

Universidade Federal do Rio de Janeiro

Instituto de Economia –IE

**A retomada da eficácia da política  
monetária anti-inflacionária no Brasil pós-  
Plano Real (1995-2007)**

Dissertação de Mestrado

Aluno: Pedro Celso Rodrigues Fonseca

Orientadora: Jennifer Hermann

2009

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

## ÍNDICE

INTRODUÇÃO .....	5
<b>CAPÍTULO 1 A OPERACIONALIDADE E OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA .....</b>	<b>8</b>
1.1 Introdução .....	8
1.2 A operacionalidade da política monetária .....	8
1.3 O debate em torno da variável-alvo da política monetária .....	12
1.3.1 <i>Neutralidade versus não-neutralidade da moeda: qual a variável-alvo da política monetária</i> .....	12
1.3.1.1 <i>A abordagem monetarista</i> .....	12
1.3.1.2 <i>A abordagem keynesiana</i> .....	18
1.3.2 <i>O controle da oferta de moeda: exogenistas versus endogenistas</i> .....	23
1.3.3 <i>Sumário dos argumentos</i> .....	27
1.4 Os mecanismos de transmissão da política monetária .....	29
1.4.1 <i>Os canais de transmissão</i> .....	29
1.4.2 <i>Relação entre o ambiente macroeconômico e os canais de transmissão</i> .....	34
1.5 Sumário e Conclusões .....	38
<b>CAPÍTULO 2 A INEFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA PRÉ-PLANO REAL .....</b>	<b>40</b>
2.1 Introdução .....	40
2.2 Compreendendo a inflação: o modelo de Simonsen .....	40
2.3 A moeda indexada .....	41
2.4 A ineficácia da política monetária pré-Plano Real .....	44
2.4.1 <i>Uma breve apresentação histórica da política monetária brasileira</i> .....	44
2.4.2 <i>A passividade monetária</i> .....	54
2.4.3 <i>Efeito-renda e efeito-riqueza</i> .....	59
2.4.4 <i>Dominância Fiscal</i> .....	63
2.5 Sumário e Conclusões .....	65
<b>CAPÍTULO 3 A RETOMADA DA EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA PÓS-PLANO REAL: 1994-1998 .....</b>	<b>68</b>
3.1 Introdução .....	68
3.2 A âncora cambial .....	68
3.3 O Plano Real e o controle inflacionário .....	71
3.3.1 <i>Breve apresentação do Plano e as contradições de sua terceira fase</i> .....	71
3.3.2 <i>O controle inflacionário e a execução da política monetária durante o Plano Real: discussão dos fatores conjunturais e estruturais</i> .....	74
3.3.3 <i>Os canais de transmissão da política monetária brasileira entre 1994-1998</i> ....	87
3.4 Sumário e conclusões .....	90

<b>CAPÍTULO 4 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E O CONTROLE INFLACIONÁRIO: 1999-2007 .....</b>	<b>91</b>
<b>4.1 Introdução .....</b>	<b>91</b>
<b>4.2 A queda da âncora cambial .....</b>	<b>91</b>
<b>4.3 O regime de metas inflacionárias .....</b>	<b>92</b>
<i>4.3.1 O modelo geral de metas inflacionárias .....</i>	<i>92</i>
<i>4.3.2 O regime de metas inflacionárias brasileiro .....</i>	<i>98</i>
<b>4.4 As metas inflacionárias e o controle inflacionário .....</b>	<b>102</b>
<i>4.4.1 A adoção das metas e o controle inflacionário entre 1999- 2002 .....</i>	<i>102</i>
<i>4.4.2 As metas inflacionárias e o controle inflacionário 2003-2007 .....</i>	<i>107</i>
<i>4.4.3 Os canais de transmissão da política monetária brasileira entre 1999-2007...</i>	<i>110</i>
<b>4.5 Sumário e Conclusões .....</b>	<b>114</b>
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>117</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>119</b>

## ÍNDICE DE TABELAS E GRÁFICOS

Figura 1 – Razão entre M4 e M1 .....	43
Figura 2 – componentes da expansão monetária .....	56
Figura 3 – taxa de juros real em % .....	57
Figura 4 – câmbio contratado em US\$ milhões .....	58
Figura 5 – trajetória da variação % do IPCA (1994 – 1998) .....	75
Figura 6 – Relação entre M4 e M1 em milhões de R\$ .....	77
Figura 7 – Financiamento do déficit em conta corrente (dados em milhões de US\$)	81
Figura 8 – Taxa de câmbio (R\$/US\$) .....	82
Figura 9 – Comparação da taxa de juros Selic com a taxa básica americana .....	83
Figura 10 – Evolução da Balança Comercial (dados em milhões de US\$) .....	85
Figura 11 – Dívida Pública total (líquida em R\$ milhões) .....	86
Figura 12 – IPCA (% a.m) .....	87
Figura 13 – Corrente de comércio .....	89
Figura 14 – Dívida mobiliária federal (R\$ milhões) .....	90
Figura 15 – Juros e fluxo de capital .....	107
Figura 16 – Dívida mobiliária de 1999 a 2007 (R\$ milhões) .....	111
Figura 17 – Capacidade utilizada na indústria vs aceleração do IPCA .....	112
Figura 18 – Câmbio e IPCA bens comercializáveis .....	113
Figura 19 – Câmbio e IPCA bens não comercializáveis .....	113
Figura 20 – Câmbio e IPCA preços monitorados .....	114
Fluxograma 1 .....	64
Fluxograma 2 .....	65
Fluxograma 3 .....	85
Fluxograma 4 .....	85
Tabela 1 – Participação do crédito para pessoas físicas em % .....	77
Tabela 2– Resultado das metas .....	103
Tabela 3 – Balanço de Pagamentos (1999-2002) .....	106
Tabela 4- Balanço de Pagamentos 2003-2007 .....	109

## Introdução

Dentre os diversos temas que constituem o debate econômico contemporâneo brasileiro, sem dúvida a inflação assumiu um papel preponderante. Especialmente a partir da década de oitenta, período em que o processo inflacionário brasileiro atingiu o seu ápice. A compreensão desse processo não foi consensual entre os economistas, o que pode ser evidenciado nas diversas interpretações das causas inflacionárias e nas políticas econômicas propostas para combatê-la.

Apesar das divergências, evidencia-se que desde a implantação do Plano Real, em 1994, a inflação brasileira tem se mantido em baixos patamares. Ou seja, o único objetivo da política monetária desde o Plano tem sido alcançado. O objetivo desta dissertação é, portanto, analisar como a política monetária conseguiu retomar o controle inflacionário pós-Plano Real.

Este tema é relevante, pois durante o período em análise (1994-2007) a economia brasileira sofreu diversas crises das quais poder-se-ia esperar uma retomada do processo inflacionário, destaca-se a crise do México (1995), a russa (1998) e a crise do “risco-Lula” (2002). Além disso, na literatura econômica ainda se discute qual o principal canal de atuação da política monetária, se é sobre a demanda ou sobre os custos. Isto tanto, em relação ao regime da âncora cambial quanto ao atual regime de metas inflacionárias. Ao final desta dissertação pretende-se deixar claro qual o principal canal e como, apesar das crises, a política monetária manteve o controle inflacionário.

Como nos propomos a tratar da execução da política monetária, o primeiro passo seria entender a sua operacionalidade e os seus mecanismos de transmissão na economia. Esse tema é apresentado no primeiro capítulo, onde analisamos os instrumentos, as metas e os possíveis objetivos finais da política monetária. Especialmente discutiremos a escolha da variável-alvo (juros ou agregados monetários), tema que nos remete a dois debates teóricos: a) neutralidade versus não neutralidade da moeda; b) exogeneidade e endogeneidade da moeda. Esses debates serão desenvolvidos a partir da abordagem monetarista – paradigma da feira da aldeia e keynesiana – economia monetária de produção. Neste capítulo nos posicionamos a favor da abordagem keynesiana, indicando que avaliaremos a eficácia da política monetária no controle da inflação via a utilização da taxa de juros como variável-alvo. Ainda no primeiro capítulo apresentamos os principais canais de transmissão da política monetária na economia (canal do crédito, do câmbio e dos ativos) mostrando os fatores estruturais e conjunturais que afetam a

eficácia desses canais. Ao longo do trabalho, procuramos sempre nos remeter a essa discussão de modo a evidenciar o modo pelo qual foi possível controlar a inflação pós-Plano Real.

Apresentada a parte técnica do debate, poder-se-ia partir diretamente para o estudo da execução da política monetária pós-Plano Real, no entanto, a compreensão do sucesso deste Plano não independe das iniciativas políticas precedentes. Sendo assim, no segundo capítulo, apresentamos um breve resumo, com início nos anos sessenta, dos diagnósticos das causas da inflação brasileira e das respectivas propostas de controle inflacionário, com especial destaque para os diversos planos de estabilização realizados nos anos oitenta. Percebe-se que a identificação das causas alternou-se entre inflação de demanda e de custos, posteriormente acrescentada pela identificação do caráter inercial da inflação brasileira. A formalização desses diagnósticos é apresentada via o modelo de Simonsen (1970), que decompõe a inflação em três componentes, o autônomo, o inercial e o de demanda.

O reconhecimento da inércia inflacionária permitiu a identificação do modo pelo qual o governo brasileiro conseguiu evitar que a moeda nacional perdesse a função de padrão monetário (BELLUZO e ALMEIDA, 1990). Ainda no segundo capítulo mostramos que isso ocorreu, pois o Estado permitiu que os depósitos bancários fossem remunerados e tivessem como contrapartida títulos de curtíssimo prazo com rendimento diário, constituindo a famosa moeda indexada ou quase-moeda. Por meio da criação das quase-moedas, surgem as três principais justificativas existentes no debate macroeconômico para a ineficácia da política monetária no combate inflacionário no período pré-Plano Real: 1) a passividade monetária decorrente da execução da zeragem automática, mecanismo que impossibilitava o controle da oferta monetária; 2) predominância do efeito-renda sobre o efeito-riqueza, dada a indexação dos ativos. 3) dominância fiscal, decorrente da indexação da dívida pública. Estas apresentamos ao final do segundo capítulo.

Como mencionado, o controle inflacionário no Brasil ocorreu somente após a implantação do Plano Real. Este plano identificou o excesso de demanda e a inércia inflacionária como causas da inflação brasileira, sendo assim, seus idealizadores propuseram a sua aplicação em três etapas. A primeira consistia em um ajuste fiscal destinado a sanar o componente de demanda, a segunda na introdução de uma moeda indexada com o intuito de eliminar a inércia inflacionária e a terceira indicava como a política monetária deveria ser executada de modo a manter a inflação em baixos patamares nos anos seguintes.

No terceiro capítulo realizamos um breve resumo das duas primeiras fases do Plano

Real e partimos para a análise da terceira fase, a grande responsável pelo controle inflacionário nos anos de 1994-1998. Inicialmente identificamos uma contradição na proposta de política econômica da terceira fase, a qual previa metas para agregados monetários e limites na variação do câmbio. No entanto, percebemos que na prática adotou-se uma âncora cambial. Com o intuito de avaliar a eficácia da âncora brasileira no combate inflacionário, primeiramente apresentamos uma discussão geral política, elucidando os fatores conjunturais e estruturais necessários para o seu sucesso. Ao retornar ao estudo do caso brasileiro, verificamos que tais fatores estiveram presentes na economia brasileira, o que permitiu o bom resultado da política monetária, sendo capaz até de resistir a dois grandes ataques especulativos (a crise mexicana e a crise asiática). Apesar do sucesso no controle inflacionário, as condições necessárias para a execução da âncora geraram endogenamente as condições para o seu abandono, que ocorreu após a crise russa. Ao final do terceiro capítulo apresentamos também uma comparação entre os demais canais de transmissão da política monetária, analisando as causas da eficácia (ou não) de cada um deles e relacionando isso aos argumentos teóricos para a ineficácia da política pré-Plano Real apresentados no segundo capítulo.

Após a crise cambial de 1999, e o conseqüente abandono da âncora, as expectativas de retorno do processo inflacionário, novamente não se realizaram. E a política monetária aplicada sobre o regime de metas manteve o controle inflacionário nos anos seguintes. No quarto capítulo procuramos entender com a execução da política monetária sob o sistema de metas permitiu esse resultado. Deste modo, primeiramente descrevemos as características gerais do modelo de metas, elucidando os elementos teóricos básicos para a sua operacionalização e as dificuldades neles presentes. Em seguida, apresentamos o modelo brasileiro de metas buscando mostrar a sua diferença em relação ao modelo geral. Posteriormente, analisamos como se executou a política monetária nos anos de 1999-2007, dividimos este em dois períodos, 1999-2002 e 2003-2007, procurando verificar qual o principal canal de transmissão da política monetária sob o regime de metas, comparando este com os demais canais.

Além desta introdução e dos quatro capítulos mencionados, a dissertação apresenta também uma conclusão, na qual se resume os principais resultados da pesquisa.



# **CAPÍTULO 1 A OPERACIONALIDADE E OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA**

## **1.1 Introdução**

Independentemente do tema específico em análise, qualquer discussão a respeito da política monetária requer a compreensão da sua operacionalidade e dos mecanismos de transmissão na economia por ela utilizados. Assim sendo, antes de iniciarmos a análise do papel da política monetária sobre o controle inflacionário pós-Plano Real, discutiremos esse tema no presente capítulo.

Além da introdução, o capítulo é constituído de mais três secções. Na primeira, apresentamos a forma como opera a política monetária, analisando os seus instrumentos, metas intermediárias e objetivos finais. Na segunda, descrevemos o processo de escolha da meta intermediária, aqui denominada variável-alvo da política monetária. Verificamos que esse processo nos remete a dois debates teóricos: 1) neutralidade versus não neutralidade da moeda; 2) exogeneidade e endogeneidade da moeda. Nessa seção, desenvolvemos esses debates a partir da abordagem monetarista e keynesiana. Por fim, na última seção, apresentamos os três principais canais de transmissão da política monetária - canal do crédito, dos ativos e do câmbio -, mostrando também como fatores estruturais e conjunturais afetam a eficácia desses canais.

## **1.2 A operacionalidade da política monetária.**

Para se entender a operacionalidade da política monetária normalmente se utiliza uma estrutura analítica subdividida em objetivos, metas e instrumentos, que são encadeados da seguinte forma:

Instrumentos de política monetária → metas operacionais → metas intermediárias → objetivos finais da política monetária.

Com relação aos objetivos, Lopes e Rosseti (1981) nos mostram que estes variam em função do estágio e padrão de desenvolvimento econômico do país, da ideologia política

predominante e dos problemas conjunturais típicos de cada época. Reconhece-se assim, que a política monetária pode abranger uma vasta gama de objetivos, por exemplo: controle da inflação, promoção do crescimento ou do desenvolvimento econômico, promoção da ampliação do nível de emprego, manutenção do equilíbrio nas transações econômicas com o exterior e realização de uma distribuição mais equitativa da riqueza e das rendas.

