

TÓPICOS ESPECIAIS DA CONJUNTURA

Movimento de capitais, instabilidade monetária e desequilíbrio fiscal: um *post-mortem* da política econômica do Governo Collor

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo*
Paulo Nogueira Batista Junior**

A crítica mais comum ao programa econômico do Governo Collor sublinhava os seus elevados custos sociais: queda pronunciada do nível de atividade, aumento do desemprego e do número de falências e concordatas. O mais grave, porém, é que esse ônus vinha sendo imposto à sociedade brasileira sem que se oferecesse, em contrapartida, a perspectiva de estabilização da economia.

É inegável que a manutenção de taxas de juros reais extraordinariamente elevadas foi capaz de afastar a ameaça de hiperinflação aberta, desenhada após a maxidesvalorização de fim de setembro de 1991. A recessão industrial e o desemprego crescente não impediram, contudo, que as taxas mensais de aumento de preços continuassem em torno de 20 a 25%, patamar equivalente ao da inflação anual de muitos países latino-americanos, inclusive alguns (como a Argentina e a Bolívia) que também enfrentaram períodos de hiperinflação aberta. A verdade é que não havia uma política consistente de combate à inflação, e, pior, algumas das medidas adotadas desencadeavam efeitos colaterais perversos, que tendiam a minar a própria tentativa de estabilização.

A situação só não ficou mais grave porque o programa do Ministro Marcílio se beneficiou de um choque externo favorável, expresso na queda acentuada das taxas de juros de mercado para operações em dólares (Tabela 1), que respondem por mais de 70% do estoque da dívida externa (Brasil Progr. Econ., 1992, p. 110). Em 1991/92, pela primeira vez desde o início da crise da dívida, as taxas de juros externas ficaram situadas em níveis próximos aos observados nas décadas de 60 e 70. Isso favorece o Brasil duplamente, uma vez que afeta de modo favorável não só as contas externas, mas também a situação fiscal. Além disso, a sobreliquidez internacional e a recessão nos países desenvolvidos, ao criarem uma escassez relativa de oportunidades de aplicação rentável no centro, vêm determinando a reintegração ao sistema financeiro internacional dos países periféricos considerados de alto risco. No caso brasileiro, o influxo de capitais refletiu, também, a liberalização do mercado cambial, as novas regras que disciplinam a movimentação de capital estrangeiro e, sobretudo, a própria política de juros internos elevados.

* Professor do Departamento de Economia da Universidade de Campinas (UNICAMP).

** Chefe do Centro de Análise Macroeconômica (CEMA) e do IESP/FUNDAP e Professor da Fundação Getúlio Vargas (FGV) de São Paulo.

Dois ou três anos atrás, seria difícil prever que a entrada de capital estrangeiro pudesse atingir as cifras observadas em 1992. Num país que avalia o ingresso de capitais externos como um sinal de prestígio e credibilidade, essa tendência recente vinha reforçando a percepção de que a política econômica estava no caminho certo.

Mas o influxo de capital não é necessariamente um sinal de saúde econômica. Pode ser, ao contrário, um reflexo de diferenciais de juros que se estabelecem para impedir a conversão de uma crise monetária e fiscal em hiperinflação aberta.

O Brasil parece estar iniciando um novo ciclo de endividamento externo, sem ter sanado as seqüelas da crise da dívida dos anos 80. Esse novo ciclo, aliás, vem sendo marcado pelo abandono de cautelas elementares quanto às condições de custo, prazo e sustentabilidade do fluxo de empréstimos. Créditos externos vêm sendo contraídos por prazos curtos e com taxas de juros que, embora baratas quando comparadas às que prevalecem no mercado interno de crédito, são duas a três vezes maiores do que as taxas básicas do mercado internacional e embutem *spreads* excepcionais em relação às taxas oferecidas em papéis de primeira linha de prazo equivalente. O resultado é o crescimento das despesas externas de juros, o encurtamento do perfil da dívida e o aumento da vulnerabilidade do balanço de pagamentos.

