversão da velha moeda na nova

---

<sup>23</sup> Isto é, taxa de juros pagas pelos bancos pelos depósitos efetuados pelo público.

(para contratos estabelecidos antes da reforma); 4) o compromisso da não-emissão de moeda para financiar o Tesouro; e 5) a fixação da paridade cambial em um austral por dólar.

Este conjunto de medidas, que se implementou mais ou menos fielmente até outubro de 1987, teve uma formulação heterodoxa, uma vez que combinou políticas de ajuste fiscal e monetário com congelamento de preços e de câmbio. O fato do programa não basear-se num mecanismo único devia-se à necessidade de procurar um efeito simultâneo sobre a demanda agregada, sobre as expectativas e sobre os preços, para acabar com a inércia inflacionária e conseguir uma mudança coordenada no comportamento dos agentes econômicos.

Os primeiros efeitos do plano foram o incremento da demanda de recursos monetários (fato natural em qualquer diminuição brusca da inflação) e a redução do déficit fiscal,<sup>24</sup> juntamente com a reativação do crédito, acompanhada por taxas de juros reais positivas. As altas taxas de juros sinalizavam, na opinião de Heymann (1989: 37), o excesso de demanda por dinheiro, causado pela redução do lucro inflacionário, e um ajuste incompleto das expectativas.

Quanto ao setor externo, as condições de financiamento não eram muito favoráveis –as fontes de financiamento foram basicamente os organismos internacionais. Apesar disso, a evolução dos fluxos de entrada e saída de divisas

---

<sup>24</sup> Na segunda metade de 1985, os mecanismos de transferência interna do setor privado para o público se modificaram, sendo que o governo conseguiu aumentar suas receitas e reduzir seus gastos, diminuindo, assim, o déficit fiscal e aliviando as pressões sobre o mercado de ativos domésticos (ver Damill *et al*, 1988: 310).

se manteve não muito diferente da época da "tablita" de Martínez de Hoz. Mas os fluxos de entrada eram qualitativamente diferentes, consistindo, em geral, em movimentos especulativos de curto prazo, que tinham como finalidade aproveitar o diferencial das taxas de juros enquanto se mantinha a credibilidade na política cambial (ver Fanelli e Damill, 1993). Na verdade, o Plano Austral se lançou numa situação de déficit público estrutural (devido à crise da dívida externa), situação oposta à do lançamento do programa de prefixação do câmbio. Isto provocou a falta de credibilidade na política cambial. Por sua vez, a redução das reservas por conta do déficit estrutural não somente anulou o efeito monetário do aumento de reservas, promovido pela entrada de capitais, senão que manteve em constante queda o volume de reservas internacionais.<sup>25</sup>

Durante a vigência do Plano Austral, tanto o produto como os preços estiveram em alta, aumentando a demanda por dinheiro. Mas, após o descongelamento de preços, em abril de 1986, produziu-se uma aceleração da inflação que contribuiu para a queda, em termos reais, dos ativos monetários privados, que foi mais acentuada nos depósitos em conta corrente. Também o déficit teve um papel de contração desta demanda. O déficit foi se ampliando não apenas pelos motivos estruturais, já mencionados, senão também pela queda dos preços agrícolas de 1986 e por fatores climáticos, que levaram a uma importante diminuição das exportações de produtos primários. Estes choques negativos deterioraram as contas fiscais, que dependiam dos impostos à exportação.

---

<sup>25</sup> Fanelli e Damill (1993: 35) mostram que "a desvalorização esperada foi em todo momento significativamente maior à implícita na regra cambial do programa e, além disso, tendeu a incrementar-se, coincidindo com o período de refluxo dos capitais privados".

Em agosto de 1988 foi dado um novo passo na tentativa de estabilizar a economia, o denominado **Plano Primavera**, que surgiu como uma derivação do Plano Austral.<sup>26</sup> Os principais objetivos deste programa foram controlar a inflação, que tinha atingido um patamar de 25% mensais, e reduzir o desequilíbrio financeiro do setor público.

A estabilidade no câmbio favorecia o objetivo de equilibrar as contas públicas, uma vez que, para aumentar suas receitas, o governo tinha determinado a aplicação indireta de impostos às exportações. As exportações deveriam ser liquidadas à taxa de câmbio comercial (fixada pelo Banco Central), sendo que as importações seriam pagas com a taxa de câmbio financeira (determinada por flutuações no mercado para transações não-comerciais). O Banco Central venderia no mercado financeiro parte das divisas geradas no comercial, obtendo benefícios pelas diferenças nas cotações. Este sistema estabelecia uma vinculação mais ou menos direta entre o mercado financeiro e os preços.

Com a reversão das expectativas originada do fracasso do Plano Primavera,<sup>27</sup> em fevereiro de 1989, houve um aumento significativo na venda de divisas, que atendia o aumento especulativo da procura. Perante o perigo de diminuição de reservas, o Banco Central abandonou a intervenção no mercado financeiro de câmbio e abriu um novo mercado para as importações, iniciando um

---

<sup>26</sup> Para uma análise mais detalhada do Plano Primavera ver Kiguel (1991) e Nakano e Tokeshi (1990).

<sup>27</sup> Segundo apontam Nakano e Tokeshi (1990: 42-43), o fracasso teria sido originado por vários fatores: pressões dos reajustes dos salários do funcionalismo público; dificuldades com o setor agropecuário; resistência do setor empresarial à reforma tributária; forte oposição aos projetos estatais de privatização; pressões dos governos provinciais por maiores recursos.

período de turbulência nos mercados financeiros, com alta importante nas taxas de juros e na taxa de câmbio livre, e sólidas perspectivas de disparada da inflação.

## 2.5 A Hiperinflação

As experiências heterodoxas na Argentina mostraram que o congelamento dos preços tem efeito apenas temporário e que não ataca as causas primárias da inflação. Com inflação crônica, pode acontecer, em determinados momentos, picos hiperinflacionários. Como o controle dos preços é apenas parcial, logo se retorna à situação anterior de inflação crônica.

Na Argentina, produziram-se dois espasmos hiperinflacionários (em julho de 1989 e no início de 1990), com taxas de inflação mensal na ordem de 200%, no primeiro caso, e de 95%, no segundo. De acordo com Lopes (1991: 147), os episódios hiperinflacionários conduziram a um aumento substancial da dolarização, com a taxa de câmbio liderando o comportamento dos preços.<sup>28</sup> Entretanto, o mencionado autor mostra que a dolarização não chegou a ser completa, "pois, a partir de março de 1990, a desvalorização nominal da taxa de câmbio ficou sistematicamente abaixo da taxa de inflação [inflação em dólares] sem que esta última apresentasse tendência consistente de queda".<sup>29</sup>

---

<sup>28</sup> Um dos efeitos mais negativos deste processo é o caráter extremamente especulativo das transações e a necessidade de arbitrar constantemente as taxas de juros domésticas para manter a paridade cambial, uma vez que o aumento da demanda por moeda estrangeira faz subir sua cotação em moeda nacional. Se a paridade não se mantém, as conseqüências são a inflação em dólares ou em moeda nacional: quando há atraso na paridade cambial, se produz inflação em dólar; quando há desvalorização da moeda nacional, aumenta a inflação nesta moeda (Pereira e Ferrer, 1991: 11).

A forte valorização cambial de 1990 deveu-se a dois fatores: a troca compulsória dos depósitos a prazo<sup>30</sup> pelos BONEX-89 (títulos públicos denominados em dólares e com prazo de resgate de dez anos), que provocou uma importante diminuição da liquidez, reduzindo a demanda por dólares, e a maior oferta de divisas, derivada do saldo recorde da balança comercial.

À situação favorável de acúmulo de reservas somaram-se as experiências hiperinflacionárias, que facilitaram a dolarização total da economia no momento em que o volume de moeda estrangeira superou o de moeda nacional.<sup>31</sup>

Com o Plano de Livre Conversibilidade adotado em abril de 1991, ficou consolidada a remonetização da economia. Voltou a demanda por moeda de curso legal, que se encontrava ancorada num volume importante de reservas cambiais (representando mais da metade dos ativos financeiros).

---

<sup>29</sup> Pereira e Ferrer (1991: 7 e 12) observam que, no caso de dolarização crônica, como o da Argentina, ela nunca é plena. A moeda nacional continua servindo para o pagamento de impostos e salários e não haveria garantias de que o Banco Central venha a manter uma quantidade de divisas compatível com uma taxa de câmbio fixa, de modo que a inflação ocorreria alternadamente em moeda nacional e estrangeira.

<sup>30</sup> Esses depósitos constituíam, nessa época, a principal alternativa "de moeda indexada doméstica e eram lastreados por 100% de depósitos compulsórios no Banco Central" (Lópes, 1991: 149).

<sup>31</sup> De acordo com Franco (1991: 150), com a fixação da taxa de câmbio haveria um período de acumulação de reservas e valorização cambial que seria suficiente para permitir a implementação de políticas que atacassem as causas fundamentais dos desequilíbrios sem demandarem sacrifícios excessivos por parte da sociedade. Por sua vez, um maior grau de abertura serviria para reduzir a vulnerabilidade externa.