Os instrumentos da política monetária por sua vez representam os meios usados (e, em geral criados) pelo Banco Central para executar a política monetária planejada (CARGILL, 1983). Tais meios atuam no mercado de reservas bancárias (ou mercado interbancário), que representa o espaço institucional no qual o Banco Central executa a política monetária (CARVALHO et al, 2007).

Dito isto, os principais instrumentos de política monetária são:

- **Recolhimento compulsório:** representa o percentual de reservas que cada banco é obrigado (legalmente) a manter no Banco Central. Se o Banco Central eleva a taxa de reservas compulsórias, reduz-se a proporção dos depósitos que pode ser convertida em empréstimos. Caso contrário, se as taxas de reservas compulsórias diminuem, a disponibilidade de depósitos para empréstimos aumenta. Observa-se que a função básica deste instrumento é controlar os agregados monetários, dado o seu efeito sobre o multiplicador bancário.
- **Redesconto ou assistência financeira de liquidez:** representa uma forma de crédito em reservas bancárias fornecido pelo Banco Central a bancos que eventualmente necessitem delas. Esse instrumento consiste tradicionalmente na alteração da taxa de juros cobrada pelo Banco Central por esses empréstimos. Normalmente, essa taxa é superior à taxa de mercado, constituindo uma forma de disciplinar o este último<sup>1</sup>. No entanto, a operação de redesconto também pode ser realizada via mudança dos prazos concedidos aos bancos para resgate dos títulos descontados, via fixação dos limites da operação e via a restrição dos tipos de títulos descontáveis. Todos esses modos de atuação afetam o montante de reservas bancárias, o que nos mostra que o redesconto é um instrumento que atua basicamente sobre a base monetária.
- **Operações de mercado aberto:** consistem na compra e venda de títulos públicos

---

<sup>1</sup> Com uma taxa de redesconto elevada, o Banco Central desincentiva os bancos comerciais a arriscarem nas suas aplicações financeiras, o que pode levar, entre outros exemplos, à redução do crédito aos consumidores.

pelo Banco Central. Afetam diretamente a base monetária, já que atuam sobre as reservas bancárias, e, portanto representam um importante instrumento de gerenciamento de liquidez do Banco Central. Tais operações podem ser realizadas diretamente pelo Banco Central no mercado interbancário ou por intermédio de *dealers*, que são instituições financeiras especializadas em negociação com títulos públicos e credenciadas pelo Banco Central para agir em seu nome no mercado aberto.

Os três instrumentos mencionados acima constituem as ferramentas que o Banco Central dispõe para afetar as metas intermediárias (discutidas abaixo) e, conseqüentemente, atingir os objetivos almejados. No entanto, essas ferramentas não apresentam o mesmo grau de eficiência. Segundo Cargill (1983), as operações de mercado aberto representam o principal instrumento de política monetária, e isso por diversos motivos. Alguns deles são:

- Tais operações estão sob pleno controle do Banco Central. Este argumento também poderia ser aplicado em relação ao recolhimento compulsório, mas não seria verdade para o redesconto ou assistência financeira de liquidez. Em relação ao último, verifica-se que, embora o Banco Central administre a política de empréstimos e a taxa de redesconto, a decisão de tomar emprestado está no âmbito dos bancos, e não do Banco Central;
- As operações são extremamente flexíveis, no sentido de que o Banco Central pode comprar ou vender grandes quantidades de títulos públicos. Isso modifica diretamente as funções de oferta e demanda dos títulos, afetando os preços e a taxa de juros dos mesmos. Como veremos adiante, a mudança na taxa de juros dos títulos públicos altera toda a estrutura de taxa de juros do sistema financeiro. Este argumento, diferentemente do anterior, não pode ser aplicado ao recolhimento compulsório, que se destaca por sua lentidão e inflexibilidade<sup>2</sup>. Não pode, tampouco, ser aplicado ao redesconto, pois o Banco Central não tem meios de garantir efeitos rápidos sobre as escolhas dos bancos, em vista das variações nas regras e taxas do redesconto.
- Possui amplo poder de modificação da base monetária e, portanto, da taxa

---

<sup>2</sup> Existem dois modos de se cumprir o recolhimento compulsório: 1) diariamente o banco deve encerrar o movimento bancário com saldo de reserva no mínimo igual ao exigível; 2) o recolhimento corresponde à média das posições diárias de depósitos durante o período de movimentação, sendo definido um valor mínimo que o banco deve manter depositado em todos os dias do período. (Carvalho et al, 2001)

básica de juros se comparado às modificações na taxa de redesconto. É verdade que modificações nesta última afetam essas variáveis, mas a magnitude disso varia bastante, dependendo das decisões dos bancos de tomar ou não emprestado.

Após discorrer brevemente sobre os objetivos e instrumentos da política monetária, falta-nos apresentar as metas. Como se poderia esperar, estas representam o elo entre os instrumentos e os objetivos. Dado que a política monetária atua com defasagem temporal sobre a economia, e que inexistente uma relação funcional direta entre os instrumentos da política monetária e os objetivos da mesma, torna-se necessário definir metas intermediárias de modo a “criar” um vínculo entre os instrumentos e os objetivos, e ao mesmo tempo sinalizar se a autoridade monetária está, ou não, seguindo o caminho correto para se atingir o(s) objetivo(s) final(ais).

Tais metas normalmente são representadas ou pela taxa de juros de longo prazo ou pelos agregados monetários. Carvalho et al (2007) mostram que as metas intermediárias não representam as variáveis que sofrem impacto direto dos instrumentos de política monetária. Tal impacto ocorre sobre as metas operacionais, isto é, a taxa de juros de curto prazo e as reservas bancárias. Analiticamente, podemos afirmar que os instrumentos de política monetária afetam as metas operacionais, e estas afetam as metas intermediárias<sup>3</sup> (variáveis alvo), as quais, por sua vez, são os melhores indicadores do caminho seguido pelo Banco Central para se atingir os objetivos finais.

É importante observar que as metas operacionais são excludentes, isto é, o Banco Central não pode escolher ao mesmo tempo como meta operacional a taxa de juros de curto prazo e as reservas bancárias. Se escolhesse, por exemplo, o juro como meta operacional para atingir algum objetivo relacionado ao PIB, seria necessário que os agregados monetários funcionassem como variável de ajuste<sup>4</sup>.

A escolha da variável operacional é fonte de intensa discussão em torno da eficácia da

---

<sup>3</sup> O *link* entre as variáveis operacionais e as intermediárias também não é direto. Por exemplo, o efeito da taxa de juros de curto prazo sobre a taxa de juros de longo prazo depende entre outros fatores do grau de risco das aplicações financeiras e das expectativas de variação da taxa de juros ao longo do tempo. Já o efeito das reservas sobre os agregados monetários depende essencialmente do multiplicador bancário. Tais questões serão discutidas na seção seguinte.

<sup>4</sup> Veremos no terceiro capítulo que, além da incompatibilidade de metas conjuntas para a taxa de juros de curto prazo e as reservas bancárias, existe também uma incompatibilidade entre metas para a taxa de câmbio e metas para as reservas bancárias (agregados monetários). Tal discussão foi importante durante a execução do Plano Real.

política monetária. Qual variável deveria ser utilizada como meta intermediária dados os objetivos da política monetária? Discutir esta questão é o objetivo da próxima seção.

### **1.3 O debate em torno da variável-alvo da política monetária**

Segundo Cargill (1983), a variável-alvo ideal deve satisfazer as seguintes condições:

- Possuir um importante papel no processo de transmissão que liga os instrumentos aos objetivos da política monetária;
- Ser pouco influenciada por fatores que não representam as decisões diretas do Banco Central.
- Ser facilmente mensurável, de modo a fornecer as informações adequadas para avaliação da política monetária;

As condições acima expostas nos remetem a divergências existentes dentro da teoria monetária a respeito da variável-alvo a ser adotada. O primeiro item refere-se a uma importante discussão a respeito do papel da moeda na economia: para uns, a moeda é neutra; para outros, não. Já o segundo item remete à discussão técnica sobre a exogeneidade e endogeneidade da oferta de moeda. Nas próximas subseções, abordaremos essas duas discussões.

#### ***1.3.1 Neutralidade versus não-neutralidade da moeda: qual a variável-alvo da política monetária?***

##### **1.3.1.1 A abordagem monetarista**

Na visão monetarista, toda a renda gerada no processo de produção retorna ao mercado como demanda por bens, sendo os excessos ou escassez destes determinados pelo sistema de preços. Tal concepção de economia foi denominada "paradigma da feira da aldeia" por Minsky (1975). Essa economia seria constituída por produtores e consumidores que trocariam os excedentes de sua produção pelos bens de sua necessidade; ou seja, os objetivos dos agentes econômicos se resumiriam ao consumo dos bens e serviços desejados: *“as Ricardo wrote, productions are exchanged for productions, and productive effort is made only because agents need or want the additional product”* (CARVALHO, 1992, p.39).

No o paradigma da feira da aldeia, a moeda seria apenas um meio utilizado pelos agentes para trocarem os produtos entre si, e não poderia ser vista como um fim em si mesma. Ter-se-ia, assim, uma moeda neutra com possibilidade de ser não neutra apenas no curto-prazo, “*when it is possible for agents to confuse it for real wealth*” (CARVALHO, 1992, p.36).

Esses pressupostos são evidenciados no clássico artigo de 1956, no qual Friedman busca descrever um modelo particular da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), representando o pensamento desenvolvido na escola de Chicago durante os anos trinta e quarenta do século XX. Esse modelo parte do seguinte princípio: “*The Quantity theory is in the first instance a theory of the demand for money. It is not a theory of output, or of money income, or price level*” (FRIEDMAN, 1956, p.4).

Segundo Friedman, a demanda por moeda por parte das famílias e das empresas depende de três fatores: a) a riqueza total do agente econômico; b) o preço e o retorno das diversas formas de se manter a riqueza; c) os gostos e as preferências dos agentes. A riqueza total ( $W$ ) aqui mencionada se refere a todas as formas de renda ou serviços consumíveis. Desse modo, o fluxo de renda permanente<sup>5</sup> ( $Y$ ) apresenta a seguinte relação com a riqueza total e a taxa de juros real  $r$ ,  $Y = g(W, r)$ , onde  $g'(W) > 0$  e  $g'(r) > 0$ .

O modelo Friedman apresenta as diversas formas em que se pode guardar a riqueza total, sendo a escolha sempre resultante de um processo de maximização da utilidade realizado pelo agente econômico, que leva em consideração não só o preço de mercado dessas alternativas, mas também o fluxo de riqueza que elas geram. Assim sendo, haveria cinco diferentes formas de guardar a riqueza:

a) Moeda: representa as obrigações que são aceitas em pagamentos de dívidas a um valor nominal fixo, sendo o seu rendimento representado pela conveniência e segurança de possuir uma unidade que corresponde a determinado volume de bens e serviços;

b) Títulos: estes são interpretados como fluxo de pagamento fixo em unidades nominais, ou seja, o retorno desta forma de guardar a riqueza corresponde à soma anual dos seus rendimentos (juros) e à mudança do seu preço (que pode ser positiva ou negativa);

c) Ações: interpretadas como participações nos retornos da empresa. Seu rendimento

---

<sup>5</sup> É importante notar que Friedman está tratando da renda permanente, isto é, ela adota um conceito de renda que mede a “capacidade de usufruto da riqueza existente, desprezando-se as flutuações conjunturais” (CARVALHO et al, 2007, p.81). O modelo de demanda por moeda de Friedman é, portanto, orientado por fatores de longo prazo, excluindo-se as variações cíclicas da renda.

pode assumir três formas: 1) rendimento nominal constante obtido a cada ano; 2) rendimento obtido pela modificação no nível geral de preços; 3) rendimento obtido pela modificação da taxa real de juros.

d) Bens físicos não-humanos: estes bens são similares às ações; no entanto, seu rendimento anual é uma mercadoria, e não uma moeda.

e) Capital humano: este representa a capacidade produtiva do agente econômico. Como não há mercado para esta forma de riqueza, Friedman introduz, no modelo, a razão ( $w$ ) entre a riqueza humana e não-humana.

Todos os itens acima, segundo Friedman (1956), são afetados pelos gostos e preferências de cada agente, os quais representam as idiosincrasias que afetam a demanda por moeda.

Combinando os pontos descritos acima obtemos a seguinte função de demanda real por moeda:

$$M/P = f(w, r_a, r_b, 1/P \cdot dP/dt, Y/P, u)^6$$

em que  $M$  = estoque de moeda da economia;  $P$  = nível geral de preços;  $Y/P$  = riqueza real total;  $r_a$  = taxa de retorno esperado dos títulos;  $r_b$  = taxa de retorno esperado das ações;  $1/P \cdot dP/dt$  = taxa esperada de variação dos preços dos bens;  $u$  = gostos ou preferências.

Deduz-se que  $f'(w) > 0$ , pois, quanto maior a participação da riqueza humana no portfólio do agente, maior deverá ser a demanda por moeda necessária para compensar a iliquidez da riqueza humana;  $f'(r_a)$ ,  $f'(r_b)$  e  $f'(1/P \cdot dP/dt) < 0$ , pois representam o custo de oportunidade de se manter moeda no portfólio dos agentes (nos dois primeiros casos se deve aos rendimentos perdidos por não se adquirir ativos não-monetários, e, no último caso, se deve à queda do valor real dos saldos monetários devido a inflação);  $f'(Y/P) > 0$ , pois quanto maior a riqueza total, maior a demanda por moeda;  $f'(u) > 0$ , já que, segundo Friedman, a variável que representa os gostos e preferências tende a ampliar a demanda por moeda normalmente.

Observa-se que este modelo de demanda por moeda não distingue os diversos motivos

---

<sup>6</sup> Esta equação também pode ser representada na forma de  $Y = v(w, r_a, r_b, 1/P \cdot dP/dt, Y/P, u) \cdot M$ , na qual  $v$  é a velocidade de circulação da renda. Esta representação é exatamente a TQM na versão de transação de Fisher,  $MV = PQ$ , na qual  $M$  = estoque de moeda;  $V$  = velocidade de circulação da moeda;  $P$  = nível geral de preços e  $Q$  = produto agregado.

que levam os agentes econômicos a demandarem moeda. Para Friedman (1956), o que importa é considerar a demanda independentemente do motivo que a estimula<sup>7</sup>. Além disso, percebe-se que a equação acima corresponde à equação de Cambridge ( $M = kPy$ )<sup>8</sup> expandida. No modelo de Friedman, o "k" se torna uma função das variáveis expostas acima.

Como tinha a ambição de testar econometricamente a sua teoria da demanda por moeda, Friedman teve de eliminar as variáveis não quantificáveis e considerar apenas a taxa de juros real e a riqueza total. Rearranjando a equação acima temos:

$$M = f(Y, r)P$$

O resultado obtido indicou que variações na taxa de juros real pouco afetavam a demanda por moeda, isto é  $dM^d/dr \approx 0$ . Assim sendo, apenas a renda afetaria a demanda por moeda, conclusão que comprova a aceitação do paradigma da feira da aldeia (acima explicitado) por parte dos monetaristas. Neste modelo, qualquer alteração na oferta de moeda (aqui suposta como exogenamente<sup>9</sup> determinada pela autoridade monetária) modificaria o equilíbrio preexistente. O impacto inicial ocorreria sobre a taxa de retorno dos ativos, mas o impacto final ocorreria sobre o nível de preços, assim como a equação de Cambridge estabelecia. Teríamos, então, um retorno à teoria quantitativa da moeda (TQM), pois a variação da oferta de moeda geraria uma variação na demanda agregada, e isso, em última instância, afetaria apenas o nível de preços.