Tudo o mais constante, a manutenção do influxo de empréstimos supõe uma ampliação do diferencial de juros, ou seja, um aumento nos juros internos, uma redução nos externos ou uma diminuição da desvalorização cambial esperada. Isso significa dizer que a efetividade desse mecanismo declina com o tempo e que sua utilização só se justifica por períodos muito curtos. O pior é que a reversão do movimento de capitais pode ser tão rápida quanto a aceleração de seu ingresso, seja por uma subida dos juros externos, seja por uma antecipação de uma nova desvalorização cambial, ou ainda diante da impossibilidade de manter as taxas internas de juros nos níveis observados desde novembro de 1991.

Não é confortador constatar que o aumento do diferencial de juros desencadeou um movimento forte de antecipação de receitas de exportação, evidenciado pelo descompasso entre os fluxos físicos e o resultado de caixa das exportações. Outros fatores que conferem caráter temporário ao ingresso de capital são a valorização dos ativos domésticos e o conseqüente estreitamento das margens de ganho de capital responsáveis pela atração de recursos externos para as Bolsas de Valores.

Ao contrário do que às vezes se imaginava, a política do Ministro Marcílio não poderia ter como resultado um maior controle dos agregados monetários domésticos, mesmo porque a mobilidade internacional de capitais e a tentativa de estabelecer metas para a taxa de câmbio real tornam endógena a oferta monetária. Mais especificamente, o que se praticou foi uma política monetária típica de um estado de hiperinflação. O Banco Central limitava-se a fixar as taxas de juros em nível elevado e a trocar moeda por moeda indexada. Entre novembro de 1991 e setembro de 1992, as taxas reais de juros do *overnight*, com lastro em títulos públicos, por exemplo, alcançaram nada menos do que 49% ao ano em média (Tabela 2). Nessas condições, a expansão da liquidez nas quase-moedas é automática e alimentada pela própria política praticada pelo Banco Central. O que se consegue com isso é evitar por algum tempo a eclosão de uma hiperinflação aberta, mas à custa da acumulação de graves desequilíbrios macroeconômicos.

À medida que cresce a dívida interna — em cruzeiros —, aumenta o peso das despesas financeiras no gasto público. Não necessariamente porque se esteja amplian-

do o endividamento global do setor público, mas, sim, em função de uma rápida mudança em sua composição (BACEN, 1992).¹ A partir de fins de 1991, o que se fez foi trocar dívida em cruzados novos e dívida externa (líquida) por dívida em cruzeiros, muito mais cara e de liquidez praticamente instantânea. Só foi possível sustentar essa política em razão do bloqueio de ativos financeiros executado por ocasião do Plano Collor I e da conseqüente redução da dívida mobiliária federal, que passou de mais de US\$ 60 bilhões em fins de 1989 para apenas US\$ 9 bilhões em setembro de 1991. Desde então, como resultado da devolução dos cruzados novos, do impacto monetário de operações cambiais e das elevadas taxas internas de juros, a dívida interna em títulos vem crescendo de forma explosiva, segundo dados revelados pelo Banco Central, alcançando o equivalente a US\$ 36 bilhões em agosto de 1992 (Tabela 3).

A política de juros altos contribuiu para inviabilizar o ajuste fiscal pelo lado tributário, agravando também a situação financeira da previdência social. Em épocas de recessão forte e prolongada, a queda da receita pública tende inclusive a ser mais do que proporcional à diminuição do nível de atividade econômica, diante do crescimento da inadimplência, da evasão fiscal e da intensificação das pressões do setor privado para que o Estado generalize a redução e a isenção de impostos.

Vale lembrar que o relaxamento prematuro dos controles sobre a movimentação de capitais não só agrava a fragilidade das contas externas, mas também dificulta sobremaneira a possibilidade de uma reforma fiscal. Nos trabalhos preparatórios das discussões sobre a nova ordem econômica mundial, Keynes advertiu que o controle dos movimentos de capital deveria ser uma "característica permanente" do sistema internacional após a Segunda Guerra Mundial.

"Não há [dizia ele], país que possa, no futuro, permitir com segurança a fuga de fundos por motivos políticos ou para evitar a taxação doméstica (...). Da mesma forma, não há país que possa receber com segurança recursos fugitivos que não podem ser usados para investimento fixo e que podem transformá-lo em país superavitário contra a sua vontade." (KEYNES, 1980, p.129-130).