## 2.6 Conclusões

O caso argentino apresenta uma série de particularidades quanto à maneira como se foi desenvolvendo o processo de indexação ao dólar da economia, que culminou com a Lei de Conversibilidade de 1991.

Os choques externos dos anos 70, mais especificamente os dois choques do petróleo, tiveram severas conseqüências para uma economia com um sistema de financiamento precário como o da Argentina.

Políticas erráticas, com constantes quebras das regras contratuais, ajudaram a consolidar uma situação de incerteza e descrédito, onde as alternativas de financiamento do setor público e de manejo de política monetária foram diminuindo cada vez mais.

Com o contínuo aumento da taxa de inflação e as constantes mudanças na distribuição da renda (em situação em que a decisão de investir e produzir enfrentava expectativas pessimistas), houve uma fuga dos agentes para o dólar. A economia se desmonetizava e a variação cambial se transformava na única referência importante para a fixação dos preços.

Várias tentativas visaram quebrar a dinâmica do processo inflacionário, mas elas só fizeram agudizar a crise, uma vez que se basearam em diagnósticos errados das causas da inflação. Assim, uma política inadequada de taxas de juros

baixas desestimulou o mercado de títulos públicos e levou a monetização (*latu sensu* –M4) da economia a índices baixíssimos. A dolarização dos portfólios se transformou na contrapartida da desmonetização.

Ainda precisou-se passar por duas experiências hiperinflacionárias para poder aplicar uma política econômica que tivesse como principal instrumento a âncora cambial, permitindo a remonetização da economia mas deixando a política monetária inoperante.

## CAPÍTULO 3

### ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE OS CASOS DO BRASIL E DA ARGENTINA

Brasil e Argentina constituem dois casos de economias que durante períodos prolongados apresentaram crises de instabilidade, derivadas principalmente de choques externos. Do mesmo modo, políticas econômicas erráticas e sem visão de conjunto teriam vindo a piorar a situação, acrescentando maior fragilidade a esses sistemas.

Se bem que os choques externos foram igualmente decisivos para a desorganização econômica desses países, a estrutura econômica de cada um deles e os resultados das tentativas de estabilização adotadas mostram mais diferenças que semelhanças. É por conta da situação externa e dos problemas conjunturais aparentemente semelhantes que a análise comparativa entre os casos desperta singular interesse. Sendo economias com estruturas diferentes e sem vínculos reais fortes –pelo menos até inícios dos anos 90, quando começaram a se sedimentar os resultados da iniciativa do Mercosul– a dúvida é se existe um chamado "efeito Orloff"<sup>1</sup> que leva os olhares e as expectativas dos brasileiros para os acontecimentos no país vizinho.

---

<sup>1</sup> O termo faz referência a uma publicidade televisiva que fala sobre os efeitos futuros de uma vodka de má qualidade. No meio jornalístico brasileiro, foi adotado para denominar a repetição dos problemas econômicos argentinos no Brasil.

Este capítulo têm por objetivo analisar algumas hipóteses comparativas entre os casos de Brasil e Argentina, quanto aos modelos de indexação adotados por eles: oficial, no primeiro, e informal, no segundo. Em ambos os países, as políticas monetárias adquiriram relevância, mas os caminhos que seguiram e os resultados que obtiveram marcaram as diferenças. No Brasil, tentou-se driblar a instabilidade monetária através de um inédito sistema de indexação, que deu origem à generalização do uso de títulos públicos como lastreamento de "moeda indexada", a partir da década de 1970. Na Argentina, por sua vez, começou, em 1981, um processo de "dolarização informal", que chegou a seu fim em abril de 1991. As duas economias criaram novas "moedas-de-conta", com o intuito de reconstruir o sistema de contratos.

Para avaliar as diferenças e semelhanças entre os modelos de indexação adotados pelos dois países, neste capítulo são identificadas as teorias e argumentos que ajudaram aos governos a diagnosticar as causas da instabilidade e indicar terapias. Os resultados obtidos são analisados distinguindo as limitações e as vantagens de um caso com respeito ao outro.

Para a análise do caso brasileiro, existem dois períodos marcantes. O primeiro centra-se na etapa inicial do processo, nos anos 70, quando a condução da política monetária e financeira era voltada principalmente para o crescimento, e o segundo, nos anos 80, quando o governo tentou atacar as causas da permanência de altas taxas de inflação. Na Argentina, o retrospecto é dado pelo ponto de chegada: um programa de estabilização de relativo êxito, derivado da própria evolução do sistema financeiro.

O Plano Cavallo surge como resultado das condições oferecidas pela falta de planejamento do governo ou pelo planejamento propositadamente liberal da política econômica. O Brasil, pelo contrário, apresenta um Estado regulador, preocupado com programas que possibilitassem resultados mais duradouros. Mas os dois casos começam sua trajetória de instabilidades a partir da aplicação de modelos de crescimento, que não foram acompanhando o rumo das mudanças nas relações econômicas internacionais.

As semelhanças e diferenças entre os processos de indexação e dolarização, no Brasil e na Argentina, conduzem a elaboração deste capítulo. Assim, ele é estruturado em forma de problemas: o problema da crise fiscal, a questão monetária, a crise financeira da década de 80 e os efeitos das políticas econômicas heterodoxas. Estas hipóteses servem para explicar as diferenças entre os processos de indexação que se desenvolveram ao longo dos anos em cada um dos países.

### **3.1 O Problema da Crise Fiscal**

O problema fiscal no Brasil e na Argentina apresenta magnitudes diferentes mesmo antes de 1974, quando ainda não tinham começado as crises de instabilidade que se sucederam até a década de 90. Naqueles anos, a diferença fundamental consistiu na forma como eram recolhidos os impostos: no Brasil existia um sistema de correção monetária para o cálculo dos impostos arrecadados;

a Argentina, por sua vez, não reconhecia a existência de inflação e recolhia seus impostos em bases nominais e não reais, provocando perdas ao fisco.

Mas os verdadeiros problemas fiscais das duas economias têm suas origens nas fontes de financiamento dos programas de governo.<sup>2</sup> Estas fontes eram basicamente externas e fizeram com que os choques externos tivessem papel fundamental nas crises de endividamento do setor público.

Os aumentos dos juros internacionais, com a crise financeira internacional de 1982, somados à estatização da dívida externa, trouxeram desequilíbrios nos balanços de pagamentos. Nos dois casos, estes desequilíbrios criaram a necessidade de gerar superávits comerciais, que acabaram subordinando a política monetária às contas cambiais.

Esta subordinação foi mais importante no Brasil, uma vez que se esforçava por gerar volumosos superávits comerciais, mesmo tendo que manter uma política de cortes substanciais nos investimentos e contenção do consumo. Argentina, por sua vez, com um setor exportador mais fraco, apresentava uma deterioração do índice de dívida externa/exportação (ver Tabela 3, em anexo).<sup>3</sup> Para ambos os casos, nos primeiros anos de 1980, houve um aumento dos juros pagos pelos

---

<sup>2</sup> Cabe destacar que, no Brasil, estes programas estavam voltados, inicialmente, para o desenvolvimento econômico, enquanto na Argentina, os gastos eram dirigidos, principalmente, para a atividade militar.

<sup>3</sup> É verdade que houve alguns períodos de superávit, mas eles foram sustentados mais pela queda das importações do que pelo aumento das exportações.

Estados em relação ao PIB, que acabou refletindo no aumento do endividamento externo, sem contrapartida no crescimento do PIB.

A crise do modelo externo de financiamento do setor público levou à adoção de medidas diferentes nos dois países. O Brasil optou, num primeiro momento, por buscar fontes alternativas de financiamento, colocando um volume importante de títulos públicos e criando um sistema institucional favorável à aceitação destes títulos pelos agentes: correção monetária plena, altas taxas de juros, garantias de recompra, etc.

Este sistema funcionou durante um tempo prolongado, mas trouxe efeitos colaterais graves, tais como aumento violento das taxas de inflação e maior endividamento do setor público. Isto fez com que, num segundo momento, as autoridades monetárias se preocupassem cada vez menos por atender o crescimento da economia e cada vez mais por diminuir as altas taxas de inflação, que elevaram os juros nominais e a correção monetária. Contudo, os instrumentos de política monetária não controlavam a oferta monetária endógena, que sancionava passivamente a inflação, fazendo com que o governo partisse para os expurgos da correção monetária, para limitar o crescimento de sua dívida.

Na Argentina, pelo contrário, a primeira tentativa de ajuste ficou por conta da diminuição do investimento, para controle da demanda agregada, tendo como principal meta a queda da inflação. Mas, a partir de 1980, com os problemas no balanço comercial, a preocupação deixou de ser a política antiinflacionária, para se

concentrar numa política cambial que diminuisse o problema do déficit comercial e da fuga de capitais.