Esta incapacidade da moeda afetar as variáveis reais da economia a longo prazo é exposta por Friedman no artigo de 1968 (Friedman, 1968). Neste, Friedman mostra que uma expansão inicial da oferta de moeda pela autoridade monetária, a curto prazo, reduziria a taxa de juros, estimulando os investimentos, gastos etc, e conseqüentemente elevando a renda nacional. No entanto, no longo prazo, os preços se elevariam (TQM) reduzindo a quantidade real de moeda na economia e novamente elevando a taxa de juros. Assim, para se manter a taxa de juros real baixa, a autoridade monetária deveria expandir constantemente a oferta de moeda, o que resultaria em graves conseqüências para a economia, em particular, a inflação.

---

<sup>7</sup> Na subsecção seguinte, em que apresentaremos a abordagem keynesiana, veremos que eles distinguem os motivos que estimulam a demanda por moeda.

<sup>8</sup> Esta equação estabelece a demanda por moeda como uma proporção k do nível de renda. Isto é, a relação entre moeda e preços dependeria da velocidade de k, o qual representa a razão entre o estoque de moeda (M) e o fluxo de renda (Py), ou seja, é o inverso da velocidade de circulação da moeda.

<sup>9</sup> Trataremos melhor deste conceito na próxima subsecção.



Essa dinâmica de inicialmente haver uma redução da taxa de juros e, posteriormente, ampliação, levaria menos de um ano segundo Friedman. Em uma situação extrema, poderia ocorrer que uma elevação da oferta monetária ao invés de reduzir a taxa de juros, a elevasse. Isso ocorreria se os agentes econômicos esperassem que o aumento dos preços resultante da expansão monetária se mantivesse nos próximos períodos. Nessa situação, os emprestadores demandariam uma alta taxa de juros, e os tomadores de empréstimos estariam dispostos a pagá-la. Por isso, Friedman conclui:

*“These considerations not only explain why monetary policy cannot peg interest rates; they also explain why interest rates are such a misleading indicator of whater monetary policy is “tight” or “easy”. For that, it is far better to look the rate of change of quantity of money.” (FRIEDMAN, 1968, p.6)*

Sob a ótica monetarista, a justificativa para adoção dos agregados monetários como variável-alvo da política monetária não diz respeito apenas à incapacidade da moeda de afetar a taxa de juros real, mas também à sua incapacidade de afetar o produto real, nível de emprego etc. A inexistência dessa relação é explicitada em um artigo de 1977 (FRIEDMAN, 1977), no qual se encontra um resumo da contribuição de Friedman e de Phelps. Para eles, os trabalhadores se preocupam com o salário real, poder de compra do seu rendimento mensal, e não com o salário nominal. Desse modo, se todos os agentes econômicos antecipassem um crescimento de  $x$  por cento ao ano do nível de preços, os futuros contratos de trabalho incorporariam essa expectativa, mantendo o salário real fixo.

Entretanto, Friedman e Phelps sabiam que os contratos de trabalho não são facilmente modificáveis, e que normalmente as mudanças no nível de preços são inesperadas. Deste modo, partindo do pressuposto de que os agentes são racionais e formam suas expectativas com relação aos preços – olhando para trás (preços do período anterior, expectativas adaptativas) –, eles elaboraram uma dinâmica entre inflação e desemprego baseada na suposição de que o governo desejava diminuir o desemprego aplicando uma política monetária expansionista.

Nessa situação, o produtor verificaria um aumento da demanda global, embora não soubesse se há um aumento relativo da demanda por seu produto perante os demais. Como o produtor é considerado racional, ele tenderia a aumentar a produção contratando mais trabalhadores, por meio do pagamento de um salário nominal maior. Com relação aos

trabalhadores o dilema seria o mesmo, eles não saberiam se o aumento no salário nominal seria ou não aumento no salário real: agindo racionalmente, no primeiro período eles ofertariam mais trabalho. O resultado de curto prazo (primeiro estágio) seria o aumento no salário real e queda no nível de desemprego.

Esse resultado é temporário, pois, no segundo estágio, a expansão monetária seria evidenciada pelo aumento gradual dos preços (como vimos acima), e os trabalhadores perceberiam essa elevação. Com isso, eles tentariam reajustar os seus contratos de trabalho e passariam a ofertar menos trabalho em um terceiro estágio, ou seja, o nível de desemprego retorna para a taxa do primeiro estágio, quando os trabalhadores percebem que a inflação efetiva foi maior que a esperada, reduzindo seus salários reais relativamente à desutilidade marginal do trabalho, fazendo com que recusem-se a trabalhar<sup>10</sup> Assim, o desemprego volta ao patamar inicial, só que a um nível mais alto dos preços.

Esse nível de desemprego, para o qual a economia retornaria foi denominado taxa natural de desemprego, que é modificada apenas por fatores reais. Temos então que neste modelo de Friedman e Phelps a política monetária é eficaz no curto prazo<sup>11</sup>. No entanto, para manter o desemprego abaixo da taxa natural, o governo deveria aceitar uma política econômica aceleracionista da inflação<sup>12</sup>.

Pela argumentação acima, vemos que para os monetaristas a moeda é neutra tanto com relação à taxa de juros real quanto ao produto real (afeta apenas os valores nominais dessas variáveis dado seu efeito sobre o nível de preços). Assim sendo, a política monetária deve ter como objetivo o controle do nível de preços, adotando como variável alvo os agregados monetários, em particular os meios de pagamento. Além disso, ela deve seguir regras, em vez de ser descrecionariamente determinada pela autoridade monetária. Para esta escola:

*“It (money) is a machine for doing quickly and commodiously, what would be done, though less quickly and commodiously, without it: and like many other kinds of machinery, it only exerts a distinct and independent influence of its own when it gets out of order.”*  
(FRIEDMAN, 1968, p.12).

---

<sup>10</sup> O modelo de Friedman não supõem que exista desemprego involuntário, isto é, o desemprego existe pois as pessoas se recusam a trabalhar dados os níveis de salário real existente.

<sup>11</sup> Nos modelos macroeconômicos que utilizam a hipótese das expectativas racionais, como os agentes antecipam o futuro correntemente, nem no curto prazo a política monetária afeta variáveis reais da economia.

<sup>12</sup> É com base neste modelo que Friedman nega a existência de uma curva de Phillips estável. Para ele, esta

Assim, para evitar os problemas na máquina<sup>13</sup>, a política monetária deveria seguir os seguintes pontos:

- 1) Adotar como meta intermediária o crescimento de algum agregado monetário;
- 2) A meta deveria ser consistente com a ausência de inflação;
- 3) A mudança da meta deveria ser gradual, sistemática e pré-anunciada, o que evitaria a discricionariedade.

### **1.3.1.2 A abordagem keynesiana**

A posição keynesiana diverge fundamentalmente da postura monetarista. Para Keynes, a moeda não é apenas um meio de circulação, mas também uma forma de representação da riqueza. Em outras palavras, ela é um ativo que representa uma forma pura de manutenção do poder de compra mantido durante vários períodos de tempo. Segundo Carvalho (1992), a primeira ruptura de Keynes em relação a concepção de uma moeda neutra é apresentada no *Treatise on Money*. Neste livro, Keynes percebe que a moeda pode circular em dois circuitos, o industrial e o financeiro. O primeiro indicaria a manutenção de um processo de produção normal, caracterizado pela distribuição, troca e pagamento dos fatores de produção, desde o início da produção até a satisfação final do consumidor. Já a circulação financeira seria caracterizada pela manutenção e troca de títulos de riqueza, destacando-se a especulação em relação à riqueza futura.

*“Keynes advanced to the examination of notions such as waiting and speculation, and particularly to money as a form of waiting and speculating about asset values. The retention of positions in money affect the price of debts and assets and actually affected the allocation of wealth among its various forms, making money non-neutral.” (CARVALHO, 1992, p. 35)*

Verifica-se que na circulação financeira a moeda não está relacionada a nenhum plano de gasto ex-ante, mas, sim, a um gasto eventual quando necessário. E por ser um ativo

---

curva seria vertical no longo prazo.

<sup>13</sup> No artigo de 1948, Friedman adota uma postura radical, sugerindo a instituição de 100% de reservas bancárias. Tal reforma, eliminaria a capacidade de criação de moeda pelo sistema bancário, separando a função de depositário e emprestador. Essa reforma também reduziria a discricionariedade, pois eliminaria duas formas de execução da política monetária, o estabelecimento do recolhimento compulsório e da taxa de redesconto.

substituto aos demais, ela afeta o modo no qual os agentes decidem conservar a riqueza. Deste modo, a moeda não afeta somente as operações de curto prazo, mas também as trajetórias de longo prazo.

*“The theory which I desiderate would deal, in contradistinction to this, with as economy in which money plays a part of its own and affects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in this situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behaviour of money between the first state and the last. And it is this which we ought to mean when we speak of monetary economy.” (CWJMK<sup>14</sup>, XII, p. 408-409 apud CARVALHO, 1992, p. 37)*

Na situação acima percebe-se que Keynes, ao adotar uma nova concepção para a moeda, abandona a teoria baseada na interação produtor-consumidor praticada no paradigma da feira da aldeia e introduz o conceito de economia monetária ou empresarial ou monetária de produção. Segundo Carvalho (1992), esta nova concepção de economia – na qual Keynes desenvolve uma teoria baseada na interação entre as firmas, as famílias e os bancos – pode ser resumida em seis princípios fundamentais:

- 1) Princípio da produção: a firma é reconhecida como um agente que tem como objetivo gerar lucro.
- 2) Princípio da estratégia dominante: na economia empresarial se reconhece a existência de diferentes graus de poderes entre os agentes da economia, ou seja, a distribuição dos recursos produtivos não é igual entre os agentes. Normalmente, as firmas possuem mais poder que os trabalhadores.
- 3) Princípio da temporalidade: a produção leva tempo, o que significa afirmar que ela é uma atividade especulativa, pois as firmas devem decidir as suas escalas de produção baseadas nas expectativas de demanda pelo bem a ser produzido.
- 4) Princípio da não-ergodicidade: o processo econômico não é estacionário, e uma vez tomada a decisão, não há como voltar atrás (irreversibilidade do tempo).
- 5) Princípio da coordenação: a divisão do trabalho ocorre durante todo o processo produtivo, coordenando os planos de produção. No entanto, devido a possibilidade de falha de coordenação, os agentes desenvolvem instituições que socializam as perdas e

---

<sup>14</sup> Colleting Writtens of Jonh Maynard Keynes.

reduzem os riscos de cada agente. Dentre essas instituições se destacam os contratos.

- 6) Princípios das propriedades da moeda: para que o sistema de contratos seja aplicável é necessário que a moeda possua algumas características que a tornem líquida e que mantenham a sua capacidade de reter poder de compra e liquidar dívidas. Essas características são: elasticidade de produção e substituição nulas<sup>15</sup>.

O sexto princípio foi apresentado por Keynes no capítulo dezessete da Teoria Geral do Emprego, da Moeda e do Juro. Por meio dessas características ele reconheceu que a moeda tinha “um rendimento nulo, um custo de manutenção insignificante, porém, um prêmio de liquidez substancial” (KEYNES, 2007, p.178). No mesmo capítulo, ele conclui que “a liquidez e os custos de manutenção são ambos questão de grau, e que é unicamente na importância da primeira em relação aos últimos que reside a peculiaridade da moeda”. O reconhecimento da existência da preferência pela liquidez e sua influência sobre as variáveis reais da economia fez com que na Teoria Geral Keynes abandonasse a dicotomia entre circulação industrial e financeira, propondo três motivos gerais pelos quais os agentes econômicos demandariam moeda:

- Motivo transação: necessidade de moeda para as trocas correntes, correspondendo a circulação industrial. Este motivo é subdividido por Keynes no motivo-renda e no motivo-negócio. Em relação ao primeiro, Keynes afirma que “uma das razões para conservar recursos líquidos é garantir a transição entre o recebimento e o desembolso da renda” (KEYNES, 2007, p. 157). Já em relação ao motivo-negócio, Keynes sustenta que “os recursos líquidos são conservados para assegurar o intervalo entre o momento em que começam as despesas e o recebimento do produto das vendas” (KEYNES, 2007, p.157)
- Motivo precaução: aqui a moeda seria demandada para “atender às contingências inesperadas e às oportunidades imprevistas de realizar compras vantajosas” e “conservar um ativo de valor fixo em termos monetários para honrar uma obrigação estipulada em dinheiro” (KEYNES, 2007, p. 157).
- Motivo especulação: aqui a moeda é demandada dada à possibilidade de obtenção de lucros por meio da expectativa de variação da taxa de juros. Para

---

<sup>15</sup> A elasticidade de produção zero, indica que, se o preço da moeda em termos de unidade de salário subir, os empresários não podem aplicar, à vontade, trabalho para produzir dinheiro. A elasticidade de substituição zero indica que a elevação do valor de troca da moeda não significa a substituição da moeda por outro ativo. Isto é, quando o poder de compra da moeda sobe, os seus detentores são estimulados a guardá-la ainda mais, ao invés

Keynes este motivo era o “menos compreendido” necessitando de um estudo detalhado dada a sua importância na transmissão dos efeitos de uma variação na quantidade de moeda. Segundo ele, não existe uma relação quantitativa definida entre a taxa de juros e a demanda especulativa por moeda, “o que importa não é o nível absoluto da taxa de juros, mas, sim, o seu grau de divergência quanto ao que se considera um nível razoavelmente seguro dessa taxa” (KEYNES, 2007, p. 161). Isto é, se para certo agente econômico o nível seguro da taxa de juros (ou taxa de juros normal) for superior à taxa de juros corrente, esse agente reterá moeda pelo motivo especulação. Para esse agente é melhor guardar moeda para, no futuro, adquirir outros ativos a um preço menos elevado, já que ele espera uma taxa de juros mais elevada que a atual. O contrário ocorreria se a taxa de juros natural do agente fosse menor que a taxa de juros corrente.

Em relação aos dois primeiros motivos acima, Keynes afirma serem “em circunstâncias normais...o resultado da atividade geral do sistema econômico e do nível de renda normal em termos monetários”<sup>16</sup> (KEYNES, 2007, p. 157). Já em relação ao terceiro motivo, Keynes identifica dois tipos de agentes<sup>17</sup>. Uns seriam os ursos, isto é, aqueles que apostam na alta do juro, retendo moeda no presente (estes são aqueles que consideram a taxa de juros normal superior à taxa de juros corrente). Os outros seriam os touros, os quais apostam na baixa do juro e, por isso, aplicariam os seus saldos monetários na aquisição de títulos etc (estes são aqueles que consideram a taxa de juros normal inferior à taxa de juros corrente). A interação entre os dois agentes é responsável pela definição da taxa de juros corrente, e é por este motivo que Keynes considera “ser mais exato dizer que a taxa de juros seja um fenômeno altamente convencional do que basicamente psicológico, pois o seu valor observado depende sobremaneira do valor futuro que se lhe prevê” (KEYNES, 2007, p. 162)

---

de gastá-la.