A persistência de uma crise monetária e fiscal grave, combinada com a livre movimentação de capitais, é o ambiente propício para a perpetuação do estado de hiperinflação. Qualquer tentativa mais séria de ajuste pelo lado tributário é capaz de detonar uma fuga de capitais que, a um só tempo, inviabiliza o equilíbrio externo e a recomposição das contas públicas. A completa imobilização da política econômica acaba sendo o resultado final de liberalizações prematuras e do açodamento na busca de recursos externos a qualquer preço.

¹ Entre dezembro de 1991 e julho de 1992, a participação da dívida mobiliária no total da dívida do Governo Federal aumentou de 14% para 40%. No mesmo período, a participação da dívida em cruzados novos diminuiu de 12% para 2%, e a da dívida externa líquida, de 68% para 51% (Nota para a Impr., 1992, p.23).

Tabela 1

Taxas de juros selecionadas para operações em dólares — 1989/1992

PERÍODOS	LIBOR (1)		"Prime-Rate"	
	Nominal	Real (2)	Nominal	Real (2)
1989				
Dez.	8,30	4,61	10,50	6,73
1990				
Dez.	7,75	4,31	10,00	6,49
1991				
Jan.	7,35	3,95	9,52	6,05
Fev.	6,71	3,36	9,05	5,63
Mar.	6,66	2,66	9,00	4,91
Abr.	6,38	4,38	9,00	6,95
Mai	6,21	3,85	8,50	6,09
Jun.	6,44	3,43	8,50	5,43
Jul.	6,43	3,42	8,50	5,43
Ago.	5,93	2,65	8,50	5,14
Set.	5,76	2,17	8,20	4,53
Out.	5,47	1,87	8,00	4,32
Nov.	5,07	1,50	7,58	3,92
Dez.	4,56	2,28	7,21	4,87
1992				
Jan.	4,21	2,29	6,50	4,53
Fev.	4,27	2,04	6,50	4,22
Mar.	4,57	0,40	6,50	2,26
Abr.	4,31	0,18	6,50	2,29
Mai	4,12	0,94	6,50	3,25
Jun. (3)	4,08	1,51	6,50	3,87
Jul. (3)	3,65	0,35	6,00	2,63
Ago. (3)	3,55	-0,38	6,00	1,97

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Fundo Monetário Internacional.

NOTA: 1. Média dos dados diários em percentual ao ano.

2. Dados elaborados pelo Centro de Análise Macroeconômica (CEMA) e pelo IESP/FUNDAP.

(1) Taxa interbancária no euromercado (seis meses). (2) Taxa nominal deflacionada pela variação anualizada do Índice de Preços ao Consumidor nos últimos três meses. (3) Dados preliminares.

Tabela 2

Taxas de juros do "overnigth"—títulos públicos — 1991/92

PERÍODOS	NOMINAL (% ao mês)	REAL (1) (% ao ano)
1991		
Jan.	21,02	11,4
Fev.	6,85	-77,8
Mar.	8,99	21,4
Abr.	9,67	10,8
Maio	9,56	40,1
Jun.	10,32	5,1
Jul.	12,39	-4,6
Ago.	15,75	2,7
Set.	19,78	44,0
Out.	25,95	1,0
Nov.	32,42	85,9
Dez.	31,17	135,4
1992		
Jan.	29,06	23,1
Fev.	28,76	45,6
Mar.	26,86	81,7
Abr.	23,92	70,3
Maio	23,00	5,6
Jun.	24,28	32,3
Jul.	26,21	54,9
Ago.	25,65	1,0
Set.	27,65	2,6

FONTE DOS DADOS BRUTOS: BACEN.
FGV.

NOTA: 1. "Overnigth" lastreado em LBC, LFT, LTN ou BBC. Foram consideradas as taxas diárias médias acumuladas no mês.

2. Dados elaborados pelo Centro de Análise Macroeconômica (CEMA) e pelo IESP/FUNDAP.

(1) Taxa nominal deflacionada pelo IGP-DI do mês.

Tabela 3

Dívida mobiliária federal fora do Banco Central — 1989/1992

PERÍODOS	EM Cr\$ BILHÕES	EM US\$ MILHÕES (1)
1989		
Dez.	707	62 203
1990		
Mar.	934	21 945
Jun.	1 457	23 877
Set.	1 642	19 497
Dez.	2 119	12 460
1991		
Mar.	2 812	11 767
Jun.	3 061	9 805
Set.	4 958	9 267
Dez.	12 356	11 561
1992 (2)		
Jan.	21 922	16 615
Fev.	31 039	19 032
Mar.	46 547	23 414
Abr.	62 188	25 954
Mai	82 509	28 960
Jun.	108 042	31 347
Jul.	145 243	34 544
Ago.	184 482	35 954

FONTE: BACEN.