### 3.2 A Questão Monetária

As políticas ortodoxas de contração da base monetária, aplicadas tanto no Brasil quanto na Argentina, deram como resultado o fenômeno conhecido como "endogeneização da criação de moeda".

No Brasil, o uso de títulos públicos como forma alternativa de financiamento para o Setor Público permitiu o crescimento e modernização de um grande mercado financeiro, que criou substitutos da moeda. A quase-moeda em que se transformaram os títulos públicos veio a cumprir algumas das funções do dinheiro, compensando o processo de desmonetização (considerando apenas M1) em que entrou a economia do país nos anos 80. Ela funcionou como reserva de valor e unidade de conta, e não tinha exigência de reservas compulsórias, tornando endógena sua oferta.

Na Argentina, por sua vez, os choques externos, que se sucederam a partir do "primeiro choque do petróleo", provocaram também a desmonetização da economia, com a fuga maciça de capitais e, principalmente, com o aprofundamento da crise fiscal. A resposta não podia ser, como no Brasil, a colocação de títulos públicos, porque o governo não gozava de credibilidade, para estimular a aceitação destes títulos. O déficit fiscal levou o governo a buscar

financiamento na colocação compulsória de bônus, comprados com os encaixes remunerados (com elevadas taxas de juros) depositados no Banco Central. As altas taxas de juros alimentavam o déficit quase-fiscal, obrigando a novas colocações de bônus, para atender o próprio déficit quase-fiscal.<sup>4;5</sup>

Os aumentos nos déficits fiscal e quase-fiscal fragilizaram o sistema financeiro argentino. Isto provocou elevadas taxas de inflação, que fizeram com que a moeda de curso legal perdesse algumas de suas funções tradicionais (reserva de valor e unidade-de-conta). Nesta situação, o dólar foi escolhido como quase-moeda, cumprindo as funções que a moeda nacional já não estava em condições de cumprir.

O fenômeno de endogeneização da criação de moeda não teve a mesma importância na Argentina quanto teve no Brasil. Embora nos dois casos a criação de moeda endógena respondia a um problema de financiamento, no caso brasileiro ela se derivava principalmente da criação oficial de substitutos do dinheiro, embora às vezes fora do controle da Autoridade Monetária, para atender a demanda de reserva de valor por parte do público. Na Argentina, no entanto, a endogeneização surgiu como uma forma perversa de perda de controle governamental sobre o mercado monetário informal, em situação de recessão e progressiva queda nos investimentos (ver Tabela 5, em anexo). As expectativas

---

<sup>4</sup> Como foi esclarecido no capítulo 1, o "déficit quase-fiscal" corresponde ao déficit provocado pela diferença entre as taxas recebidas pelos redescontos e as pagas pelas reservas compulsórias.

<sup>5</sup> O mercado financeiro também contou com o auxílio de um mercado paralelo de crédito constituído pelas "acceptaciones" (obrigações das empresas para com os investidores), que crescia à medida que aumentava a demanda por dinheiro que não era atendida pelo sistema financeiro institucionalizado.

negativas e a falta de demanda por moeda nacional desestimularam a própria criação de substitutos "oficiosos" da moeda.<sup>6</sup>

Nos dois casos, chegou-se à perda paulatina (mais grave na Argentina) das possibilidades de uso da política monetária, mas por razões diferentes. No Brasil, pela endogeneização da moeda, que implicou na determinação de sua quantidade efetivamente em circulação de acordo com as necessidades de elevação dos preços. Na Argentina, pela forte desmonetização, que provocou a fuga para a moeda estrangeira.

Todavia, no Brasil, o governo conseguia a rolagem do seu grande estoque de dívida no mercado financeiro formal. Os empresários com disponibilidade de liquidez tiravam proveito da correção monetária e das altas taxas de juros praticadas no mercado financeiro. Os bancos se beneficiavam dos ganhos inflacionários com o *floating* (dinheiro disponível a "custo zero" que obtinha da correção monetária). Entretanto, outros setores da sociedade, sem a proteção da "moeda do rico" (indexada), se afundavam na maior e mais prolongada crise econômica já registrada na história do país.

Na Argentina, por sua vez, as conseqüências da crise monetária foram negativas para quase todos os setores da sociedade: o governo perdeu credibilidade e se fragilizou; houve quebra generalizada de empresas e o sistema bancário ficou abalado com o fechamento de alguns bancos; o salário real teve

---

<sup>6</sup> É preciso lembrar que um Estado que não goza de credibilidade não está em condições de sancionar a criação de moeda endógena.

perdas importantes e aumentou o desemprego (ver Tabela 6, em anexo). Apenas no setor financeiro registraram-se ganhos volumosos, próprios de situações de forte instabilidade que permitem transferências rápidas de riquezas entre os agentes econômicos.

### 3.3 A Questão Cambial

A questão cambial foi fundamentalmente diferente nos dois processos. Na Argentina, ela marcou o rumo dos acontecimentos que se sucederam a partir do Programa de Prefixação do Câmbio do governo militar. As modificações na taxa de câmbio refletiam-se imediatamente, e na mesma magnitude, nos preços dos bens comercializáveis, não acontecendo o mesmo com os dos bens não-comercializáveis (especialmente com os salários). Desta maneira, as contínuas desvalorizações da taxa de câmbio que se produziram na segunda etapa do programa levaram a rápidas modificações nos preços relativos e, portanto, na distribuição de renda. As políticas cambiais adotadas durante toda a década de 80 tiveram efeitos similares, mostrando claramente a influência da taxa de câmbio sobre os preços.

No Brasil, pelo contrário, o dólar oficial foi seguindo a taxa de inflação em forma irregular e o paralelo manteve um comportamento com "ágio" flutuante, evidenciando-se um indexador fraco para os preços. É apenas a partir dos anos 90, justamente quando o modelo de indexação seguido pelo país se encontrava

agonizando, que a moeda estrangeira começou a se mostrar um indexador mais relevante.

Resumindo, na Argentina, a fuga dos agentes para o dólar transformou esta moeda em unidade-de-conta e, portanto, foi principalmente a taxa de câmbio a que indicou o ritmo de aceleração dos preços, mesmo que a causa da inflação estivesse vinculada a problemas de ordem estrutural. No Brasil, a política de minidesvalorizações de câmbio sinalizava um acompanhamento da taxa de inflação, mas não foi totalmente neutra, como mostram Costa e Biasoto (1993: 44):

A longo prazo, a posição histórica do governo como o maior devedor tem sido depreciada, com o desequilíbrio entre índices de preços e indexadores abatendo seus débitos. Há uma espécie de "calote" consentido somente porque a massa de pequenos "poupadores" --diferentemente dos grandes aplicadores financeiros-- não possui muitas alternativas para proteger o dinheiro contra a inflação. O completo desajuste de três indicadores básicos, que constituíram referências de correção, sugere a magnitude das perdas para os credores. De 1982 a 1992, por ex., a correção cambial acumulou variação de 3.289.984.251 %. Neste mesmo período, a inflação alcançou 4.607.211.447%, mas a correção monetária não ultrapassou

2.750.000.000%. No governo Collor, alterou-se a relação do câmbio e inflação, mas a correção monetária não acompanhou essa última. Enquanto a correção do câmbio somou 9.747%, para inflação de 6.906% (IGP-DI-FGV), a correção monetária foi de 5.718% (GM, 15/8/92).

### 3.4 A Crise Financeira dos Anos 80

O déficit público é um problema que preocupa a muitos países. Mas ele não é tão grave quando se trata de países com estabilidade econômica, porque seus governos gozam de credibilidade. Nos casos sob análise, cabe lembrar que o déficit público transformou-se, nos anos 80, num déficit principalmente financeiro (a Argentina chegou a este ponto mais rapidamente do que o Brasil), num **processo de financeirização da dívida pública**, isto é, houve aumento da dívida que não se refletiu em aumento do produto.

Na Argentina, enquanto os redescontos moderavam seu ritmo de crescimento devido ao agravamento da situação das empresas e, portanto, dos bancos, a dívida remunerada do Banco Central com as entidades financeiras foi aumentando ao longo da década. O mecanismo de redesconto, com taxas menores às pagas pelo Banco Central aos encaixes remunerados, sustentava o crédito ao setor privado. Os bancos podiam, assim, emprestar a prazos mais longos que os dos depósitos dos particulares. A opção por taxas de juros elevadas não foi

adotada na Argentina porque o governo avaliou que elas só piorariam a recessão e a inflação.

No Brasil, no entanto, aplicou-se uma política de taxas de juros altas que, se bem desencorajaram o endividamento para o investimento, não o impediram totalmente (pelo rolagem de endividamento de curto prazo), principalmente no caso do de pequeno porte, como modernização. Os empresários podiam autofinanciar-se com os ganhos obtidos no mercado financeiro e no mercado de produtos, inclusive com aumento dos mark-ups.