<sup>16</sup> Ao anunciar que a demanda precaucional depende do nível de renda, tornando-se uma variação do motivo transação, Keynes deu margem a um intenso debate entre seus intérpretes. Para alguns membros da escola pós-keynesiana, como Carvalho (2008), uma das grandes inovações da Teoria Geral não foi a introdução da demanda especulativa por moeda, a qual resulta das expectativas definidas pelos agentes com relação ao futuro da taxa de juros, mas, sim, a introdução da demanda precaucional que resulta da incerteza existente na economia, a qual torna as expectativas instáveis e sujeitas a mudanças drásticas. Deste modo, seria a demanda precaucional que reduziria o grau de inquietude e falta de confiança dos agentes econômicos em relação às suas próprias expectativas. Para outros pós-keynesianos, é a demanda especulativa por moeda que cumpre estas últimas funções mencionadas.

<sup>17</sup> Esta classificação foi apresentada por Keynes no *Treatise on Money*.

Pelo que foi exposto até o momento, observa-se que a teoria da preferência pela liquidez explica não só a demanda por moeda, mas também a taxa de juros, dando sustentação à tese da não neutralidade da moeda e, conseqüentemente, criticando a teoria quantitativa da moeda.

Para melhor entendermos esses argumentos, suponhamos que o governo realize uma expansão monetária sob a ótica keynesiana. Deste montante, os agentes econômicos demandaram uma parte para o consumo e outra para a poupança. Sendo que, da parte poupada, uma parcela poderá ser alocada para o mercado de títulos, e outra, destinada a satisfazer a preferência pela liquidez dos mesmos (Keynes, 2007). Percebe-se-ia, portanto, que, diferentemente do que prega a TQM, nem toda a expansão monetária resultaria em ampliação da demanda agregada, já que uma parte desta seria alocada para a preferência pela liquidez. A TQM corresponderia assim, a uma situação especial em que a preferência pela liquidez fosse nula. Mas, mesmo partindo deste princípio, não se poderia supor que a ampliação da demanda agregada necessariamente resultaria numa elevação do nível de preços. Isso só ocorreria se a economia estivesse em pleno emprego, ou seja, se não houvesse capacidade ociosa na economia. Caso contrário, a ampliação da demanda agregada resultaria em uma elevação do produto, emprego etc. Novamente observa-se que a TQM corresponde a uma situação bastante restrita.

O grau de preferência pela liquidez afeta não somente a relação entre a moeda e o produto, mas também entre a moeda e a taxa de juros. Vimos que para os monetaristas, dada a relação direta entre moeda e o nível de preços, inexistente uma relação entre a moeda e a taxa de juros real. Como para os keynesianos a relação entre moeda e nível de preços não é garantida, o efeito de uma expansão monetária sobre a taxa de juros nominal pode resultar em efeitos sobre a taxa de juros real e assim afetar o produto, emprego etc. No entanto, novamente essa relação entre a moeda e a taxa de juros nominal sob a ótica keynesiana depende do grau de preferência pela liquidez dos agentes econômicos, em especial os bancos. Caso a preferência pela liquidez destes seja máxima, uma ampliação da oferta monetária pelo governo não resulta em redução da taxa de juros nominal.

Esse reconhecimento da não neutralidade da demanda por moeda fez com que os keynesianos rejeitassem os agregados monetários como variável-alvo da política monetária, pois, dependendo do motivo pelo qual os agentes econômicos demandam a moeda, uma mesma ampliação da moeda executada pela autoridade monetária pode gerar diversos efeitos

macroeconômicos. Tem-se, então, que a variável-alvo deveria ser a taxa de juros, a qual, como se sabe, resulta do confronto entre oferta de reservas e a demanda de reservas das instituições bancárias. Deste modo, a autoridade monetária, por meio de alterações (utilizando os instrumentos mencionados acima) na oferta de reservas bancárias, deveria tentar influenciar o nível da taxa de juros básica da economia para alcançar os objetivos almejados, o que faria com que a política monetária tivesse melhores condições de prever/planejar os seus efeitos sobre a economia via a taxa de juros.

### ***1.3.2 O controle da oferta de moeda: exogenistas versus endogenistas***

Um debate independente da discussão a respeito da neutralidade e não neutralidade da oferta de moeda, diz respeito ao controle da oferta de moeda. Os monetaristas abordados na seção 1.3.1.1 consideram que a moeda é neutra e o Banco Central possui pleno controle sobre a sua oferta e, conseqüentemente, sobre a sua quantidade em circulação. Por este motivo, pode-se denominá-los exogenistas. No entanto, é importante destacar que a aceitação da neutralidade não implica a aceitação da exogeneidade da moeda. Wicksell, por exemplo, coadunava com a hipótese da neutralidade da moeda, mas reconhecia que era a demanda que determinava a oferta de moeda, sendo, portanto um endogenista.

Dentro da abordagem keynesiana assim com na abordagem monetarista não existe consenso em relação ao grau de controlabilidade da oferta de moeda. Retomando a obra de Keynes, vemos que a importância da moeda não surge apenas na Teoria Geral, mas já no *Treatise on Money*. Neste trabalho, Keynes frisa que o primeiro conceito de uma teoria monetária é o de unidade de conta. Isto porque é nessa unidade que as dívidas, os preços e os contratos de compra e venda são expressos. Assim, dada a unidade de conta, a moeda pode atuar como o meio que finaliza os contratos existentes na economia.

Entretanto, Keynes observa que não é apenas a moeda legal (aquela emitida pelo Estado) que é aceita pela sociedade para a execução das transações. As transferências de dívidas também realizam esse papel. Tais dívidas reconhecidas pelos agentes econômicos foram denominadas por Keynes moeda bancária<sup>18</sup>. É bancária, pois quem as cria são as instituições bancárias; ou seja, os bancos podem criar obrigações contra eles mesmos,

---

<sup>18</sup> A moeda bancária por assumir funções da moeda legal também foi chamada por Keynes de moeda representativa, já que ela representa a moeda legal.



multiplicando a quantidade de moeda na economia. Essa multiplicação representa uma das principais fontes de receita dos bancos, pois eles emprestam (criam novos depósitos) a taxas de juros superiores a que pagam pelo recebimento de depósitos dos agentes econômicos.

É importante destacar que a moeda bancária somente assume o papel da moeda legal se, em última instância, o Estado reconhecer esse papel. Assim, o que Keynes denominou moeda estatal inclui não apenas a moeda legal, mas também a moeda bancária. Além disso, a criação ou não de moeda bancária corresponde a uma decisão unilateral dos bancos que depende da demanda da mesma e do grau de liquidez da instituição. Em outras palavras, se houver demanda por moeda bancária na economia os bancos podem ou não satisfazê-la, mas, se não houver demanda, não há a oferta.

Apesar de reconhecer o caráter endógeno da moeda, Pollin (1991) identifica duas teorias da endogeneidade da moeda na escola keynesiana (pós-keynesiana especificamente). A diferença entre as duas para Pollin reside na forma pela qual a demanda por moeda é satisfeita. Segundo uma das perspectivas, quando os bancos comerciais necessitam de moeda, prontamente o Banco Central supre essa necessidade, seja por meio da janela do redesconto ou do mercado aberto. Percebe-se, portanto, que a causalidade aqui exposta é o inverso da definida pelo *mainstream*, pois primeiro vêm os empréstimos fornecidos pelos bancos comerciais, que se convertem em depósitos (na verdade o próprio empréstimo já é a criação de um depósito), e este posteriormente poderá representar a necessidade de reservas por parte dos bancos comerciais. Pollin (1991) denominou esta perspectiva de teoria acomodacionista da oferta de moeda endógena.

Palley (1991) observa que na visão acomodacionista os bancos comerciais não enfrentam restrição quantitativa para a obtenção de reservas e, portanto, atendem qualquer nível de demanda. Nessa concepção, o que os bancos fazem é definir um preço para o empréstimo, que normalmente é um *mark-up* sobre os custos das reservas fornecidas pelo Banco Central, e a esse preço toda a demanda é atendida. Sendo assim a curva de oferta agregada de moeda é horizontal no espaço juros – moeda. Devido a esse fato, os acomodacionistas são também chamados de horizontalistas.

Sob a outra perspectiva, o Banco Central não tem obrigação de acomodar necessariamente qualquer necessidade de reservas dos bancos comerciais; isto é, as restrições impostas pela autoridade monetária à oferta de reservas são efetivas. É por isso que para atender à demanda crescente por crédito, os bancos adotam a política de administração dos

passivos. Tal política tem como objetivo ampliar a capacidade de empréstimo dos bancos (criação de dívidas contra eles) a um custo aceitável e com um grau controlável de descasamento dos prazos<sup>19</sup>. Em outros termos, os bancos procuram administrar o retorno, os prazos e a liquidez de suas atividades. Pollin (1991) denominou esta perspectiva de teoria estruturalista da oferta de moeda endógena.

Como vimos, Palley (1991) afirma que a posição acomodacionista adota uma curva de oferta de moeda horizontal. Adotando a mesma posição de Palley, Moore (1991) afirma que a diferença crucial entre as duas teorias reside na elasticidade juros da função de oferta de crédito. Para os acomodacionistas, o Banco Central determina exogenamente o preço de oferta de crédito, assim, a curva de oferta de crédito será horizontal com uma taxa de juros perfeitamente elástica no espaço juros – moeda. De modo contrário, para os estruturalistas, o Banco Central é capaz de restringir a liquidez do mercado interbancário e, devido a isso, os bancos comerciais buscam inovar financeiramente por via da política de administração dos passivos, a qual supostamente apresenta custos crescentes<sup>20</sup>. Assim sendo, a taxa de juros não seria exogenamente determinada pelo Banco Central, mas, sim, resultado da interação entre este e as forças de mercado. No plano juros-moeda, a curva de oferta de moeda estruturalista seria positivamente inclinada.

Moore (1991, pp.405), famoso defensor da posição acomodacionista, sugere então que a distinção:

*“Reserve price setting” and “reserve quantity setting” are therefore more accurate (though less colorful) characterizations of the two positions than “accommodative” and “structural”, except that some structuralists (e.g., Minsky) would argue that central banks lack the power to set either prices or quantities independent of market forces”.*

A posição defendida por Moore possui adeptos entre os economistas nacionais, dentre eles se destaca Fernando Nogueira da Costa. Segundo Costa (1993), a teoria acomodacionista da endogeneidade da oferta de moeda é uma superação da teoria keynesiana. Na "Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda", Keynes afirma que a moeda tem elasticidade

---

<sup>19</sup> O descasamento dos prazos se refere ao fato dos bancos emprestarem a longo prazo, mas possuírem obrigações de curto prazo.

<sup>20</sup> Esses custos seriam decorrentes tanto da necessidade de ampliar a captação de depósitos, quanto dos riscos de expansão dos créditos.

negligenciável de produção e substituição, ou seja, a moeda é insensível a demanda e suas funções não podem ser exercidas por substitutos. Devido a essas propriedades, a moeda assim como qualquer outro ativo estaria sujeita a excessos de demanda e oferta. Tal possibilidade de escassez justificaria o famoso prêmio de liquidez da moeda.

Costa, assim como Keynes, reconhece que a moeda bancária é extremamente sensível à demanda de crédito, e que ela pode assumir as mesmas funções da moeda legal, isto é, reserva de valor, unidade de conta e meio de troca. Essa capacidade da moeda creditícia em substituir a moeda legal, fez com que Kaldor afirmasse ser difícil definir o que é moeda. Tal dificuldade torna a política monetária ineficaz para Kaldor e também para Costa (1991), já que ela não consegue restringir os mecanismos provedores de poder de compra na economia.

Apesar da conclusão anterior, tanto Kaldor quanto Costa reconhecem que a moeda estatal é o último meio de validação das demais formas de liquidez criadas pelos bancos comerciais por via da administração dos passivos. Assim sendo, Costa (1991) conclui que a função do Banco Central é fixar o preço de oferta de crédito (taxa de juros) e ofertar moeda livremente a esse preço de modo a evitar o colapso do sistema bancário, o qual pode entrar em crise de deflação de débitos caso ocorra falta de liquidez. Vê-se, portanto, que para Kaldor, Moore e Costa é possível ao Banco Central definir exogenamente a taxa de juros, ou seja, esta deixa de ser endogenamente definida pela oferta e demanda de moeda, como afirmava Keynes na sua teoria da preferência pela liquidez. A justificativa deles é que se a oferta monetária depende da demanda, o juro não pode ser determinado por uma relação entre elas, já que não são independentes. Essa conclusão, no entanto, é confusa. Se aceitarmos que a taxa de juros é determinada pela oferta de moeda dada pela autoridade monetária e pela preferência pela liquidez dos bancos, para que a taxa de juros fosse exógena seria necessário algum controle sobre a oferta de moeda. Caso contrário, até o juro seria endogenamente determinado.

Carvalho (1993) retomando as idéias de Keynes em *Treatise on Money* mostra que a proposta horizontalista é frágil, pois mesmo que o Banco Central não pudesse recusar o fornecimento de reservas adicionais, ele poderia fixar o preço de tais empréstimos em condições punitivas (preço muito elevado). Diante dessa situação, os bancos comerciais poderiam, em vez de recorrer à autoridade monetária, buscar reduzir a concessão de empréstimos. Carvalho afirma também que as modificações na taxa de juros são ameaças mais importantes aos bancos que a escassez de liquidez, uma vez que afetam os valores de seus passivos. Além disso, se não houvesse restrições quantitativas de reservas, os bancos não

teriam incentivos a adotar práticas de administração dos passivos (atividade corriqueira dessas instituições).

Segundo Carvalho (1993), dentro do modelo de economia monetária de produção de Keynes, o papel da política monetária é fazer com que a moeda se transfira do circuito financeiro para o industrial de modo a afetar as variáveis reais da economia. O problema é que, entre a decisão da autoridade monetária e a execução de seus efeitos reais, existe o sistema bancário, que neste modelo é tratado como agente formador de preço, passível de possuir preferência pela liquidez, e não apenas multiplicadores mecanicistas como deixam subtender os acomodacionistas. Percebe-se, portanto, que estes últimos confundem demanda por moeda com preferência pela liquidez, pois mesmo que a demanda por moeda dos agentes econômicos crescesse, isso não significaria que os bancos iriam atender a demanda.

Sob este conceito de economia monetária de produção, o objetivo final da política monetária é alcançado essencialmente por via de modificações na taxa de juros. Em outras palavras, a política monetária é eficaz se possuir a taxa de juros de curto prazo como variável operacional. Mas é importante observar que variações desta com o intuito de afetar as variáveis reais e monetárias da economia podem ser anuladas pela preferência pela liquidez do setor bancário. Isso significa que a operacionalização da política monetária depende de uma intensa sintonia entre a autoridade monetária e o setor bancário.