NOTA: Dados de final de período.

(1) Dados de cruzeiros convertidos em dólares pela taxa de câmbio de venda. (2) Dados preliminares.

Reforma fiscal e âncora cambial

A ninguém escapa que a política de juros altos não pode ser mantida indefinidamente. Durante a gestão de Marcílio, a proposta do Governo e do FMI para reanimar o combalido programa de combate à inflação concentrava-se na reforma fiscal e da previdência — que deveria envolver ampla revisão constitucional — e na renegociação da dívida externa — que criaria um clima de confiança, interno e externo, na condução da política econômica.

No entanto a experiência histórica mostra que, nos exemplos bem-sucedidos de estabilização, a reorganização duradoura do sistema fiscal e tributário foi sempre posterior, e não anterior, ao controle da inflação. Na verdade, é a estabilização que cria condições para as reformas mais permanentes na estrutura de gasto e financiamento do Estado. Essa é a sequência que se observa nas situações de crise monetária aguda. Nesses casos, a economia está operando com taxas de inflação altíssimas, com desorganização da oferta e com baixo nível de atividade, o que inviabiliza as tentativas de começar o processo de estabilização pela via de uma ampla reforma fiscal.

O exemplo clássico é o da "hiperestabilização" alemã de 1923/24. Hans Luther, o Ministro das Finanças responsável pela condução da política que eliminou a inflação naquela época, não ignorava que os alicerces do processo de reconstrução do sistema monetário alemão residiam no reordenamento das finanças do Estado e no equacionamento do problema das reparações de guerra, sem o que qualquer esquema de estabilização do marco estava fadado a ter vida curta. Mas percebeu que, no caso de uma inflação extrema como a alemã, não seria possível seguir a sequência preferida por aqueles que, "aferrando-se demais a um pensamento puramente lógico", insistiam em propor a reforma fiscal como ponto de partida do esforço de ajustamento. No caso alemão, dizia ele, foi necessário "(...) começar a construir a casa pelo teto (...)" (LUTHER, 1928, p.177-178).

As situações de hiperinflação são sempre detonadas por uma ruptura das condições de financiamento da economia ou do Estado. Foi assim na Alemanha dos anos 20, sobrecarregada pelas reparações de guerra. Nos países da América Latina, o impulso inicial adveio da crise da dívida externa, que se revelou também, e muito rapidamente, uma crise fiscal. Problemas agudos de financiamento, quando não são enfrentados a tempo, degeneram em crises de confiança da moeda nacional.

Alcançado esse ponto, torna-se inviável adotar a sequência aparentemente recomendada pelo bom senso, ou seja, reforma fiscal — recuperação da confiança — estabilização dos preços. É preciso, ao contrário, começar com uma restauração da confiança no padrão monetário. Essa restauração do padrão monetário, ainda que temporária, é que cria o ambiente propício à negociação e à implementação das reformas mais duradouras e à renegociação da dívida externa. A insistência em seguir a sequência convencional tem levado a uma sucessão de pacotes tributários fracassados e a renegociações onerosas da dívida externa.

Um congelamento de preços e/ou uma reforma monetária *à la* Collor I devem ser descartados, pois resultariam em deterioração ainda maior da confiança. Permanece, porém, a necessidade de se constituir uma forma de coordenação das expectativas que garanta uma redução imediata e substancial da taxa de inflação e alguma reativação da economia. O reconhecimento dessas questões tem estimulado a discussão de propostas de conversibilidade da moeda nacional com taxa de câmbio fixa, associadas ou não à dolarização no sentido estrito do termo, isto é, à permissão de contratos denominados e liquidáveis em dólar.²

² Sobre as diferentes acepções associadas ao termo "dolarização", ver Carlos Eduardo Carvalho (1992).