Eis aqui uma diferença importante entre os dois casos. Argentina tinha um teto no aumento das taxas de juros, dado pelas próprias limitações de expansão monetária, onde o lançamento de títulos públicos corria por conta de um jogo financeiro que não se traduzia num verdadeiro aumento de liquidez senão apenas em maior endividamento público. No Brasil, havia, sim, uma real expansão da liquidez, de acordo com as necessidades determinadas pelos agentes econômicos, por conta de uma autêntica endogeneização da criação de moeda.

Pode-se também mencionar as diferenças no uso que os dois países faziam do sistema bancário. O avanço tecnológico em informática facilitava, cada vez mais, as operações que os bancos realizavam com os clientes. Isto influenciou no controle da base monetária, uma vez que era possível aumentar a velocidade de circulação da moeda e realizar inovações financeiras cada vez mais complexas, que permitiam as operações financeiras sem ampliar a base monetária. O Brasil

aproveitou-se destas possibilidades porque já possuía um sistema bancário varejista massificado e com dimensões nacionais.

Na Argentina, no entanto, o uso dos bancos era restrito. Apenas uma pequena parcela da população mantinha dinheiro em conta corrente (ver Tabela 6, em anexo) e o uso do cheque era limitado a pouquíssimas operações. Os cheques não eram aceitos no comércio e, talvez devido a um sistema punitivo inoperante ou à pouca proteção do valor do dinheiro depositado em conta corrente nos bancos,<sup>7</sup> o risco de cheques incobráveis era alto.

No Brasil, por sua vez, resultava indispensável a manutenção de contas correntes (vinculadas a depósitos de poupança e no open) para conservar a função do dinheiro como reserva de valor. Assim, num contexto inflacionário, o Brasil mantinha um maior volume de dinheiro em conta corrente (em relação ao PIB) e um M2 mais líquido (Tabela 4, em anexo). Mas, por outro lado, o encurtamento do período de rolagem dos títulos de dívida pública (M2) aumentava a fragilidade financeira do setor público, ou seja, a relação entre o serviço financeiro de sua dívida e a arrecadação tributária. Isto fazia com que as autoridades fossem perdendo capacidade de solvência e credibilidade. Assim, chegou-se a uma situação cada vez mais crítica, na rolagem de curto prazo do grande estoque de dívida pública interna, que evidenciava a necessidade de mudar a estratégia de financiamento do governo.

---

<sup>7</sup> Cabe lembrar que a política de taxas de juros não sinalizava esta proteção.

O Brasil teve, portanto, um processo de financeirização da dívida substancialmente diferente ao da Argentina. As políticas econômicas adotadas marcaram essas diferenças. Estas políticas, por sua vez, se baseavam em diagnósticos realizados de forma totalmente oposta.

O Brasil manteve uma discussão acadêmica ampla durante os anos que antecederam à crise dos 80, que, sem dúvida, influenciou as decisões das autoridades econômicas. A Argentina, entretanto, passou a década de 70 quase em branco em matéria de discussão econômica.<sup>8</sup> A Reforma Financeira de 1977 foi fruto direto desta falta de discussão. Essa reforma constituiu uma distorção da teoria da "repressão financeira" (baseada nos trabalhos de Mckinnon e Shaw e extremamente influente no Banco Mundial) que estava na moda, nos anos 70, para países com mercados de capitais pouco desenvolvidos.<sup>9</sup>

Com a democracia, a inícios da década de 1980, voltou a produção de trabalhos sobre a economia argentina, mas a informação primária de que se dispunha era muito pobre e viesada, pelo que houve a necessidade de fazer todo

---

<sup>8</sup> Tem que se considerar que, naqueles anos, a repressão militar não permitia discussões acadêmicas e muitas das mentes mais esclarecidas tinham saído do país devido aos riscos que corriam. As discussões nos claustros universitários eram vistas pelos militares como um atentado à ordem.

<sup>9</sup> De acordo com a análise de Montero (1988: 37), a avaliação ortodoxa pressupunha que, nesses países, "juros baixos teriam reprimido a demanda de ativos bancários, sufocando a intermediação financeira e deturpando a colocação de crédito. O que se precisava fazer era, então, liberar o mercado a seu próprio jogo, para que os maiores juros alentassem poupança em ativos financeiros e permitissem canalizar maiores recursos reais ao circuito produtivo. A mensagem, simples em si, foi adicionalmente simplificada por alguns intérpretes locais, que pareciam associar toda monetização a investimento e crescimento. Nos discursos oficiais isto era uma constante".

um trabalho de reconstrução de séries estatísticas e dados, imprescindível para avaliar a situação econômica do país.

A dificuldade para efetuar uma política econômica coerente na Argentina, junto ao estado de financeirização da dívida pública, estimulou o descrédito no governo e a fuga dos agentes para a moeda estrangeira.<sup>10</sup> O Brasil, por sua vez, tinha instituições financeiras que lhe davam certo fôlego para pensar em estratégias que evitassem o caos econômico-social e fossem minorando os efeitos nocivos dos problemas estruturais e conjunturais que se sucederam a partir dos primeiros choques externos. Noutras palavras, o resultado da crise na Argentina, de desmonetização, hiperinflação e fuga de capitais, para o exterior e o mercado informal,<sup>11</sup> não se repetiu da mesma forma no Brasil. É como se ambos os países tivessem sido atingidos pela mesma doença, mas o Brasil produzia anticorpos que adiavam a completa prostração, e a Argentina não.

---

<sup>10</sup> De acordo com Franco (1991: 140), a dolarização financeira da Argentina "advêm de processos de desintermediação financeira (calotes sucessivos, regulamentos espúrios, limites às taxas de juros, aos prazos de aplicação e à indexação financeira, etc.), bem como (...) do desastrado experimento de liberalização financeira conduzido durante o governo militar".

<sup>11</sup> Dornbusch e Reynoso (1989: 490) mostram a grande diferença de fuga de capitais nos dois países. Até 1987 Argentina registrava depósitos per cápita de 277 dólares, enquanto que, para o Brasil, este montante chegava a 85 dólares. Segundo os autores, a fuga mostrou-se relativamente moderada no Brasil devido à adaptação do mercado financeiro doméstico aos efeitos da inflação. O mercado de moeda indexada de curto prazo teria evitado a fuga maciça de capitais. Mesmo assim, ela existiu, devido ao encurtamento do prazo de vencimento dos títulos no mercado financeiro.

### 3.5 As Políticas Heterodoxas

Outra questão relevante para o estudo comparativo dos mecanismos institucionais defensivos são as políticas heterodoxas que se sucederam, nos dois casos, na segunda metade dos anos 80. Elas se derivaram diretamente das discussões entre economistas, provocadas pelos contínuos fracassos das medidas ortodoxas adotadas anteriormente. O diagnóstico em que estas políticas se fundamentavam respondia principalmente à noção de inflação inercial.<sup>12</sup> As terapias propostas implicavam em medidas conjunturais (fundamentalmente congelamento de preços) e estruturais (combate ao déficit público através de reformas fiscais). Estas últimas ficaram aquém das intenções, levando, aparentemente, ao fracasso dos planos.

Para entender o embasamento das políticas heterodoxas, vamos primeiro fazer uma análise breve dos efeitos das políticas ortodoxas que as antecederam.

No Brasil, as estratégias ortodoxas adotadas consistiram no controle da base monetária pela emissão de títulos públicos, tendo como efeito o aumento da dívida pública interna (pelo estímulo ao ganho no *open*) e das taxas de juros. As taxas de juros, fixadas num alto patamar, elevaram os custos financeiros das empresas endividadas, que os repassaram para seus preços, e serviram de

---

<sup>12</sup> A inflação inercial é provocada pela falta de coordenação entre os agentes, isto é, a inflação reproduz o repasse automático do aumento dos custos aos preços. Assim a inflação presente tem como principal causa a inflação passada. Este mecanismo é perpetuado pelo conflito distributivo, porque os agentes econômicos procuram manter sua participação relativa na renda, ou seja, o pico prévio de renda real. Simultaneamente, estes planos são incompatíveis, resultando na instabilidade de preços (ver Rego, 1986).

referência para a formação dos preços a prazo, aumentando a taxa de inflação. A desmonetização teve como contrapartida a indexação no mercado financeiro organizado.

Na Argentina, as principais medidas estavam vinculadas aos seguintes fatores: controle do déficit público (mediante diminuição dos gastos do governo), dos salários e do crédito; política cambial ativa (com minidesvalorizações que atrelavam a taxa de câmbio às variações da taxa internacional); e livre mobilidade de capitais. Para combater a inflação, derivada da política cambial, as autoridades tentaram diminuir a liquidez. A contração da liquidez prejudicou a situação dos bancos e o Banco Central teve que socorrê-los, agravando o déficit quase-fiscal. O governo perdeu credibilidade, produzindo uma maior desmonetização, via dolarização espontânea, e inflação.

Nos dois casos, o alto patamar a inflação terminou centralizando todas as atenções. Já não havia mais lugar para medidas ortodoxas. Os instrumentos de política monetária, para controle da demanda agregada, ficaram ineficientes. Os economistas heterodoxos estavam prontos para pôr em prática uma série de idéias que vinham tomando corpo, tanto no Brasil quanto na Argentina.