A conclusão acima, apresentada por Carvalho (1993), à primeira vista é semelhante a concepção estruturalista (descrita anteriormente). Entretanto existe uma sutil diferença que convém destacar. Para os estruturalistas, as restrições à oferta endógena de moeda serão, em última instância, determinadas pelo custo crescente que tal oferta gera aos bancos. Segundo Carvalho, essa oferta endógena é em última instância restringida pela oferta de moeda legal no mercado interbancário. É por meio da oferta dessa moeda que a autoridade monetária tem capacidade de adotar como variável alvo a taxa de juros. Nesta visão, não existe uma curva claramente definida que relacione a taxa de juros com a moeda, pois a relação entre as duas depende da preferência pela liquidez dos agentes econômicos, em especial os bancos, e da postura da autoridade monetária. Para se obter uma curva ascendente no espaço juros-moeda, seria necessário que a oferta de moeda bancária fosse acompanhada por medidas restritivas da autoridade monetária. Podemos então afirmar que sob esta concepção a moeda é exógena.

### ***1.3.3 Sumário dos argumentos***

No debate em torno da variável-alvo da política monetária discutimos dois temas independentes, a distinção entre neutralidade e exogeneidade da moeda e entre exogeneidade e endogeneidade da oferta de moeda. Com relação a aceitação (ou negação) destes conceitos distinguimos duas grandes vertentes como mostramos nas duas subsecções anteriores.

De um lado, encontram-se os monetaristas, que por aceitarem a neutralidade e exogeneidade da moeda propõem a adoção de agregados monetários como variável-alvo, de preferência dever-se-ia adotar uma regra predefinida de expansão monetária de modo a evitar que a autoridade monetária pudesse atuar descricionariamente provocando, a longo prazo, a inflação. Do lado oposto, encontram-se os keynesianos, cuja análise leva em consideração a demanda por moeda não neutra, o que inviabiliza uma política monetária com meta para agregados monetários. Assim sendo, a variável-alvo da política monetária deve ser a taxa de juros, pois é a modificação do juro a melhor forma de se induzir os agentes econômicos a atuarem de modo a se atingir os objetivos finais desejados. Em relação a controlabilidade da oferta de moeda, identificamos basicamente três posições dentro dessa escola:

1) os acomodacionistas: reconhecem que o Banco Central tem capacidade de agir no mercado interbancário para determinar a taxa de juros de curto prazo. No entanto, afirmam que é prática corriqueira os bancos comerciais atenderem a toda a demanda por moeda, criando constantemente moeda bancária. Tal fato impossibilitaria o Banco Central de impor restrições monetárias no mercado interbancário. Assim, a única política que o Banco Central pode executar é acomodar as necessidades de reservas dos bancos de modo a evitar crises bancárias.

2) os estruturalistas: eles aceitam que a moeda possui um caráter endógeno, e afirmam que a autoridade monetária é capaz de impor restrições de liquidez no mercado interbancário, sendo por meio dessas restrições que ela executa a política monetária. É importante destacar, que para eles, mesmo que a autoridade monetária não imponha restrições, a criação de moeda bancária sempre implica a elevação dos custos dos bancos, devido à elevação do custo marginal de captação de depósitos. Por isso, a curva de oferta de moeda no plano juro-moeda é ascendente.

3) a posição “alternativa” proposta na argumentação de Carvalho (1993). Assim como a posição estruturalista, essa reconhece a capacidade da autoridade monetária em impor restrições no mercado, via a redução da oferta de moeda legal no mercado interbancário. Ou

seja, as restrições à oferta endógena de moeda não são determinadas em última instância pelo custo marginal crescente da oferta.

## **1.4 Os mecanismos de transmissão da política monetária**

### ***1.4.1 Os canais de transmissão***

Para a compreensão do funcionamento da política monetária, dado um certo objetivo final, não basta saber os instrumentos ao dispor da autoridade monetária e qual a variável-alvo adotada. Além disso, é necessário saber o mecanismo por meio do qual as decisões da autoridade monetária se transformam em comportamentos desejados dos agentes econômicos (CARVALHO et al, 2007)

Tratando-se dos mecanismos de transmissão é importante discutir a curva de rendimentos. Esta é uma curva que relaciona as taxas de juros incidentes sobre os contratos de dívidas (títulos etc) que possuem apenas a maturidade como divergência. Essa curva não representa nenhuma teoria da taxa de juros, mas apenas uma observação empírica. O curioso é que, normalmente, essa curva possui o formato ascendente, indicando que os títulos de maturidade mais elevada apresentam maiores taxas de juros.

A relativa estabilidade do formato da curva de rendimentos nos sugere que existe algum mecanismo conectando as taxas de juros de curto prazo com as de longo prazo, assim a autoridade monetária, ao afetar a taxa de curto prazo, estaria movendo as taxas de maturidade mais elevada. Segundo Carvalho et al (2007), se for possível generalizar essa relação entre as taxas de juros podemos concluir que os intermediários financeiros (bancos comerciais etc) captam a curto prazo e emprestam a longo prazo, transformando as dívidas de curto prazo em longo prazo, e obtendo como rendimento a diferença entre as taxas (*spread* dos juros).

Dois argumentos surgem para explicar a estabilidade da curva de rendimentos. O primeiro é o argumento do prêmio de liquidez. Este parte do princípio de que os agentes econômicos não são indiferentes entre a aquisição de ativos de curto prazo ou de longo prazo, exigindo dos últimos uma taxa de juros maior que compense a menor liquidez dos mesmos. Segundo este argumento, a taxa de juros dos ativos de longo prazo corresponde à soma das médias das taxas de juros de curto prazo mais o prêmio de liquidez.

O segundo argumento é o das expectativas. Este assume que os agentes econômicos

não possuem preferência entre a aquisição de ativos de longo prazo ou curto prazo. Deste modo, a taxa de juros de longo prazo corresponde a soma da média das taxas de curto prazo com as taxas de juros de curto prazo que os agentes esperam prevalecer ao longo da maturidade dos ativos. Em outras palavras, a taxa de juros de um ativo com cinco anos de maturidade será igual à taxa de juros corrente mais as taxas de juros esperadas hoje a prevalecer em cada ano seguinte, sendo essa soma dividida pelos anos de maturidade do ativo. Assim, se a cada ano seguinte a taxa de juros de curto prazo esperada para o próximo período ( $i_{cp}^e$  para  $t+1$ ) for maior que a taxa de juros de curto prazo atual ( $i_{cp}$  para  $t$ ) então a taxa de juros de longo prazo será maior que a de curto prazo, obtendo assim uma curva de rendimentos ascendente. É importante notar que sobre este argumento nada garante a obtenção da curva nesse formato, se  $i_{cp}^e$  para  $t+1$  for menor que  $i_{cp}$  em  $t$ , podemos ter uma curva descendente<sup>21</sup>.

A identificação da curva de rendimentos é importante, pois ela nos ajuda a compreender um fato intrigante (BERNENKE e GERTLER, 1995), este é, apesar da política monetária afetar diretamente a taxa de juros de curto prazo, ela aparentemente possui amplos efeitos sobre os gastos em ativos de longo prazo, como equipamentos e imóveis, os quais a priori são afetados pelas taxas de juros de longo prazo.

Supondo uma expansão monetária por parte do Banco Central, teríamos uma redução da taxa de juros de curto prazo. Dada esta queda e considerado o fato de que os agentes verificaram possuir mais moeda ao seu dispor, deduz-se que, dependendo do grau de preferência pela liquidez, eles provavelmente desejariam comprar ativos de longa maturidade, os quais estariam oferecendo uma rentabilidade maior. Essa ampliação da demanda elevaria os preços dos ativos podendo impactar a economia real de duas formas, por via do efeito riqueza ou pelo “q” de Tobin. O efeito riqueza propõe que, dada a ampliação do preço dos ativos (ações por exemplo), haveria aumento da riqueza financeira dos agentes econômicos, o que propiciaria a elevação do consumo e conseqüentemente da renda agregada. O “q” de Tobin é definido como o valor de mercado da firma dividido pelo custo reposição do capital. Assim, se o preço das ações aumentasse, o que significaria uma elevação do “q”, torna-se-ia mais barata a aquisição, por exemplo, de novos equipamentos, pois a firma poderia executar isso,

---

<sup>21</sup> Apesar de identificarmos apenas duas teorias que explicam o formato da curva de rendimentos, existe uma terceira teoria que é a do mercado segmentado. Diferentemente das demais, essa teoria considera que as taxas de juros de curto e longo prazo são determinadas em mercados separados por razões institucionais; por exemplo, a maturidade esperada (desejada) pelos compradores de ativos (títulos) pode diferir da desejada

obtendo recursos pela emissão de poucas ações.

Tobin apresentou o argumento acima em um artigo de 1969 (TOBIN, 1969). Neste ele desenvolveu um modelo de economia fechada que possui apenas o setor privado e dois ativos, a moeda emitida pelo governo e um bem de capital homogêneo. Tal modelo apresenta as seguintes equações:

$$W = qk + M/P \quad (1)$$

$$f_1(rk, rm, Y/W)W = qK \quad (2)$$

$$f_2(rk, rm, Y/W)W = M/P \quad (3)$$

$$rkq = R \quad (4)$$

$$rm = rm' - p^e \quad (5)$$

em que  $W$  = riqueza,  $Y$  = renda,  $rm$  = taxa de retorno real da moeda,  $rk$  = taxa de retorno real do bem de capital,  $p^e$  = taxa esperada de modificação do preço dos insumos,  $rm'$  = taxa de juros nominal da moeda (igual a zero) e  $R$  = eficiência marginal do capital relativo ao custo de reprodução.

Neste modelo, as variáveis exógenas são  $K$ ,  $M$ ,  $Y$ ,  $P$ ,  $p^e$ ,  $R$  e  $rm'$ , e as endógenas são  $rk$ ,  $rm$ ,  $W$  e  $q$ . Após algumas substituições obtêm-se:

$$f_2(R/q, rm, Y/(qk + M/P))(qk + M/P) = M/P$$

disto Tobin (1969, p.21) conclui que:

*“the assumptions made.....are suficiente.....to assure that  $dq/dM > 0$ , in words that an increase in the quantity of money is expansionary, causing a rise in the valuation of existing capital and stimulating investment”*

ou seja,

*“the rate of investment – the speed at which investors wish to increase the capital stock – should be related, if anything, to  $q$ , the value of capital relative to its replacement cost.”*



Analiticamente teríamos os seguintes canais de transmissão:

$$\uparrow M \implies \uparrow q \implies \uparrow I \implies \uparrow Y$$

$$\uparrow M \implies \uparrow \text{riqueza} \implies \uparrow \text{consumo} \implies \uparrow Y$$

Os casos apresentados acima se referem a dois tipos de canais de transmissão da política monetária por meio do valor dos ativos. Entretanto, existem outros canais percorridos pela política monetária, entre estes se destaca o canal do câmbio que se tornou bastante relevante a partir do processo de liberalização financeira junto com a adoção de regimes de câmbio flutuante por diversos países<sup>22</sup> (CARVALHO et al, 2007). Este canal envolve o mecanismo tradicional (detalhado abaixo) de transmissão da política monetária, que é o efeito desta sobre a taxa de juros. Supondo novamente que há uma expansão monetária, a queda na taxa de juros resultante desta tornaria menos atraente a manutenção de depósitos em moeda doméstica frente aos depósitos em moeda externa (MISKIN, 1996). Deste modo, tanto os investidores domésticos quanto os externos tenderiam a aproveitar as oportunidades de investimento fora do país, reduzindo a demanda por moeda doméstica, o que depreciaria a taxa de câmbio (E). Essa depreciação torna os bens e serviços domésticos mais baratos frente aos externos, o que propicia a elevação das exportações líquidas externas (NX) e, conseqüentemente, amplia o produto agregado. Analiticamente teríamos:

$$\uparrow M \implies \downarrow i \implies \downarrow E \implies \uparrow NX \implies \uparrow Y$$

Apresentados os mecanismos de transmissão por meio do valor dos ativos e da taxa de câmbio, voltemos nossa atenção para o mecanismo de transmissão tradicional da política monetária. Este parte do princípio de que a autoridade monetária, por meio de seus instrumentos, afeta a taxa de juros de curto prazo. Esta via a curva de rendimentos afeta, por seu turno, a taxa de juros de longo prazo, afetando os custos do capital e, conseqüentemente, afetando o investimento e o produto agregado. Analiticamente teríamos:

---

<sup>22</sup> Veremos nos próximos capítulos que após o Plano Real este mecanismo foi de extrema importância na execução da política monetária brasileira.

$$\uparrow M \implies \downarrow i \implies \uparrow I \implies \uparrow Y$$

Bernanke e Gertler (1995) mostram que se pode ampliar a abrangência do mecanismo tradicional de transmissão da política monetária ao se enfatizar os problemas de informação assimétrica existentes nos mercados financeiros, que alteram o “*external finance premium*” (BERNANKE e GERTLER, 1995, p.28), isto é, a diferença entre os custos de obtenção dos fundos externos (por via da emissão de dívidas, ações etc) e os fundos gerados internamente (lucros retidos etc).

Esta nova abordagem é conhecida na literatura como *Credit Channel*, e a sua análise enfatiza dois novos canais de transmissão da política monetária, o do empréstimo bancário (*bank lending channel*) e o do balanço empresarial (*balance sheet channel*).

O canal do empréstimo bancário destaca o papel que os bancos comerciais exercem no mercado financeiro dada a sua capacidade de resolver problemas de informação assimétrica, em especial os problemas da seleção adversa e o risco moral<sup>23</sup>. Sob essa ótica, se o Banco Central, por meio de seus instrumentos, amplia a oferta monetária, a decorrente elevação das reservas bancárias pode ampliar o volume de empréstimos, caso não se amplie os problemas de informação assimétrica. Analiticamente teríamos:

$$\uparrow M \implies \uparrow \text{reservas bancárias} \implies \uparrow \text{empréstimos bancários} \implies \uparrow I \implies \uparrow Y$$

É importante destacar, que este canal de transmissão diverge da posição keynesiana apresentada na seção anterior. Para estes a possibilidade de racionamento ou não do crédito pelo sistema bancário ocorre devido a preferência pela liquidez, e não exclusivamente por problemas de informação assimétrica. Como vimos, a moeda é um ativo, e os bancos podem desejar retê-la, pois ela “constitui um direito sobre a renda social que pode ser exercido a qualquer momento” (CARVALHO, 2005, p. 325).