O ponto forte desse tipo de recomendação são a aceitação realista da decomposição do padrão monetário garantido pelo Estado nacional e a percepção de que sua regeneração depende, num primeiro momento, da possibilidade de "ancorá-lo" em algum padrão monetário entendido como estável pelos agentes econômicos. Como se sabe, a conversibilidade com taxa fixa impõe relações bem definidas entre as variações da liquidez externa do país e as variações dos haveres líquidos domésticos. O grau de cobertura dos ativos líquidos pelas reservas deverá ser tanto maior quanto mais aguda for a desconfiança da moeda local.

Uma conseqüência benéfica da adoção de uma âncora cambial seria a queda da taxa de juros decorrente da redução do prêmio associado às incertezas quanto à trajetória da inflação e do câmbio real. Essa queda dos juros, além de reduzir os encargos financeiros do Estado, permitiria uma reativação da economia e, conseqüentemente, uma melhora da arrecadação de impostos.

A queda da inflação tornaria mais clara a direção da reforma tributária. É bom advertir-se que a estrutura tributária adaptada a um regime de inflação muito alta é necessariamente diferente daquela que deve prevalecer numa situação de estabilidade, uma vez que a composição setorial da atividade econômica e, portanto, da base tributária nunca é independente do nível da inflação. Isso significa que, só após a estabilização, é possível uma revisão profunda do sistema de impostos e contribuições sociais e que, na fase inicial do processo, as medidas tributárias assumem um caráter necessariamente provisório.

Outra circunstância que favorece propostas de câmbio fixo com conversibilidade é a já referida recuperação da oferta de crédito externo associada à queda das taxas de juros nos Estados Unidos e no mercado dos eurodólares, que tem determinado uma forte entrada de capitais mesmo em países que, como o Brasil, ainda não foram capazes de implementar políticas econômicas razoavelmente consistentes. Desde fins de 1991, o movimento de capitais permitiu uma ampliação das reservas do Brasil, em termos absolutos e em relação aos ativos domésticos líquidos. Permanecendo a oferta abundante de liquidez internacional e as reduzidas taxas de juros para operações em dólares, é de se esperar que o ingresso de capitais persista após a estabilização cambial. Isso permitiria uma remonetização lastreada em reservas, o que poderia induzir à expansão do crédito interno.

A adoção de uma âncora cambial com conversibilidade comporta, porém, sérios riscos, sobretudo numa economia como a brasileira. Como se sabe, o poder estabilizador da âncora cambial é tanto maior quanto mais generalizada for a dolarização dos preços internos, o que depende, em parte, do grau de abertura comercial. Na economia brasileira, o peso relativo dos bens comerciáveis internacionalmente ainda é baixo, e a utilização de indexadores domésticos, bastante disseminada. Nesse contexto, a inflação posterior à fixação do câmbio nominal pode ser expressiva e provocar uma apreciação indesejável da taxa de câmbio real.

Além disso, ao contrário do que ocorre na Argentina, preponderam na pauta de exportações do Brasil produtos manufaturados e semimanufaturados, cuja oferta responde com mais velocidade aos movimentos do câmbio real. No caso brasileiro, portanto, apresenta-se uma dupla desvantagem: a apreciação cambial seria provavelmente mais forte do que na Argentina; e seus efeitos, mais danosos sobre a balança comercial.

A isso se acrescenta o risco inevitavelmente associado à fixação do câmbio num mundo em que as principais moedas flutuam entre si. Voltar ao padrão de

taxa fixa significa não apenas admitir uma fortíssima restrição à condução da política monetária, como também se sujeitar, para o bem e para o mal, às flutuações da moeda de referência. Em termos práticos, significa acompanhar rigidamente as políticas monetária e cambial norte-americanas, cujo direcionamento só por acaso atenderá às necessidades de outros países. Enquanto o ciclo político nos Estados Unidos estiver favorecendo uma situação de farta liquidez e de taxas de juros baixas, poderão ocorrer movimentos virtuosos, como o experimentado atualmente pela economia argentina. Mas uma mudança na ordem de prioridades da política econômica norte-americana pode ser suficiente para colocar em risco a sobrevivência do programa de conversibilidade argentino, assim como de outros programas latino-americanos apoiados em âncoras cambiais e na entrada de capitais externos.