Na Argentina, principalmente Frenkel (1979 e 1982) e Canitrot (1981) colocaram como componente essencial da inércia a indexação dos salários. No Brasil, os estudos acusaram também o poder inercial da indexação dos salários sendo repassado para os preços. As terapias propostas nestes estudos (ver Arida, 1984, Lópes, 1984 e Arida e Lara-Resende, 1985) não foram imediatamente

concretizadas no Brasil, mas auxiliaram no desenho do primeiro plano heterodoxo de vulto testado na Argentina, o Plano Austral. Posteriormente, alentado pelo relativo êxito alcançado pela experiência argentina, o Brasil colocou em prática um programa com fundamento similar, o Plano Cruzado.

Em ambos os planos, o diagnóstico foi de inflação inercial. Em ambos os planos, as terapias consistiram no congelamento dos preços, salários e taxa de câmbio. Entretanto, os efeitos derivados da aplicação destes programas foram diferentes.

Na Argentina, no início, houve um incremento da demanda por moeda, redução do déficit fiscal e reativação do crédito com taxas de juros positivas. Num segundo momento, a situação externa desfavorável levou a um aumento do déficit público, que foi atendido por emissão monetária. Finalmente, o descongelamento provocou a aceleração da inflação.

No Brasil, houve uma forte expansão do consumo, que gerou desabastecimento e ágio. Não houve interesse político em realizar a reforma fiscal que os assessores econômicos pretendiam,<sup>13</sup> para conseguir o superávit fiscal necessário ao investimento e à reativação econômica.

Nos dois casos, a inflação voltou com força. Mas o Brasil enfrentou-a com o aumento expressivo de quase-moeda oficial, que evitou uma dolarização

---

<sup>13</sup> Cabe destacar que este programa estava sendo aplicado em ano eleitoral.

descontrolada. Na Argentina, no entanto, as condições de fragilidade financeira deram sustento a uma marcada tendência inflacionária e a uma dolarização crônica.

Os planos heterodoxos que se seguiram deixaram mais evidentes ainda as diferenças entre os dois casos. Na Argentina, o fracasso do Plano Primavera<sup>14</sup> acabou alimentando um salto na tendência inflacionária, provocando uma explosão de preços que se traduziu em dois surtos hiperinflacionários. A indexação ao dólar foi geral. Todos os setores da sociedade tentaram refugiar-se na moeda estrangeira. Só restava ao governo assumir a dolarização e criar um programa de governo que a formalizasse. Desta maneira, ficou desenhado o Plano de Conversibilidade de 1991.

No Brasil, também se generalizou a indexação.<sup>15</sup> Mas o indexador instantâneo (cotação do dólar paralelo no momento de transação) não era aceito socialmente. A parte abastada da sociedade se refugiava, predominantemente, no mercado financeiro formal, uma vez que o mercado paralelo representava uma pequena proporção do giro diário de dinheiro no mercado de títulos públicos.

---

<sup>14</sup> Ver a análise deste plano no Capítulo 2.

<sup>15</sup> Todavia, as dessemelhanças na distribuição de renda dos dois países deram diferente conteúdo à generalização do uso de moeda indexada. No Brasil, uma porcentagem pequena da população tinha acesso a essa moeda. A grande massa dos assalariados devia conformar-se com a desvalorizada moeda de curso legal. Na Argentina, com uma distribuição mais igualitária de renda, abriu-se espaço para que uma ampla parcela da sociedade usasse a moeda estrangeira como reserva de valor e unidade-de-conta.

Se, de um lado, era possível manter a moeda, em seu conceito mais amplo de M4, relativamente estável, do outro, cada vez mais se fazia necessário procurar a estabilidade da moeda em seu sentido mais restrito, dados os efeitos perversos desta indexação da "moeda do rico" na distribuição da renda. Recentemente, novamente olhando para a vizinha Argentina, o país começou a avaliar as vantagens e desvantagens de uma âncora cambial e acabou por adotar um plano de estabilização original, o Plano Real.

Em nenhum dos casos sob análise existiram as condições prévias necessárias para o êxito dos planos heterodoxos, tais como equilíbrio fiscal, coordenação de políticas de preços, equilíbrio do balanço de pagamentos. Mas os fracassos tiveram conseqüências diferentes. Em síntese, condições iniciais similares, estruturas econômicas diferentes, diagnósticos coincidentes e terapias propostas até certo ponto similares produziram conseqüências, nos anos 80, que em nada justificam o apelido de "efeito Orloff", senão apenas pela necessidade de avaliar as experiências de programas econômicos alternativos para economias desajustadas.

### 3.6 Conclusões

Na Argentina, a chamada "dolarização formal", instituída mediante a Lei de Conversibilidade, põe fim a uma "situação tendencial" de dolarização.<sup>16</sup> Restabelecida a confiança na moeda nacional lastreada, o ciclo de desmonetização descontrolada se reverte, dando espaço novamente à circulação da moeda de curso legal, com suas propriedades e funções tradicionais. Houve, portanto, uma situação de "indexação ao dólar", com dois momentos: uma primeira etapa, informal, num cenário econômico caótico, e uma segunda etapa, formal (ou programada), numa situação de reordenamento das variáveis econômicas.

No Brasil, um modelo cada vez mais complicado de inter-relações financeiras estimulou a generalização do uso da "quase-moeda". Entretanto, as constantes manipulações transformaram o indexador oficial num indexador ineficiente, parcial, que a sociedade passou a renegar.

Os anos 90 encontraram os dois países em situações bastante diferentes, coincidindo apenas no aumento dos desequilíbrios fiscais e na aceleração inflacionária. Mesmo assim, o índice inflacionário na Argentina era bem maior do que no Brasil. Além do que, a Argentina tinha passado por dois surtos hiperinflacionários e, no Brasil, o próprio mecanismo de indexação, que alimentava a inflação, protegia a economia contra a hiperinflação aberta, reprimindo-a.

---

<sup>16</sup> A expressão "situação tendencial" é usada aqui no sentido de "caminhar para" e não se concretizar efetivamente. A "dolarização formal", por sua vez, se diferencia da dolarização tradicional, uma vez que provoca a remonetização (em moeda nacional conversível) da economia.

Argentina tinha iniciado a reversão das tendências negativas usando o poder do Estado para dar um "calote" nos ativos do público com o Plano Bonex de 1990.<sup>17</sup> No Brasil,

"quando o Governo Collor bloqueou os cruzados novos à ordem do Banco Central, o nível de endividamento da União com relação aos títulos em poder do público era equivalente a 15,2% do PIB (cerca de US\$ 54 bilhões) (...) Quando acabou o processo de devolução dos cruzados bloqueados, em agosto de 1992, o endividamento era de 8,3% do PIB (ou US\$ 33,2 bilhões), o que resultou num confisco total de cerca de US\$ 24 bilhões, em torno de 39% dessa dívida mobiliária". (Costa, março/93: 12)

O grau de desmonetização da Argentina era bem maior que o do Brasil. O uso do dólar estava difundido na Argentina.<sup>18</sup> No Brasil, apenas os "mais ricos",

---

<sup>17</sup> Segundo Frenkel (1994: 2), "esta operação reprogramou compulsivamente a dívida pública interna fiscal e quase-fiscal. Isto se fez através da troca compulsória por bonus externos (títulos públicos a dez anos em dólares) dos títulos públicos em moeda interna e da maior parte dos depósitos do sistema financeiro, que constituíam basicamente financiamento de curto prazo ao setor público, tendo em conta os elevados encaixes e as indisponibilidades impostas pelo Banco Central. A intervenção afetou os ativos do público, incluídas as contas correntes, por aproximadamente oito bilhões de dólares. A intervenção criou condições monetárias que permitiram freiar a hiperinflação em março de 1990. Apesar da inflação continuar alta ao longo desse ano, o sistema financeiro começou a se ajustar à extrema desmonetização da economia. Logo, no meio do ano, os depósitos tenderam a aumentar".

<sup>18</sup> Na Argentina, segundo mostra Costa (1990: 104), o dólar servia "tanto como alternativa de investimento ou indexador dos preços quanto, 'clandestinamente', como meio de pagamento".

como multinacionais e negociantes de imóveis, mantinham como referencial a moeda estrangeira. Mas a Argentina mostrava uma fragilidade financeira muito maior, uma vez que o processo de dolarização respondia a uma situação crônica de inflação e recessão desestruturante, com "sucateamento" da indústria. No Brasil, no entanto, a recessão foi, de certa forma, compensada pelos ganhos financeiros, que permitiram às grandes empresas manterem-se capitalizadas e líquidas, com um certo patamar de emprego e em condições de retornar ao crescimento auto-sustentado (ver Tabela 7, em anexo). Os quadros 1 a 6 (no apêndice deste capítulo) sintetizam os efeitos das políticas econômicas, no Brasil e na Argentina, mostrando os processos como substancialmente diferentes.