O canal do balanço empresarial (ou do agente econômico) muda o foco do emprestador para o tomador de empréstimo. A hipótese é de que, se o agente econômico ampliar a sua riqueza líquida, menor será o custo para ele tomar recursos emprestados, pois se

---

<sup>23</sup> Os termos seleção adversa e risco moral foram pela primeira vez utilizados no setor de seguros e diziam respeito à dificuldade de precificar a quantia que cada segurado deveria pagar e a probabilidade do segurando de agir com má fé para obter os recursos do seguro, respectivamente. Posteriormente, estes conceitos se estenderam para outros mercados, com destaque para o mercado de empréstimos bancários. Neste, os bancos

reduz o problema de informação assimétrica. Segundo Bernanke e Gertler (1995, p.36):

*“The balance sheet channel of monetary policy arises because shifts in Fed policy affect not only market interest rates per se but also financial positions of borrowers, both directly and indirectly.”*

Para esses autores, uma política monetária expansionista reforça o balanço dos tomadores de empréstimo de duas formas:

a) na medida em que os agentes possuem dívidas de curto prazo, a queda da taxa de juros reduz diretamente as despesas com a mesma, o que eleva o fluxo de caixa líquido do agente, reforçando a sua posição financeira.

b) a redução da taxa de juros está tipicamente associada à elevação do preço dos ativos. Isso amplia o valor do colateral que o agente possui, facilitando a obtenção de crédito no mercado bancário.

Temos, então, que por meio do canal do crédito bancário é possível explicar o efeito da política monetária tanto sobre os emprestadores quanto sobre os tomadores de empréstimo. Mas, para Bernanke e Gertler (1995, p.42):

*“we are more confident in the existence of a credit channel in general than we are in our ability to distinguish sharply between the two mechanisms of the credit channel.”*

Em resumo, podemos identificar três grandes mecanismos de transmissão da política monetária, o canal dos ativos, o canal do crédito e o canal da taxa de câmbio.

#### ***1.4.2 Relação entre o ambiente macroeconômico e os canais de transmissão***

O objetivo desta subseção é promover uma análise especulativa do modo pelo qual as características macroeconômicas de determinado país afetam os três principais canais de transmissão da política monetária, favorecendo ou não a eficácia desta última. Não exploraremos o caso de um país específico nem relacionaremos a eficácia da política monetária a um objetivo em particular. Pretendemos sim, desenvolver o argumento em linhas gerais.

---

enfrentam problemas semelhantes ao selecionar qual agente estará apto a obter o empréstimo.

Os três canais de transmissão da política monetária dependem da relação entre a quantidade de moeda e a taxa de juros. *A priori* espera-se que, dada uma certa elevação da oferta de moeda (política monetária expansionista), a ampliação das reservas bancárias proporcionará a expansão dos empréstimos bancários, caso os bancos não exerçam uma preferência absoluta pela liquidez. Destes empréstimos às famílias, uma parte será destinada ao consumo, uma parte retida devido a preferência pela liquidez (pelos ursos), e outra seria aplicada no mercado de capitais (pelos touros)<sup>24</sup>. Se a maior parte dos agentes for de touros, o resultado dessa política será a elevação do preços dos ativos e, conseqüentemente, a queda na taxa de juros.

No entanto, como Keynes (2007, p.141) observa, a relação acima descrita não necessariamente ocorre, pois “podem surgir muitos percalços entre a taça e os lábios. Embora seja de esperar, que *ceteris paribus*, um aumento na quantidade de moeda reduza a taxa de juros, isto não ocorrerá se a preferência pela liquidez aumentar mais que a quantidade de moeda”. Isto é, uma política monetária expansionista pode não ser eficaz na redução da taxa de juros se a incerteza quanto ao futuro em determinado país for muito alta, elevando a demanda por moeda devido aos motivos precaução e especulação.

No canal do crédito e dos ativos, o problema da preferência pela liquidez é de especial importância, pois a expansão do crédito depende de uma decisão unilateral do sistema bancário. Caso este possua elevada preferência pela liquidez, mesmo que o governo venha a elevar a oferta de moeda no mercado interbancário, a ampliação do crédito para o público pode não se concretizar (como já havíamos mencionando acima).

Outro fator que afeta esses canais é a incerteza presente na economia, no canal do crédito esta atua não só ao elevar a preferência pela liquidez, mas também ao proporcionar quedas nas expectativas de retorno dos investimentos em bens de capital, fator este que reduz a demanda por crédito. Este último argumento também já havia sido percebido por Keynes (2007, p.141): “conquanto se possa esperar, *ceteris paribus*, que uma baixa na taxa de juros estimule o fluxo de investimento, isto não acontecerá se a escala da eficiência marginal do capital cair mais rapidamente que a taxa de juros”. Por fim, convêm mencionar também que caso nenhum dos problemas acima estejam presentes, e a política monetária realmente afetar o crédito, a eficácia desta, seja com um intuito expansionista ou contracionista, somente será

---

<sup>24</sup> É importante notar que, assim como as famílias, os bancos também são agentes econômicos dentro do modelo keynesiano. Assim sendo, eles também podem atuar como ursos, isto é, uma parte das reservas que não foi

relevante se a participação do crédito no produto agregado do país for elevada.

A parcela do crédito dentro do produto agregado e, conseqüentemente, a relação entre ambos são resultado de fatores estruturais, e não conjunturais (como a preferência pela liquidez, por exemplo), que não se encontram sob o controle do Banco Central. Os países que possuem um estreitamento dessa relação se destacam pelo histórico de políticas de incentivo ao desenvolvimento do sistema bancário e dos mecanismos de crédito de curto e longo prazo<sup>25</sup>. Nesses países, portanto, uma política monetária voltada para o canal do crédito tende a apresentar melhores resultados.

Como já mencionado, a eficácia do canal dos ativos também depende de fatores conjunturais como o grau de preferência pela liquidez. Se este for elevado, uma política monetária expansionista não irá elevar os preços dos ativos, ampliando o consumo, por meio do efeito-riqueza, ou o investimento, por meio do “q” de Tobin. Caso desconsideremos as dificuldades conjunturais, ainda restam, assim como no canal do crédito, os fatores estruturais, em especial o desenvolvimento do mercado de capitais. Isto é, um mercado de capitais no qual o acesso das empresas e das famílias ocorra não somente por via da intermediação do sistema bancário. Somente assim poder-se-ia esperar que o efeito-riqueza fosse relevante sobre a ampliação do consumo, e que as empresas conseguiriam obter recursos para o investimento sem a intermediação bancária.

Ainda com relação ao efeito-riqueza, além da ampla participação da riqueza financeira no portfólio dos agentes (fator estrutural), o seu efeito sobre o consumo depende de outros fatores conjunturais, como as expectativas dos agentes. Em fase de otimismo em relação à renda futura, a ampliação do consumo decorrente do efeito-riqueza tende a ser maior. Se a expectativa futura for de elevação da inflação, é provável que o agente aumente o seu consumo de modo a se proteger da inflação futura.

Por fim falta discorrer sobre o mecanismo do câmbio. Na subsecção anterior, mostramos que o canal do câmbio relaciona a expansão monetária à queda na taxa de juros, a qual propicia uma depreciação da moeda doméstica, o que conseqüentemente elevaria as exportações líquidas, elevando a renda agregada e, possivelmente, a inflação. Nos parágrafos anteriores, já mencionamos os problemas conjunturais existentes na relação entre a moeda e a taxa de juros. No entanto, mesmo sem o detalharmos novamente, é importante lembrarmos

---

destinada a empréstimos pode se tornar aplicação no mercado de capitais (atividade dos ursos).  
<sup>25</sup> Veremos nos capítulos seguintes que o Brasil é um exemplo de país que não possui essa característica.

que ele também está presente neste canal.

Supondo que a expansão monetária reduza a taxa de juros doméstica, isto somente depreciará a moeda nacional se houver uma ampla movimentação de capitais no país (fator estrutural), isto é, se os agentes nacionais e estrangeiros não enfrentarem grandes restrições que os impeçam de se desfazer de suas aplicações na moeda doméstica, elevando a demanda por moeda externa. Além disso, essa depreciação somente afetará de maneira significativa a demanda agregada, o produto e os preços, se a participação dos bens comercializáveis no produto interno bruto for elevada (outro fator estrutural). Nesse caso, a depreciação, ao baratear os bens comercializáveis domésticos, elevará as exportações, aumentando de forma significativa a demanda agregada, o produto e, talvez, os preços.

É importante destacar que nem sempre a depreciação cambial resultante de uma política monetária expansionista gera efeitos positivos. Ela pode, em vez disso, criar alguns riscos, sobretudo nos casos em que a economia é extremamente aberta ao comércio e aos capitais (CARVALHO e LOPEZ, 2008). Por exemplo, a depreciação cambial, ao reduzir a importação de bens e serviços, reduz o efeito da concorrência externa no mercado interno, o que pode provocar pressões inflacionárias. Essa inflação reduz o salário real, o que conseqüentemente reduz o consumo dos assalariados, gerando a redução da demanda agregada (efeito oposto ao proporcionado pelas exportações líquidas, teoricamente podendo até se anular). Tal redução do salário real pode proporcionar também uma espiral inflacionária entre salários e preços, pois os trabalhadores provavelmente exigiriam uma ampliação do seu salário nominal.

Essas pressões inflacionárias, decorrentes da depreciação cambial, não são resultantes apenas de fatores estruturais, como o grau de abertura da economia, mas também podem ser resultantes de fatores conjunturais. Por exemplo, dada a expansão monetária, se os agentes econômicos esperarem que ocorra uma desvalorização cambial e, conseqüentemente, uma pressão inflacionária, é provável que a inflação ocorra antes, e em maior magnitude do que seria esperado se apenas atuassem os fatores estruturais (fenômeno das expectativas auto-realizáveis). Por essa mesma expectativa de desvalorização, é possível que os efeitos sobre a balança comercial ocorram antes do esperado, pois os exportadores tentaram adiar o fechamento do contrato e os importadores tentaram antecipá-los, e isso significa uma redução das exportações e ampliação das importações.

Em resumo, podemos afirmar que a eficácia dos mecanismos de transmissão da

política monetária, seja na ampliação ou na redução do produto e dos preços, depende tanto de fatores conjunturais quanto estruturais. No canal do crédito, destacam-se como fatores conjunturais a preferência pela liquidez dos agentes e as expectativas de rendimento dos bens de capital, e como fator estrutural a participação do crédito na economia, a qual muitas vezes é resultado do grau de desenvolvimento do sistema bancário. No canal dos ativos, temos como fatores conjunturais a preferência pela liquidez dos agentes e as expectativas em relação à renda futura, e, como principal fator estrutural, o grau de desenvolvimento do mercado de capitais. Já no canal do câmbio, novamente a preferência pela liquidez atua como fator conjuntural, mas também é importante destacar as expectativas de desvalorização cambial. Como fator estrutural destaca-se, no canal do câmbio, o grau de abertura do país ao comércio exterior.

No próximo capítulo, buscaremos elucidar quais os fatores (estruturais e conjunturais) que impossibilitaram a política monetária brasileira de atuar eficazmente sobre o controle da inflação no período pré-Plano Real.

## **1.5 Sumário e Conclusões**

Iniciamos este capítulo pelo estudo da operacionalidade da política monetária, que abordamos via uma estrutura analítica subdividida em objetivos, metas e instrumentos. Após apresentarmos os principais objetivos da política monetária, controle da inflação, promoção do crescimento etc, partimos para a análise dos instrumentos. Verificamos que existem basicamente três instrumentos para a execução da política monetária, o recolhimento compulsório, o redesconto e as operações de mercado aberto. O último é o principal, por ser um instrumento flexível, sobre pleno controle do Banco Central e com amplo poder de modificação da base monetária.

O elo entre os instrumentos e os objetivos da política monetária são as metas ou variável-alvo, estas devem satisfazer essencialmente duas condições: 1) importante papel no processo de transmissão da política monetária; 2) ser pouco influenciada por fatores que não representam as decisões diretas do Banco Central. O primeiro ponto nos remete ao debate entre neutralidade e não neutralidade da moeda e o segundo ponto refere-se a discussão sobre endogeneidade e exogeneidade da moeda.

Exploramos esses debates discorrendo sobre a abordagem monetarista e a keynesiana.

Resumidamente, mostramos que por considerarem apenas a existência de demanda transacional e supor o pleno controle da oferta de moeda pelo Banco Central, os monetaristas aceitam a neutralidade e exogeneidade da moeda. Os keynesianos por sua vez partem de uma nova concepção de economia, não apenas baseada na interação produto-consumidor, mas sim entre firmas, famílias e bancos. Nesta economia a demanda por moeda não se deve apenas a fatores transacionais, sendo coerente demandar a moeda por si mesma. Ou seja, para os keynesianos a moeda é não neutra. Com relação a oferta de moeda, dentro da escola keynesiana identificamos basicamente duas posições, os estruturalistas e os acomodacionistas.

Concluimos então que por aceitarem a neutralidade e exogeneidade da moeda, os monetaristas propõem a adoção de agregados monetários como variável-alvo. Os keynesianos, por reconhecerem a não neutralidade da demanda por moeda, consideram inviável a aplicação de uma política monetária com metas para agregados monetários, devendo ser utilizada a taxa de juros. Como afirmado na introdução da dissertação, nos posicionamos a favor da abordagem keynesiana e sob esta perspectiva analisaremos a política monetária brasileira nos próximos capítulos.

Definida a variável-alvo de análise, apresentamos os canais em que a taxa de juros afeta o comportamento dos agentes de modo a se atingir os objetivos da política monetária. Em resumo identificamos três grandes canais, o dos ativos (efeito-riqueza e “q” de Tobin), o canal do crédito e o canal do câmbio. E especulamos como os fatores conjunturais e estruturais poderiam facilitar ou não a atuação desses canais.



## **CAPÍTULO 2 A INEFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA PRÉ-PLANO REAL**

### **2.1 Introdução**

Neste capítulo, nosso objetivo é explicitar os argumentos teóricos apresentados como justificativa para a ineficácia da política monetária sobre o controle da inflação no período que antecede o Plano Real. Este foi um período conturbado na história contemporânea brasileira, tanto no aspecto político, em que se destaca a transição da ditadura para a democracia, quanto no aspecto econômico, este visivelmente afetado pela inflação.

Não nos interessa aqui discutir a origem da inflação que acometeu o Brasil antes do Plano Real, mas, sim, fazer uma revisão do debate que se travou no país sobre a perda de eficácia da política monetária no controle da inflação, após várias tentativas frustradas de estabilização. Assim sendo, na próxima seção apresentamos um simples modelo de interpretação da inflação, que considera a existência do componente inercial como uma das possíveis causas da inflação. Na seção seguinte, mostramos como esse componente inercial surgiu com resultado da moeda indexada no Brasil. Posteriormente, apresentamos breve resumo histórico de como se desenvolveu a política monetária, desde os anos sessenta, juntamente com as justificativas teóricas para a sua ineficácia no período pré-Plano Real. Por fim, concluímos o capítulo com um breve resumo dos canais de transmissão da política monetária pré-Plano Real, averiguando os fatores estruturais e conjunturais que reduziram a sua eficácia.

### **2.2 Compreendendo a inflação: o modelo de Simonsen**

Após o fracasso de tentativas tradicionais<sup>26</sup> de combate à inflação, os economistas brasileiros passaram a diagnosticar diferentemente a inflação, reconhecendo que ela possuía um forte caráter inercial decorrente dos mecanismos de indexação adotados no país. Tais mecanismos consistiam na correção monetária dos preços, salários, taxas de câmbio e ativos financeiros, os quais propagavam a inflação passada para o futuro (MODIANO, 1990).