Finalmente, cumpre notar que, apesar do crescimento recente das reservas brasileiras, o grau de cobertura que elas oferecem ao total de ativos líquidos domésticos ainda parece insuficiente. É verdade que as reservas cambiais correspondem atualmente a quase cinco vezes o valor da base monetária (Tabelas 4 e 5). No entanto, em contraste com o que se observa na Argentina, a base monetária representa uma fração diminuta dos passivos quase-monetários do Governo Central e da liquidez total em moeda nacional. Isso pode tornar o programa de conversibilidade vulnerável a um ataque especulativo contra as reservas ou inviabilizar a desejada redução das taxas internas de juros, sobretudo quando se considera que uma parcela importante das reservas foi construída com endividamento externo de curto prazo.

Além disso, parte dessas reservas acumuladas no passado recente tem endereço certo: tudo indica que será imobilizada na compra de títulos do Tesouro norte-americano, servindo de garantia para a dívida renegociada com os bancos comerciais estrangeiros.

Não é por acaso que o Brasil tem demorado tanto para encontrar o caminho da estabilização. A complexidade e a resistência da estrutura produtiva, o relativo êxito na exportação de produtos industrializados e a sofisticação financeira que acompanhou o processo inflacionário são algumas peculiaridades que diferenciam a economia brasileira das demais economias latino-americanas, impedindo a aplicação de fórmulas simples ou a mera imitação da experiência alheia.

A análise cuidadosa dos avanços e das dificuldades do processo de estabilização em outros países, particularmente na Argentina, pode ser de grande valia para o Brasil. Mas a estabilização do cruzeiro vai depender da capacidade de articular soluções que respeitem as especificidades da situação brasileira.

Tabela 4

Agregados monetários e reservas internacionais — 1990/1992

(US\$ milhões)					
PERÍODOS	BASE MONETÁRIA (1)	M1 (2)	M2 (3)	M4 (4)	RESERVAS INTERNACIONAIS (5)
1990					
Dez.	9 533,5	14 760,9	31 020,9	60 556,9	8 751
1991					
Jan.	5 946,8	9 712,6	28 434,5	56 956,9	8 532
Fev.	8 110,3	14 787,6	32 145,3	62 279,5	8 600
Mar.	8 470,3	14 460,3	34 501,4	65 361,4	7 468
Abr.	7 774,4	13 491,4	33 080,8	65 324,3	7 609
Maio	7 901,3	13 605,1	33 357,2	67 066,0	8 411
Jun.	7 926,6	14 094,5	33 874,8	68 700,9	9 225
Jul.	7 419,4	12 664,8	33 451,8	70 760,3	8 908
Ago.	7 141,8	12 720,1	35 658,0	73 178,8	8 052
Set.	6 000,0	11 872,6	31 035,0	62 877,0	7 054
Out.	5 393,0	9 262,1	31 518,9	64 352,1	7 009
Nov.	5 290,7	8 740,2	31 456,9	62 845,5	7 037
Dez.	5 933,9	(6)10 057,5	(6)35 998,6	(6) 68 058,5	8 552
1991					
Jan.	4 337,6	(6) 8 067,1	(6)39 491,8	(6) 74 499,9	9 682
Fev.	4 994,6	(6) 8 163,0	(6)41 808,3	(6) 79 120,4	11 081
Mar.	4 213,1	(6) 6 944,1	(6)44 595,0	(6) 84 574,7	13 741
Abr.	4 608,0	(6) 7 367,5	(6)46 944,5	(6) 88 478,9	15 162
Maio	4 246,9	(6) 7 279,5	(6)48 993,8	(6) 93 966,9	16 919
Jun.	4 033,1	(6) 7 726,3	(6)52 443,2	(6) 97 363,7	18 109
Jul.	3 982,1	(6) 7 106,7	(6)54 000,8	(6)100 466,3	18 941
Ago.	(6)3 976,6	(6) 7 533,2	(6)56 633,9	(6)105 583,8	...

FONTE: BACEN.

NOTA: Saldos de final de período. Dados em cruzeiros convertidos em dólares pela taxa de câmbio de venda.