Apesar das diferenças entre os processos de dolarização e de indexação, respectivamente, na Argentina e no Brasil, eles tiveram um mesmo resultado final: foram autodestrutivos, gerando sua própria crise.

## **APÊNDICE DO CAPÍTULO 3**

Quadro 1

A QUESTÃO FISCAL

	Questão Fiscal	Efeitos	Pol. Fiscal
<b>BRASIL</b>	<p>1. Arrecadação de impostos c/correção monetária</p> <p>2. Fontes de financiamento principalmente externas</p> <p>3. Aumento de dívida externa sem contrapartida do PIB</p> <p>4. Buscou fontes alternativas de financiamento</p>	<p>1. Sem perdas para o fisco</p> <p>a) Choques externos são impor tantes no endividamento do Setor Público;</p> <p>b) necessidade de superávits co merciais para compensar desequilíbrios no balanço de pagamentos;</p> <p>c) subordinação da política de juros à cambial;</p> <p>d) não apresentou deterioração do índice da dívida externa de exportação;</p> <p>e) aumento de juros/PIB.</p> <p>a) Viabilizou o mercado de títulos públicos e o investimento;</p> <p>b) aumentou inflação e endivid. do Setor Público;</p> <p>c) perda do controle da emissão monetária.</p>	<b>ATIVA</b>
<b>ARGENTINA</b>	<p>1. Arrecadação de impostos s/correção monetária</p> <p>2. Idem</p> <p>3. Idem</p> <p>4. Não buscou fontes alternativas; restringiu-se à diminuição de gastos</p>	<p>Com perdas para o fisco</p> <p>a) idem;</p> <p>b) idem;</p> <p>c) idem;</p> <p>d) apresentou deterioração;</p> <p>e) idem.</p> <p>Aumento da inflação e do déficit público e diminuição do investimento e do produto</p>	<b>PASSIVA</b>

Fonte: elaboração própria

Quadro 2

A QUESTÃO MONETÁRIA

	Questão Monetária	Efeitos	Política Monetária
<b>BRASIL</b>	<p>1. Mercado endogeneização da criação de moeda</p> <p>2. Os títulos públicos funcionaram como quase-moeda</p> <p>3. Desmonetização restrita a M1</p> <p>4. Uso de moeda indexada pelos "mais ricos" e de moeda desvalorizada pelos "mais pobres"</p>	<p>Aumento do déficit fiscal e da inflação; queda nos investimentos; perda limitada do uso de política monetária</p>	<p>FIXAÇÃO DA TAXA DE JUROS NOMINAIS EM ALTO PATAMAR</p>
<b>ARGENTINA</b>	<p>1. Endogeneização da moeda pelo aumento da velocidade de circulação do dólar</p> <p>2. O dólar funcionou como quase-moeda</p> <p>3. Desmonetização quase total</p> <p>4. Uso de dólar pela maioria</p>	<p>Déficit quase-fiscal e fiscal; queda do investimento e aumento dos preços; perda total no uso de política monetária</p>	<p>INOPERANTE</p>

Fonte: elaboração própria

Quadro 3

**A QUESTÃO CAMBIAL**

	<b>Questão Cambial</b>	<b>Política Cambial</b>
<b>BRASIL</b>	1.A taxa de câmbio acompanha a taxa de inflação 2.O dólar é indexador restrito	MINIDESVALORIZAÇÕES COM DUAS MAXIDESVALORIZAÇÕES
<b>ARGENTINA</b>	1.A taxa de inflação acompanha a taxa de câmbio 2.O dólar é indexador amplo	ATIVA

Fonte: elaboração própria

Quadro 4

**A QUESTÃO FINANCEIRA**

	<b>Questão Financeira</b>	<b>Política Financeira</b>
<b>BRASIL</b>	1.Financeirização retardada da dívida pública 2.Foi possível financiar parte do investimento produtivo com os ganhos no setor financeiro	Nos anos 70, ATIVA Nos anos 80, PASSIVA
<b>ARGENTINA</b>	1.Rápida financeirização da dívida pública 2.Não foi possível financiar o investimento produtivo	PASSIVA

Fonte: elaboração própria

Quadro 5

**POLÍTICAS ORTODOXAS**

<b>Políticas Ortodoxas</b>		
	<b>Medidas</b>	<b>Efeitos</b>
<b>BRASIL</b>	1. Controle da base monetária pela emissão de títulos públicos 2. Aumento da taxa de juros	Aumento da dívida pública interna; estímulo ao ganho fácil no "open"  Aumento da taxa de inflação pelo aumento dos custos financeiros das empresas
<b>ARGENTINA</b>	1. Controle do déficit público mediante diminuição dos gastos do governo, dos salários e de restrição ao crédito 2. Aumento das taxas de juros 3. Controle de liquidez	Diminuição do investimento e do produto  Incertezas quanto ao futuro; fuga de capitais  Fragilização do sistema bancário e das empresas; desmonetização e inflação

Fonte: elaboração própria

Quadro 6

**POLÍTICAS HETERODOXAS**

	<b>Políticas Heterodoxas</b>
<b>BRASIL</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Originadas do fracasso da ortodoxia</li> <li>2. Diagnóstico de inflação inercial</li> <li>3. Terapia: congelamento de preços e salários, má desvalorização cambial e "tarifação" no dia D</li> <li>4. Estudos apontavam para o poder inercial da indexação dos salários</li> <li>5. Rápido fracasso, ocasionado pela demora em realizar as mudanças estruturais necessárias</li> <li>6. Não foram determinantes na mudança do patamar inflacionário</li> </ol>
<b>ARGENTINA</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Idem</li> <li>2. Idem</li> <li>3. Idem</li> <li>4. Idem</li> <li>5. Êxito temporário e posterior fracasso devido, principalmente, às condições externas desfavoráveis</li> <li>6. Provocaram a explosão dos preços (hiperinflação)</li> </ol>

Fonte: elaboração própria

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

As economias do Brasil e da Argentina apresentaram, nos anos 80, problemas semelhantes. Ambas passaram por processos de indexação, na tentativa de viabilizar os sistemas de contratos que possibilitassem a atividade econômica. No Brasil, essa tentativa foi oficial, enquanto que, na Argentina, foi realizada espontaneamente pelos próprios agentes. Ambos os governos procuraram atacar as causas que criaram instabilidade e que fizeram com que suas respectivas moedas de curso legal perdessem as funções tradicionais de dinheiro. O problema foi diagnosticar essas causas para poder propor terapias adequadas. As indexações (formal e informal) foram, assim, apenas uma forma de manter funcionando as economias, enquanto não se conseguia a almejada estabilidade. Isto, por si só, justifica um trabalho comparativo entre os dois casos. Todavia, é de se salientar que os tipos de indexação foram qualitativamente diferentes, tanto pelas condições estruturais quanto pelos mecanismos de indexação adotados e os resultados obtidos com estes indexadores.

Os choques externos (crises de petróleo e aumento das taxas de juros internacionais) tiveram conseqüências dramáticas para ambos os países, porque suas economias não tinham alcançado um estágio de desenvolvimento que lhes permitisse enfrentar as crises externas. Mas o Brasil estava estrutural e institucionalmente melhor preparado do que a Argentina. Suas políticas econômicas foram guiadas pela vontade de não perder o espaço conquistado até

então. A Argentina, no entanto, mostrou-se muito mais ineficiente na condução de sua economia, levando o país a uma crise mais grave do que a do Brasil.<sup>1</sup>

Como resultado das condutas dos governos, o Brasil alimentou um sistema de indexação a ativos financeiros (depósitos de poupança, depósitos a prazo e títulos públicos) que os transformou em "quase-moeda". O próprio Estado garantia estes ativos, e isto fez com que, de um lado, se generalizasse o uso da "quase-moeda" e, de outro, aumentasse progressivamente o endividamento interno. O fim da indexação como instrumento de condução da política econômica foi provocado precisamente pelo aumento substancial da dívida pública, que fez com que os agentes deixassem de acreditar no Estado como avalista da "quase-moeda", na medida que, como maior devedor, manipulava constantemente o indexador oficial.

Argentina, por sua parte, liberou os agentes econômicos para que resolvessem seus problemas pela própria iniciativa, promovendo, com esta atitude, a fuga maciça para o dólar. Isto foi apenas um desdobramento da crise e não uma conduta premeditada, para a sua solução. Desta maneira, além da perda total de confiança na moeda oficial, houve uma descoordenação de preços (com previsíveis conseqüências sobre a distribuição da renda) que se fez insustentável, provocando picos hiperinflacionários. Esta situação levou a que o governo reagisse institucionalizando, em 1991, a âncora cambial.

---

<sup>1</sup> Um fator que poderia contribuir para explicar em parte as diferenças nas condutas dos governos seria o da falta de formação de quadros técnicos e de produção de literatura econômica, durante o período militar, que teria deixado o governo argentino sem suficiente competência para elaborar seus programas de política econômica. Mas esta é uma hipótese para ser testada em outra pesquisa.