Ao trabalhar com esse novo diagnóstico, Simonsen (1970) decompõe a inflação nos

---

<sup>26</sup> A inflação que denominamos tradicional é aquela decorrente de um excesso de demanda; assim, para eliminá-la, deveriam ser adotadas políticas que promovessem a redução da demanda agregada, por exemplo, elevação

seguintes componentes:

$$\pi_t = p_1 a_t + p_2 r_t + p_3 g_t, \quad p_i > 0 \quad (1)$$

em que  $\pi_t$  representa a inflação no período  $t$ ;  $a_t$  seria o componente autônomo da inflação, isto é, os reajustes dos preços decorrentes de fatores institucionais ou acidentais (choque do petróleo, por exemplo);  $r_t$  seria o componente inercial da inflação, composto não só pela inflação passada ( $p_2 \pi_{t-1}$ ), a qual indica a proporção da inflação do período anterior transmitida para o período corrente, mas também pela expectativa inflacionária ( $\pi^e$ ); por fim,  $g_t$  seria o componente do excesso (ou não excesso) de demanda.

Percebeu-se, então, que para eliminar a inflação não bastava combater somente os componentes  $a_t$  e  $g_t$ , mas também o componente  $p_2 r_t$ . Apesar de Simonsen (1970) já ter identificado a presença deste elemento na inflação brasileira que ocorreu na década de sessenta, foi a partir da década de oitenta que sua importância se alavancou, dada a introdução da moeda indexada, conceito que apresentaremos na próxima seção.

### 2.3 A moeda indexada

Observamos no capítulo anterior que tanto os agentes privados quanto os públicos atuam na criação de moeda. E, dado que, para Keynes, o principal conceito definidor de moeda é o de unidade de conta, a função do Estado (representado pelo Banco Central) é “estabelecer um sistema de preços que simultaneamente assegure o caráter de riqueza aos ativos reais e títulos e mantenha a confiança no padrão monetário” (BELLUZO e ALMEIDA, 1990, p. 64).

Caso o Estado conseguisse manter essa confiança no padrão monetário, a moeda seria aceita “em suas três funções – meio de circulação, padrão de preços e reserva de valor – como instrumento dotado de reconhecimento social” (BELLUZO e ALMEIDA, 1990, p. 63). Desse modo, uma crise financeira poderia ser sempre interpretada como uma ruptura na avaliação da riqueza sob um dado padrão monetário. Segundo Belluzo e Almeida (1990), o processo inflacionário vivenciado pelo Brasil promoveu essa ruptura, fazendo com que aos poucos a moeda perdesse as funções de padrão de preços e reserva de valor, processo que, no limite,

---

da taxa de juros, redução dos gastos governamentais etc.

poderia até ocasionar a perda da função de meio de troca. Essa função poderia ser assumida por alguma moeda estrangeira que, por exemplo, não vivenciasse perdas de valor resultantes da inflação.

O Estado brasileiro reconheceu a existência da crise monetária e, para evitar que os agentes econômicos fugissem completamente da moeda nacional, permitiu que os depósitos bancários fossem remunerados e tivessem como contrapartida títulos de curtíssimo prazo com rendimento diário (*overnight*), constituindo a famosa moeda indexada ou quase-moeda. Estas aplicações financeiras foram assim denominadas (quase-moeda) por possuírem rendimento e liquidez diárias e, assim, poderem ser convertidas em moeda (resgatadas) a qualquer momento. Tal característica fez atrair não só a poupança dos agentes, mas também os recursos retidos para fins transacionais (para financiar o consumo), já que forneciam um rendimento (juros pagos pelos títulos) superior ao da inflação. Destaca-se, então, que a moeda indexada, apesar de não ser utilizada como meio de troca, exerceu diretamente a função de reserva de valor e, indiretamente, a função de padrão de preços. Essa função era indireta, pois os contratos eram indexados a alguns índices de correção destes títulos, os quais, por sua vez, seguiam a variação da inflação.

Belluzo e Almeida (1990) mostram que foi a própria concorrência privada que exigiu a criação da moeda indexada, sendo esta, posteriormente, sancionada pelo governo. Isso ocorreu por dois motivos:

- a) A incerteza propiciada pela inflação restringia a acumulação de capital real;
- b) A existência de um título público que assegurasse rentabilidade e liquidez permitia aos bancos se ajustarem ao encurtamento dos prazos exigido pelos aplicadores e, ao mesmo tempo, obterem renda a partir dos depósitos à vista.

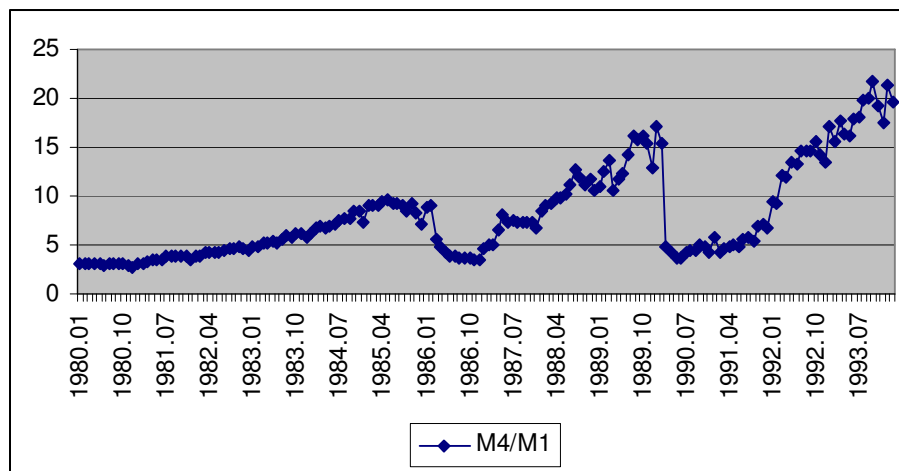
Expressando opinião semelhante, Carneiro (1994, p.3) observa:

“O fato concreto é que o longo processo de acomodação da economia brasileira a taxas elevadas de inflação implicou numa adaptação das instituições emissoras de moeda e de ativos financeiros substitutos, como provedores de proteção e garantia de liquidez aos detentores de ativos financeiros utilizados como reservas temporárias de poder de compra”.

Percebemos então que os títulos públicos passaram a ser uma base importante das receitas bancárias, fosse na intermediação do dinheiro, fosse na absorção do imposto

inflacionário<sup>27</sup>. Dada a crescente demanda por moeda indexada - pois tanto para o público quanto para as instituições bancárias manter moeda apresentava um elevado custo de oportunidade -, houve uma forte desmonetização da economia brasileira (CARNEIRO, 1994). A figura abaixo evidencia esse processo:

Figura 1 – razão entre M4 e M1 (milhões de R\$)



Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

Nesta seção, mostramos como o governo e os demais agentes econômicos conseguiram evitar a deflagração de uma hiperinflação clássica, por via da introdução de inovações financeiras como, por exemplo, os depósitos remunerados com lastro nos títulos públicos e privados indexados (moeda indexada). Isto é, em vez do processo inflacionário gerar uma fuga da moeda doméstica em prol de uma moeda estrangeira, no Brasil, essa fuga significou a substituição da moeda local por ativos financeiros denominados na mesma moeda. Em tese, o fato da renda e da riqueza não terem assumido a forma de uma moeda estrangeira deixava algum espaço para a atuação da política monetária sobre a inflação. No entanto, como veremos nas próximas seções, dado que a quase-moeda estava indexada à principal variável de atuação da política monetária – a taxa básica de juros –, esta perdeu a

<sup>27</sup> Supondo um país com câmbio flutuante e que financie o seu déficit (DEF) via a emissão de moeda, teremos que o valor real do déficit será igual ao valor real da alteração da oferta monetária (M), isto é,  $(M - M_{-1})/P = DEF$ . Manipulando essa equação temos que  $DEF = [(M - M_{-1})/M] (M/P)$ . Supondo válida a teoria quantitativa da moeda, temos que  $M = P$ , assim  $DEF = [(P - P_{-1})/P] (M/P)$ , multiplicando o lado direito por  $P_{-1}/P_{-1}$ , temos que  $DEF = [(P - P_{-1})/P] (P_{-1}/P) (M/P)$ , dada a definição de inflação  $P^* = (P - P_{-1})/P$  e que  $P_{-1}/P = 1 + P^*$  obtemos que  $DEF = [P^*/(1 - P^*)] (M/P)$ . Temos então que o déficit é financiado por um imposto inflacionário  $(P^*/(1 - P^*))$  sobre os saldos monetários reais  $(M/P)$ . (Sacks e Larrain, 2000).

eficácia. Passemos agora a descrição dos principais argumentos/fatores que justificam a ineficácia da política monetária no período pré-Plano Real.

## **2.4 A ineficácia da política monetária pré-Plano Real**

### ***2.4.1 Uma breve apresentação histórica da política monetária brasileira***

Nesta subseção, nos propomos a realizar um levantamento dos diagnósticos das causas da inflação brasileira com início nos anos sessenta, e as respectivas propostas de controle inflacionário, com especial destaque para os diversos planos de estabilização realizados nos anos oitenta, período no qual o processo inflacionário fugiu ao controle do governo.

No início da década de sessenta, o governo de Jânio Quadros (01/1961-08/1961) herdou do governo de Juscelino Kubitschek o seguinte panorama econômico: aceleração inflacionária, indisciplina fiscal e deterioração do balanço de pagamentos<sup>28</sup>. Diante desse cenário, o governo de Jânio logo tratou de aplicar novas políticas econômicas, destacando-se a desvalorização cambial e a unificação do mercado de câmbio (Instrução 204 da Sumoc)<sup>29,30</sup>, a redução dos gastos públicos, a política monetária contracionista, e a redução dos subsídios às importações de petróleo e trigo. Segundo Abreu (1990), o governo identificou os custos como a principal causa da inflação, buscando controlá-la por meio do câmbio.

Apesar da introdução dessas medidas, a curta duração do governo de Jânio nos impede de avaliá-las. No governo de João Goulart (1963 -1964), o Plano Trienal<sup>31</sup> elaborado pelo ministro para assuntos do desenvolvimento econômico, Celso Furtado, diagnosticou como causa da inflação o excesso de demanda causado pelo déficit público (HERMANN, 2005), isto é, o elemento  $g_t$  do modelo de Simosen. Para saná-la, propunha medidas gradualistas de correção dos preços públicos defasados, corte dos gastos públicos e controle da expansão do

---

<sup>28</sup> Em 1950 a taxa de inflação era cerca de 15% ao ano; em 1960, ultrapassou os 34% ao ano. O déficit da União, por exemplo, que, entre 1957 e 1960, representou, em média, 1,8% do PIB, atingiu 3,2% do PIB em 1962, 2,7% em 1963 e 3,3% em 1964. Já em relação ao setor externo, convém destacar a dificuldade em financiar o déficit do Balanço de Pagamentos. Em 1962, o serviço da dívida representou cerca de 1/3 do valor das exportações (Abreu, 1990).

<sup>29</sup> Sumoc = superintendência de moeda e crédito.

<sup>30</sup> No governo de Juscelino não havia apenas uma taxa de câmbio, mas, sim, um sistema de múltiplas taxas de câmbio, que tinha o objetivo de incentivar as exportações em detrimento das importações (Hermann, 2005)

<sup>31</sup> Esse Plano tinha os seguintes objetivos: 1) garantir um crescimento do PIB a taxas próximas à média dos anos anteriores; 2) reduzir a taxa de inflação; 3) garantir o crescimento do salário real à mesma taxa do aumento da produtividade; 4) realizar a reforma agrária; 5) renegociar a dívida externa.

crédito ao setor privado. Como o governo abandonou o receituário de Furtado, o Plano acabou fracassando. Cabe destacar que não foram apenas fatores conjunturais (ausência do apoio político etc) que impossibilitaram o sucesso da política monetária nesse período. Havia também problemas estruturais como a inexistência de um mercado de capitais (que impossibilitava o financiamento do déficit via a venda de títulos), a estrutura de arrecadação fiscal deficiente e o sistema bancário voltado apenas para o financiamento de curto prazo. O resultado disso era o crescente emprego da criação de meios de pagamento para financiar o déficit público.

A possibilidade de perda do controle da inflação fez com que, logo após o golpe militar, o governo Castello Branco apresentasse um programa emergencial de combate à inflação e de implementação de reformas estruturais, elaborado pelo ministro do Planejamento Roberto Campos e denominado Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG). O Plano diagnosticava como causa do processo inflacionário brasileiro os elevados déficits fiscais e a “incompatibilidade entre a propensão a consumir, decorrente da política salarial, e a propensão a investir, associada a política de expansão do crédito” (RESENDE, 1990, p.215), fatos que geravam uma inconsistência na esfera produtiva da economia. Em outras palavras, segundo o PAEG, a expansão monetária era apenas um fator de ratificação da pressão inflacionária decorrente do conflito distributivo, e não um fator autônomo. Relacionando com o modelo de Simonsen temos que a inflação é explicada pelos componentes  $g_t$  e  $a_t$  na interpretação do PAEG.

Dado o diagnóstico, o Plano propunha as seguintes medidas: i) contenção dos déficits governamentais<sup>32</sup>; ii) controle do crédito as empresas; iii) mecanismo de correção salarial, no qual, a cada ano, os salários deveriam ser reajustados pelo salário real médio dos últimos 24 meses, acrescido de uma taxa de produtividade e da metade da inflação programada pelo governo<sup>33</sup> (RESENDE, 1990). O objetivo dessas propostas não era eliminar o processo inflacionário em curto espaço de tempo, mas, sim, atenuá-lo ao longo dos três anos seguintes<sup>34</sup> (HERMANN, 2005). O PAEG se destacou, dentre outros motivos, por identificar problemas estruturais na economia brasileira que não só comprometiam o controle da inflação, mas também dificultavam a retomada do crescimento. Por isso, ele executou duas

---

<sup>32</sup> O déficit público foi cortado de cerca de 4% para 1,1% do PIB (SIMONSEN, 1985).

<sup>33</sup> Na prática o que ocorreu foi um arrocho salarial, pois a previsão oficial era consistentemente inferior à inflação efetivamente ocorrida, o que resultava em um salário real médio mínimo reduzido.

<sup>34</sup> Como o objetivo do PAEG era não só reduzir a inflação, mas também retomar o crescimento econômico,

importantes reformas, a tributária<sup>35</sup> e a financeira. Na primeira, o objetivo era aumentar a arrecadação da União, Estados e Municípios; já na segunda, o objetivo era introduzir no sistema financeiro brasileiro um segmento privado de longo prazo, e, para tanto, criaram-se inicialmente duas novas instituições, o Banco Central do Brasil, com a função de executar a política monetária, e o Conselho Monetário Nacional, com funções normativas e reguladoras sobre o sistema financeiro<sup>36</sup> (HERMANN, 2005). Segundo o Plano, o financiamento de longo prazo não existia no Brasil devido à baixa alocação da poupança resultante do baixo retorno real dos ativos de longo prazo. Como o Plano propunha um combate gradual à inflação, para evitar a queda nos retornos dos ativos, criaram-se mecanismos de correção monetária para os ativos e contratos em geral<sup>37</sup>.