- (1) Base monetária é igual a papel-moeda em circulação mais reservas bancárias.
 (2) M1 é igual a papel-moeda em poder do público mais depósitos à vista. (3) M2 é igual a M1 mais títulos federais, estaduais e municipais em poder do público. Estão incluídos, a partir de mar./91, os depósitos dos Fundos de Aplicação Financeira (FAF) e, a partir de ago./91, os Depósitos Especiais Remunerados (DER) no Banco Central. Exclui depósitos à vista dos FAF e, também, títulos federais, estaduais e municipais na carteira das instituições financeiras e dos FAF. (4) M4 é igual a M2 mais depósitos de poupança mais títulos privados (inclui depósitos a prazo, letras de câmbio e letras hipotecárias, exceto aquelas em poder dos FAF). (5) No conceito de caixa do Banco Central. (6) Dados preliminares.

Tabela 5

Relações entre reservas internacionais, importações
e agregados monetários — 1990/1992

PERÍODOS	RESERVAS	RESERVAS	RESERVAS	RESERVAS	RESERVAS
	IMPORTAÇÕES (1) (meses)	BASE MONETÁRIA (%)	M1 (%)	M2 (%)	M4 (%)
1990					
Dez.	5,1	91,8	59,3	28,2	14,5
1991					
Jan.	5,0	143,5	87,8	30,0	15,0
Fev.	5,0	106,0	58,2	26,8	13,8
Mar.	4,4	88,2	51,6	21,6	11,4
Abr.	4,4	97,9	56,4	23,0	11,6
Mai	4,9	106,5	61,8	25,2	12,5
Jun.	5,2	116,4	65,5	27,2	13,4
Jul.	5,0	120,1	70,3	26,6	12,6
Ago.	4,5	112,7	63,3	22,6	11,0
Set.	4,0	117,6	59,4	22,7	11,2
Out.	3,9	130,0	75,7	22,2	10,9
Nov.	4,0	133,0	80,5	22,4	11,2
Dez.	4,9	144,1	(2) 85,0	(2) 23,8	(2) 12,6
1992					
Jan.	5,5	223,2	(2) 120,0	(2) 24,5	(2) 13,0
Fev.	6,2	221,9	(2) 135,7	(2) 26,5	(2) 14,0
Mar.	7,7	326,1	(2) 197,9	(2) 30,8	(2) 16,2
Abr.	8,6	329,0	(2) 205,8	(2) 32,3	(2) 17,1
Mai	9,6	398,4	(2) 232,4	(2) 34,5	(2) 18,0
Jun.	10,3	449,0	(2) 234,4	(2) 34,5	(2) 18,6
Jul.	10,7	475,7	(2) 266,5	(2) 35,1	(2) 18,9

FONTE DOS DADOS BRUTOS: BACEN.

NOTA: Dados elaborados pelo Centro de Análise Macroeconômica (CEMA) pelo IESP/FUNDAP.

(1) Dados preliminares de importações de mercadorias acumuladas em 12 meses até o mês indicado. (2) Dados preliminares.

Bibliografia

- BACEN (1992). **Evolução recente da dívida mobiliária**. /s.n.t./
- BALANÇA COMERCIAL BRASILEIRA (s.d.). Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento/Coordenação Técnica de Intercâmbio Comercial. (Vários números).
- BOLETIM MENSAL (1992). BACEN, v.28, n.4/6, abr./jun.
- BRASIL PROGRAMA ECONÔMICO (1992). BACEN/Departamento Econômico, v.32, mar.
- CARVALHO, Carlos Eduardo (1992). Âncora cambial, conversibilidade e dolarização. In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga, BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira, org. **A luta pela sobrevivência da moeda nacional**: ensaios em homenagem a Dilson Funaro. São Paulo: Paz e Terra. p.347-361.
- COMPORTAMENTO DOS ÍNDICES DE PREÇOS (s.d.). Rio de Janeiro: FGV. (Vários números). (Mimeo).
- INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS (s.d.). Washington D.C.: FMI. (Vários números).
- EYNES, John Maynard (1980). Plan for a international currency (or clearing) union. In: MOGGRIDE, Donald, org. **The collected writings of John Maynard Keynes**. Cambridge: Macmillan/Cambridg University. v.25.
- LUTHER, Hans (1928). Die Stabilisierung der Deutschen Währung. In: MÜLLER, Hermann, org. **Zehn Jahre Deutsche Geschichte 1918-1928**. Berlin: Otto Stollberg Verlag G. M. B. H.
- NOTA PARA A IMPRENSA (1992). BACEN, ago.