Ora, os indexadores adotados nos dois países eram qualitativamente diferentes. Um, a cotação do dólar, em que pese ser emitido por um Estado desenvolvido, levava descontroladamente à hiperinflação. Outro, que embora possuindo a garantia de um Estado subdesenvolvido, mantinha a soberania nacional sobre a "quase-moeda", mas era sujeito à manipulação arbitrária. Isto levou a que na Argentina cada vez mais se procurasse a moeda estrangeira como forma de se proteger da crise, sendo que, no Brasil, cada vez menos se dava crédito à moeda fiduciária, mas se impedia a fuga de capitais do mercado formal.

Com uma estrutura produtiva menos diversificada e acanhada, a Argentina passou por uma crise muito maior porque ficou sem poder fazer uso de política monetária e de dívida pública consistentes, além de adotar uma política cambial de eficácia duvidosa, combinada com um ajuste fiscal insuficiente. O Brasil, ao poder fazer uso de suas instituições financeiras defensivas –substitutos nacionais da moeda protegidos por correção monetária– obteve maior raio de manobra perante os choques adversos.

**A N E X O**

**ESTATÍSTICO**

**TABELA 1**

**TAXA ANUAL MÉDIA DE INFLAÇÃO  
(Variação Porcentual IPC)**

<b>Ano</b>	<b>Argentina</b>	<b>Brasil</b>
1950-60	27,2	20,6
1960-70	21,3	44,0
1970-75	64,0	21,8
1975-80	191,1	47,7
1980-85	322,6	148,9

Fonte: Alberto O. E. Ortega. **O Plano de Estabilização Heterodoxo: a Experiência Comparada da Argentina, Brasil e Peru.** BNDES, 1989, p.19.

TABELA 2

## RELAÇÃO DÍVIDA INTERNA / PIB

ANOS	Dívida Interna <sup>1</sup>			
	ARGENTINA		BRASIL	
	Saldo <sup>2</sup> A milhões	% PIB	Saldo <sup>3</sup> NCz\$ milhões	% PIB
1979	0,80	5,6	0,40	6,4
1980	1,36	4,7	0,50	3,9
1981	6,08	10,7	1,30	5,1
1982	23,00	15,4	3,40	6,7
1983	147,00	20,4	6,60	5,6
1984	506,00	9,8	19,10	4,9
1985	2.570,20	6,7	128,90	9,1
1986	5.186,00	7,5	354,90	9,6
1987	15.248,90	9,0	1.145,90	9,6
1988	87.049,70	11,4	7.599,00	8,2

Fonte: Luis Carlos Bresser Pereira. *A Crise do Estado: Ensaio Sobre a Economia Brasileira*. São Paulo: Nobel, 1992, p.87 e International Financial Statistics Yearbook. IMF, 1991.

<sup>1</sup>Dívida Interna representa as obrigações e títulos federais fora do Banco Central.

<sup>2</sup>Saldo em 31 de dezembro.

<sup>3</sup>Saldo em 30 de junho.

TABELA 3

## RELAÇÃO DÍVIDA EXTERNA / EXPORTAÇÃO

PAÍS	1980	1988
Argentina	2,8	5,3
Brasil	3,2	3,1

Fonte: Luis Carlos Bresser Pereira. *A crise do Estado: ensaios sobre a economia brasileira*. São Paulo: Nobel, 1992, p. 23.

TABELA 4

 AGREGADOS MONETÁRIOS  
 (Fim do período, % do PIB)

ANO	M1		M2	
	ARGENTINA	BRASIL	ARGENTINA	BRASIL
1983	5,3	4,9	7,0	11,5
1984	5,3	4,3	6,0	13,9
1985	4,7	4,7	5,6	14,9
1986	6,8	11,0	7,0	21,2
1987	5,7	4,6	5,9	11,4
1988	3,9	2,5	3,9	13,8
1989	3,5	1,7	4,2	13,9
1990	3,0	3,3	3,0	6,9

Fonte: *Carta Económica*, nov.1991 e *Brasil-Programa Econômico*, 1993

M1 = Moeda em poder do público + depósitos à vista.

M2 = M1 + Títulos Públicos em poder do público.

**TABELA 5**

**INVESTIMENTO BRUTO INTERNO FIXO TOTAL (IBIFT)**  
**(Em US\$ milhões constantes, a preços atacadistas dos EUA de 1970)**

<b>INVESTIMENTO BRUTO INTERNO</b>		
<b>Ano</b>	<b>BRASIL</b>	<b>ARGENTINA</b>
1980	54.856,6	6.831,8
1981	60.843,4	5.628,1
1982	59.426,8	4.079,8
1983	33.956,0	3.867,1
1984	32.938,1	3.518,3
1985	42.803,7	3.108,2
1986	51.288,4	3.360,7
1987	65.466,2	3.829,4
1988	74.826,5	3.312,5
1989	110.836,6	2.755,6

Fonte: *Carta Económica* (Argentina) e *Conjuntura Económica* (Brasil).

TABELA 6

DEPÓSITOS À VISTA E DINHEIRO EM PODER DO PÚBLICO  
(% DO PIB)

ANO	DEPOSITOS À VISTA		DINHEIRO EM PODER DO PÚBLICO	
	ARGENTINA	BRASIL	ARGENTINA	BRASIL
1975	10,4	11,1	10,4	5,7
1976	6,9	9,3	7,0	4,9
1977	4,8	8,5	6,0	4,3
1978	4,4	7,8	6,8	4,2
1979	4,2	8,0	5,6	4,5
1980	3,8	6,8	5,9	3,7
1981	2,9	6,3	5,6	3,3
1982	4,2	4,9	6,8	2,9
1983	3,5	4,4	7,5	2,5
1984	2,3	3,9	6,2	2,5
1985	2,5	5,1	5,2	2,5
1986	2,2	9,4	5,4	3,1
1987	1,9	6,3	5,2	6,2
1988	1,5	5,2	5,5	6,0
1989	1,9	4,6	7,1	6,7

Fonte: International Financial Statistic Yearbook, 1992, 1993.

Depósitos à Vista: *Demand Deposits* (linha 24); Dinheiro em poder do público: *Money* (linha 34) menos *Demand Deposits* (linha 24).

TABELA 7

**SALÁRIO REAL E DESEMPREGO**  
(Média geral)

Ano	ARGENTINA		BRASIL	
	Salário Real*	População Desempregada	Salário Real*	População Desempregada
1984	93,99	4,5	109,4	6,8
1985	77,18	5,5	136,1	5,0
1986	76,58	6,4	170,4	3,4
1987	72,29	8,0	161,9	3,8
1988	68,30	7,7	172,0	4,0
1989	65,54	8,4	187,3	3,4
1990	59,86	8,4	160,7	4,6

Fonte: **Carta Económica** (Argentina) e **Conjuntura Económica** (Brasil).

\* Base Janeiro 1984 = 100.

## BIBLIOGRAFIA

Almeida, Júlio S. Gomes de. "A Crise do Mercado Paralelo de Letras: Causas e Conseqüências Sobre a Reforma Financeira de 1964-66, *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, XI, 33 (jan./mar. de 1985): 61-78.

Arida, Pérsio. "Economic Stabilization in Brazil". Working Papers, Washington, no. 149, 1984.

\_\_\_\_\_ e Lara-Resende. "Inertial Inflation and Monetary Reform in Brazil". Texto para Discussão, PUC/RJ. Rio de Janeiro, 1985.

Arnaudo, Aldo A. "Política Monetaria y Déficit Fiscal. Experiencia Argentina 1979-81", *Ensayos Económicos*, no. 26 (junho de 1983): 1-26.

\_\_\_\_\_. "Algunas Experiencias de Liberalizacion Financiera Interna en Latinoamérica", *Novedades Económicas*, 93 (set. de 1988a): 13-15.

\_\_\_\_\_. "Experiencias de Liberalización Fianciera Doméstica", *Novedades Económicas*, 47 (julho/setembro de 1988b): 86-101.

Baer, Mônica. *A Internacionalização Financeira do Brasil*. Petrópolis: Vozes, 1986.

Barros, Luiz Carlos Mendonça de. "Indexação e Desindexação: Debate a Ser Retomado", **Revista Fundação SEADE/SP em Perspectiva**, I, 3 (set/dez de 1985): 38-45.

---

\_\_\_\_\_ "A Moeda Indexada". Mimeo, 1990. Publicado na **Revista Economia e Sociedade**, 2 (agosto 1993): 3-24.

Belluzzo, Luiz G. de Mello & Júlio S. G. de Almeida. "Crise e Reforma Monetária no Brasil". UNICAMP, mimeo, maio de 1990.

Brandão, Carlos. "A Dívida Pública Interna, Seus Problemas e Soluções", **Conjuntura Econômica** (outubro de 1989): 47-56.

Canavese, Alfredo. "A Estabilização Monetária na Argentina", **Revista ABAMEC --Ass. Bras. dos Analistas do Mercado de Capitais**, ano V, 42 (setembro, 1993): 20-22.

Canitrot, A. "Teoria e Prática del Liberalismo. Política Antiinflacionaria y Apertura Económica en la Argentina, 1976-1981". **Desarrollo Económico**, XXI, 82 (julho/setembro de 1981).

Carvalho, Carlos Eduardo. "Liquidez dos Haveres Financeiros e Zeragem Automática do Mercado: Uma Crítica às Posições de Pastore". **Anais da ANPEC (Associação Nacional de Pós-Graduação em Economia)**, 1991: 261-75.

---

\_\_\_\_\_ "Alta Inflação e Estabilização: Gradualismo ou Tratamento de Choque". **Análise Econômica**, ano 9, 16 (setembro, 1991).

Cavalcanti, Carlos Brandão. **Transferência de Recursos ao Exterior e Substituição de Dívida Externa por Dívida Interna**. Rio de Janeiro: Prêmio BNDES, 1988.

Costa, Fernando Nogueira da. "Ajuste-Desajuste-Reajuste: O Sistema Financeiro na Crise dos Anos 80", **Análise & Conjuntura**, I, 3 (set./dez. de 1986): 50-72.

\_\_\_\_\_. "A Questão Financeira e o Financiamento de Longo Prazo". Mimeo, Instituto de Economia da UNICAMP, 1989. (Apresentado no VII Congresso Brasileiro de Economistas).

\_\_\_\_\_. "Estado de Confiança e Hiperinflação". In: José Márcio Rego (org.), **Inflação e Hiperinflação**. Bienal: São Paulo, 1990.

\_\_\_\_\_. **Ensaio de Economia Monetária**. São Paulo: Bienal, 1992.

\_\_\_\_\_. **Estudos Especiais do CECON**. Instituto de Economia da UNICAMP, no. 12, março de 1993.

\_\_\_\_\_. "Inovações Financeiras e Política Monetária". Texto para Discussão 19. Campinas, Instituto de Economia da UNICAMP, abril de 1993.

\_\_\_\_\_. "(IM)Propriedades da Moeda". Texto para Discussão 11. Campinas, Instituto de Economia da UNICAMP, outubro 1992. Publicado também na **Revista de Economia Política** (50), XIII, 2, abr./jun. 1993.

---

\_\_\_\_\_ & Geraldo Biasoto Jr. "Política Monetária e/ou Política de Dívida Pública". **Estudos Especiais do CECON**. Instituto de Economia da UNICAMP, no. 6, setembro 1993.

Cruz, Paulo Davidoff. "Notas Sobre o Endividamento Externo Brasileiro nos Anos Setenta". In: Luiz Gonzaga Belluzzo e Renata Coutinho. **Desenvolvimento Capitalista no Brasil. Ensaio Sobre a Crise** (no. 2). São Paulo: Brasiliense, 1983.

Damill, Mario. "O Sistema Financeiro Argentino Após o Austral", **Revista de Economia Política**, VII, 3 (julho/setembro de 1987): 66-80.

\_\_\_\_\_ *et al.* "As Relações Financeiras na Economia Argentina", **Pesquisa e Planejamento Econômico**, XVIII, 2 (agosto de 1988): 297-340.

\_\_\_\_\_ *et al.* **Déficit Fiscal, Deuda Externa y Desequilibrio Financiero**. Buenos Aires: Tesis, 1989.

Fanelli, José Maria & Roberto Frenkel. "Deuda Externa y Políticas de Estabilización en Argentina". Mimeo preparado para o Seminário "Endeudamiento Externo y Políticas Económicas en América Latina". Campinas, 6 a 8 de dezembro de 1985.

\_\_\_\_\_ & Mario Damill. "Los Capitales Extranjeros en las Economías Latinoamericanas: Argentina". Documentos de Trabajo. Banco Interamericano de Desenvolvimento --BID, 1993.

Fraga Neto, Armínio. "Problemas do Controle Monetário no Brasil". Mimeo, 1987 (publicado posteriormente na *Revista de Economia Política*, VIII, 1, janeiro/março de 1988: 71-81).

Franco, Gustavo H. B. "Dolarização: Mecanismos, Mágicas e Fundamentos", *Anais da ANPEC – Ass. Nac. de Pós-Graduação em Economia*, 1991: 139-51.

Frenkel, Roberto. "Decisiones de Precio en Alta Inflación". *Estudios CEDES*, 6, 1979.

\_\_\_\_\_. "Algunos Problemas de la Economía Argentina en la Primavera de 1982". Texto para Discussão Interna no. 20/82. Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia e Administração, Instituto de Pesquisas Econômicas --IPE, outubro de 1982.

\_\_\_\_\_. "Hiperinflação. O Inferno Tão Temido". In: José Márcio Rego (org.). *Inflação e Hiperinflação*. São Paulo: Bional, 1990.

\_\_\_\_\_. *El Fortalecimiento del Sector Financiero en el Proceso de Ajuste: Liberalización y Regulación*. Argentina: CEDES/BID, 1994.

Heymann, Daniel. "Notas Sobre Alta Inflación y Estabilización, con Especial Referencia a la Argentina". In: Daniel Chudnovsky y Juan Carlos del Bello (org.). *Las Economías de Argentina e Italia*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica, 1989.

Hicks, John. **Ensayos Críticos Sobre Teoria Monetária**. Barcelona: Ariel, 1975.

Kiguel, Miguel A. "Inflation in Argentina: Stop and Go Since the Austral Plan", **World Development**, XIX, 8 (1991): 969-986.

Licha, Antonio Luis. "Preços numa Economia Capitalista". Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia da UNICAMP, 1989.

Lopes, Francisco L. "Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjecturas". **Revista de Economia Política**, V, 2 (abril/junho 1985): 135-51.

\_\_\_\_\_. "O Austral Conversível", **Revista de Economia Política**, XI, 4 (44), outubro/dezembro de 1991: 146-54.

Madi, Maria Alejandra Caporale. "Política Monetária no Brasil". Tese de Doutorado, Instituto de Economia da UNICAMP, 1994.

MB Associados. "O Plano Cavallo e a Economia Brasileira". Mimeo, 6 de julho de 1992.

Montero, Fernando Miguel. "Políticas de Estabilização na Argentina: Período 1976-1981". Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo, 1988.

\_\_\_\_\_. "Cruzouros e Dolarização". Mimeo, Unibanco, 1991.

Montoro Filho, André Franco. "A Inflação Parece Indomável", **Economia em Perspectiva**, No. 90 (Maio de 1992): 1-2.

Nakano Yoshiaki e Hélcio Tokeshi. "Hiperinflação na Argentina". In: José Márcio Rego. **Inflação e Hiperinflação**. São Paulo: Biental, 1990.

Ortega, Alberto O. Espejo. **O Plano de Estabilização Heterodoxo: a Experiência comparada da Argentina, Brasil e Peru**. BNDES, 1989.

Pechman, Clarice. **O Dólar Paralelo no Brasil**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984.

Pereira, Luiz Carlos Bresser & Yoshiaki Nakano. "Inflação Inercial e Choque Heterodoxo no Brasil". In: José Márcio Rego (org.), **Inflação Inercial, Teorias Sobre Inflação e o Plano Cruzado**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986: 123-48.

---

\_\_\_\_\_ & Aldo Ferrer. "Dolarização Crônica: Argentina e Brasil", **Revista de Economia Política**, XI, 1 (41) (janeiro/março de 1991): 5-15.

---

\_\_\_\_\_. **A Crise do Estado. Ensaio Sobre a Economia Brasileira**. São Paulo: Nobel, 1992.

Rego, Elba C. Lima. "A Operacionalidade da Política Monetária no Brasil no Contexto da Moeda Indexada - 1985/1990 -". Dissertação de Mestrado defendida no Instituto de Economia da UNICAMP, dezembro de 1991.

Rego, José Márcio. "A Inflação Inercial, o Monetarismo e o Déficit Público". In: José Márcio Rego (org.). **Inflação Inercial, Teorias Sobre Inflação e o Plano Cruzado**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986: 163-65.

Ribeiro, Casimiro Antônio. "O Mercado Brasileiro de Títulos Públicos: Algumas Observações Críticas", **Debate Econômico**, 1 (dezembro de 1986): 45-57.

Sarno, Paula Marina. "A Preferência pela Liquidez em Alta Inflação". Mimeo, Universidade Federal Fluminense, s.d.

Sayad, João. "Ordem Monetária e Progresso". **Folha de São Paulo**, 23/12/91, p. 1.3.

Schwartz, Gilson. "Reforma vs. Ajustamento. O Dilema da Política Econômica Recente". **Novos Estudos CEBRAP**, no. 24 (julho de 1989): 147-65.

Silva, Adroaldo Moura da. "Intermediação Financeira no Brasil: Origens, Estrutura e Problemas". Mimeo, FEA/IPE/USP, 1979.

\_\_\_\_\_. Mimeo, 1985.

Zini Jr., Álvaro Antônio. **Câmbio e Política Cambial no Brasil**. São Paulo: EDUSP/BM&F, 1993.