Essas reformas do PAEG foram de extrema importância para a institucionalização da política monetária no Brasil. No entanto, algumas de suas medidas não facilitaram a operacionalização da mesma, destacando-se a permissão para a indexação dos ativos financeiros (mostraremos adiante que a contínua expansão dos mecanismos de indexação foi um dos fatores que geraram a ineficácia da política monetária no combate a inflação) e a criação da conta movimento (Lei 4.595). Esta última permitia ao Banco do Brasil sacar recursos do Banco Central sem correção monetária nem juros, transformando-o, assim, em um segundo banco emissor<sup>38</sup>. (SIMONSEN, 1985)

Com relação aos resultados vemos que, apesar das metas para o índice geral de preços (IGP) estabelecidas pelo PAEG não terem sido atingidas<sup>39</sup>, a taxa de inflação reduziu-se de algo próximo de 100%, anualizado a partir do primeiro trimestre de 1964, para algo em torno de 20%, anualizado em 1969 (RESENDE, 1990). Apesar do sucesso, o plano antiinflacionário do PAEG se mostrou mais restritivo da atividade econômica do que seria desejável. Devido a isso, os governos Costa e Silva (1967-69) e Médici (1969 -73) buscaram executar uma

---

uma política anti inflacionária rígida não seria recomendável.

<sup>35</sup> As principais medidas implementadas foram: a) arrecadação dos impostos por meio da rede bancária; b) criação do Imposto Sobre Serviços (ISS) de arrecadação pelos municípios; c) criação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias (ICM), incidente sobre o valor adicionado a cada etapa de comercialização do produto; d) criação do Fundo de Participação dos Municípios (FPEM), via este fundo os impostos arrecadados no nível federal seriam repassados às demais esferas do governo (HERMANN, 2005).

<sup>36</sup> Até aquele momento, as funções do Banco Central eram exercidas pela Sumoc e pelo Banco do Brasil. A primeira era um órgão normativo das políticas monetárias e cambiais, sem autoridade executiva. Já o segundo além de atuar como banco comercial, exercia também a função de banco do Tesouro e do sistema bancário.

<sup>37</sup> Isso foi introduzido por via do título público Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), no qual a correção era de acordo com a inflação ocorrida durante todo o período de pagamento de juros.

<sup>38</sup> “A conta movimento criou-se...pois havia quem temesse que a criação do Banco Central atrofiasse os ativos e os lucros do Banco do Brasil” (SIMONSEN, 1985, p. 19).

política de combate à inflação que não resultasse em “contenção indevida da demanda” (LAGO, 1990, p. 235). A nova equipe econômica composta por Delfim Netto e Hélio Beltrão, respectivamente ministros da Fazenda e do Planejamento, interpretava diferentemente a natureza da inflação brasileira. Para eles, esta não decorria da demanda ( $g_t$ ), mas, sim, dos custos ( $a_t$ ), notadamente os custos de crédito. Essa interpretação é evidenciada no resumo do Programa Estratégico de Desenvolvimento (PED) publicado em julho de 1967:

“tornar eficaz e objetivo o esforço de contenção dos preços. Sem descuidar o controle dos focos tradicionais de inflação de procura, o diagnóstico do comportamento recente da economia brasileira...(conduzia)... a realizar um ataque concentrado sobre os focos da inflação de custos”.

“O objetivo governamental (era) expandir o nível de atividade, e, simultaneamente, atingir a relativa estabilidade de preços. No tocante à estabilização, o progresso (teria) de ser gradual: em cada ano...um ritmo de inflação inferior ao do ano anterior”( PED apud LAGO, 1990, p.236).

Com vistas a executar as orientações do PED de aceleração do desenvolvimento e controle da inflação, a equipe econômica realizou as seguintes medidas: (1) expandiu a oferta monetária, com destaque para a ampliação do crédito ao consumidor<sup>40</sup>; (2) manteve a política salarial do PAEG, corrigindo, em cada reajustamento anual do salário, a subestimativa da inflação no reajuste anterior, ou seja, introduziu a indexação anual dos salários pela inflação do ano anterior; (3) introduziu controle de preços com a criação do Conep (Comissão Nacional de Estabilização dos Preços), o qual mais tarde se tornou a CIP (Comissão Interministerial de Preços). Tais comissões tabelaram tanto os preços públicos quanto os preços privados; (4) “contenção das taxas de juros pagas pelos tomadores do setor privado, inclusive através de incentivos ao setor bancário (compulsório remunerado), da fixação temporária de tetos de juros e através do estímulo a concentração bancária” (LAGO, 1990, p.238).

Destaca-se também que, no período de 1968 a 1973, o governo manteve a correção monetária dos ativos e contratos e aproveitou as reformas executadas pelo PAEG no sistema financeiro brasileiro para emitir títulos da dívida pública via o Banco Central. Isso permitiu a

---

<sup>39</sup> As metas do Plano eram para 1964, 1965 e 1966, 70%, 25% e 10%, atingiu-se 92%, 34% e 39%.



essa instituição a execução da política monetária por via das operações de mercado aberto, “que se firmaram como um instrumento importante e duradouro da política monetária no Brasil” (LAGO, 1990, p.255). Assim, como no período do PAEG nem todas as medidas adotadas facilitaram a operacionalização da política monetária, convém destacar a promulgação da Lei Complementar nº 12 em 1971. Esta permitia ao Banco Central emitir títulos por conta do Tesouro Nacional para fins de política monetária, lançando as despesas decorrentes disso na conta da dívida pública, em vez de deixá-las a cargo do próprio Banco Central. Apesar da existência de pontos negativos, o resultado dessas políticas fora um elevado crescimento (milagre econômico brasileiro) acompanhado de queda na inflação (HERMANN, 2005).

Na década seguinte, o Brasil, ainda sob a ditadura militar, foi governado por dois presidentes, Ernesto Geisel (1974-78) e João Figueiredo (1979-84). Esse período foi marcado por um conturbado contexto internacional, no qual ocorreram dois choques do petróleo (1973 e 1979) e a elevação da taxa de juros dos países industrializados com vistas a conter os efeitos inflacionários desses choques. O Brasil, por sua vez, vinha de uma trajetória de elevado crescimento, marcado pela expansão das importações (de bens de capital e insumos, como o petróleo) e da dívida externa, resultante da necessidade de financiar os déficits na conta corrente. Diante desse cenário, o governo Geisel possuía duas alternativas. A primeira seria promover uma mudança nos preços relativos junto com uma contração da demanda, de modo a elevar o preço da energia, reduzir a renda e diminuir as importações. A outra, buscar reestruturar a oferta, diversificando a estrutura produtiva, substituindo as importações e expandindo as exportações, e, assim, continuar crescendo por via do financiamento externo. Os ministros da Fazenda e Planejamento, M. H. Simonsen e J.P dos Reis Velloso, escolheram a segunda alternativa e apresentaram o segundo Plano Nacional de Desenvolvimento<sup>41</sup> (II PND). Dada a participação do governo nos investimentos do II PND, houve ausência de política monetária restritiva. Destaca-se também nesse período a remoção dos controles de preços aplicados no governo Médici, o que provocou a imediata elevação da inflação oficial, instabilizando as taxas mensais de inflação. Na tentativa de compensar o aumento da

---

<sup>40</sup> A expansão monetária se deu a um ritmo médio de 36,8% ao ano. (SIMONSEN, 1985).

<sup>41</sup> O II PND deu forte ênfase às indústrias de base (bens de capital e eletrônica pesada) e de insumos básicos, visando substituir importações. Realizou também elevados investimentos em infraestrutura, particularmente na expansão da capacidade de geração de energia elétrica.

incerteza, criaram-se regras mais claras de indexação dos ativos<sup>42</sup>.

Durante o governo Figueiredo, as dificuldades advindas do segundo choque do petróleo<sup>43</sup> fizeram com que Simonsen identificasse apenas uma alternativa para a política econômica, que seria o ajuste recessivo. Assim sendo, o ministro da Fazenda buscou controlar os meios de pagamento e o crédito bancário “bem como conter os investimentos estatais e as despesas com subsídios” (HERMANN, 2005, p.108). Tais medidas geraram insatisfação no governo, o que culminou na substituição de Simonsen por Delfim Netto<sup>44</sup>. Para este último, o “estrangulamento externo” enfrentado pela economia brasileira era resultado de um desajuste dos preços relativos que distorcia a distribuição da demanda entre os diversos setores. Desse modo, para direcionar a demanda a favor dos bens de produção doméstica e estimular as exportações, seria necessário modificar o câmbio. Frente a esse diagnóstico, Delfim realizou três medidas: 1) determinou uma desvalorização nominal de 30% no câmbio e reajustou os preços administrados, na expectativa de que a aceleração da inflação hoje fosse a desaceleração de amanhã (SIMONSEN, 1985); 2) controlou os juros e expandiu a oferta monetária, esperando que a expansão da produção promovesse uma queda nos preços dos bens e serviços; 3) determinou a indexação semestral dos salários que viria acoplada a aumentos negociáveis por conta da produtividade (HERMANN, 2005).

Essas políticas aceleraram a inflação, que saltou de uma média de 38% no governo Geisel para 93% em 1979-80. Esse insucesso inicial se deveu a quatro motivos. O primeiro deles foi a ausência de combate à inflação inercial. Na verdade, esta se alavancou com a desvalorização cambial, a qual gerou pressão de custos ( $a_t$ ) e novas expectativas de inflação ( $r_t$ ). Além disso, a manutenção da indexação de ativos ao promover a criação de “quase moedas”, pressionava a inflação via o componente da demanda ( $g_t$ ). O segundo motivo foi a ausência de controle da demanda agregada. O terceiro motivo foi o segundo choque do petróleo, o qual afetou os preços relativos. O quarto, por fim, foi a falta de credibilidade nas

---

<sup>42</sup> “Com a instabilização das taxas de mensais em 1974, temia-se que o governo promovesse uma desindexação informal expurgando da correção monetária oficial os efeitos da desrepressão de preços sobre a inflação de março e abril. Temendo os efeitos que tais expectativas pudessem vir a ter sobre um mercado financeiro já conturbado, o ministro da Fazenda preferiu explicitar uma regra pela qual a correção monetária seria formalmente vinculada ao índice de preços no atacado da FGV (IPA -DI), sendo uma média em que a variação média do IPA nos três primeiros meses anteriores entrava com peso 0,8 e uma inflação mensal correspondente a uma taxa anual de 15% entraria com peso 0,2”. (CARNEIRO, 1990, p. 319).

<sup>43</sup> Com o choque do petróleo, os EUA elevaram a taxa de juros e isso elevou o déficit em conta corrente brasileiro de duas formas: 1) com a redução das importações americanas; 2) com a elevação das despesas com a dívida externa.

<sup>44</sup> Delfim manteve-se como ministro da Fazenda até o final do governo de Figueiredo. Ele retornou com a

medidas adotadas, dada a elevação inicial da inflação. Diante desse cenário, a partir de 1981, o governo adotou um modelo estritamente recessivo, marcado pela manutenção de uma taxa de juros elevada e pela restrição monetária. No entanto, a inflação continuou a se acelerar atingindo 15,3% ao ano, em 1983, e 210% ao ano em 1984 (CARNEIRO e MODIANO, 1990).

Percebeu-se, então, que, para eliminar a inflação, não bastava combater os componentes  $a_t$  e  $g_t$ , mas também o componente  $p_{2t}$ . Assim, surgiram diversas políticas que tinham como objetivo reduzir a indexação da economia brasileira, entre as quais se destacaram a proposta da moeda indexada e a do choque heterodoxo. Em resumo, a primeira propunha uma indexação plena da economia por via da introdução de uma nova moeda que tivesse paridade com as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional<sup>45</sup> (ORTN), o qual seria corrigido mensalmente pela inflação, e deixaria como voluntária aos agentes econômicos a conversão dos preços e salários na nova moeda<sup>46</sup>. Já a proposta do choque heterodoxo, pregava a execução de um plano no qual se eliminariam quaisquer tipos de indexação e adotar-se-ia o congelamento dos preços, dos salários e da taxa de câmbio (CARNEIRO e MODIANO, 1990).

A segunda proposta passou a ser aplicada já no início da nova República durante o governo de José Sarney (1985-89)<sup>47</sup>. O ministro da Fazenda Francisco Dornelles, com o intuito de amortecer a aceleração da inflação, buscou inicialmente aplicar uma política monetária restritiva juntamente com o congelamento de alguns preços privados e modificações na correção monetária e cambial (estas passaram de mensal para trimestral). As políticas de Dornelles não lograram reduzir a aceleração inflacionária, que saltou de 7,2% em abril de 1985 para 17,8% em janeiro de 1986. Isso fez com que o plano Dornelles fosse colocado sob pressão e acabasse por fracassar. Houve, então, a substituição de Dornelles por Dilson Funaro. O novo ministro da Fazenda, inicialmente, tentou manter uma redução gradual da inflação, permitindo o retorno das correções monetárias em bases mensais dos ativos, das tarifas públicas e dos preços administrados, além de restringir com menos veemência (contrapondo-se a Dornelles) a expansão monetária. Suas medidas indicavam uma tendência à

---

expectativa de reavivar o milagre econômico.

<sup>45</sup> Estas eram um título emitido pelo Tesouro.

<sup>46</sup> Veremos no capítulo seguinte que o Plano Real, foi o plano de combate a inflação que mais se aproximou da proposta da moeda indexada.

<sup>47</sup> Sarney assumiu a presidência após a morte de Tancredo Neves do qual era vice. Ambos não foram eleitos pelo voto direto, mas sim por um colégio eleitoral do legislativo.

indexação generalizada da economia, e, caso isso ocorresse, rapidamente a taxa de inflação tenderia a oscilar entre 400% e 500% ao ano (MODIANO, 1990). Diante do fracasso dessa proposta inicial, o governo mudou de atitude e lançou o Plano Cruzado, em fevereiro de 1986.

Esse Plano foi um legítimo representante da proposta do choque heterodoxo, acima mencionada. Entre suas principais medidas, está a reforma monetária, com o estabelecimento do Cruzado como novo padrão monetário; a proibição da indexação dos contratos por prazo inferior a um ano<sup>48</sup>; e a fixação dos salários em Cruzados no valor correspondente à média dos últimos seis meses, junto com um abono de 8% para os assalariados, e 16% para o salário mínimo (CASTRO, 2002). Com vistas a evitar que os trabalhadores sofressem perdas, permitiu-se a correção automática dos salários em casos em que a inflação acumulasse 20% ao mês. Observa-se que não havia nenhuma meta para a política monetária e fiscal. Segundo os formuladores do Plano, a inflação brasileira se devia apenas ao mecanismo de realimentação ( $p_{2t}$  no modelo de Simonsen) apoiado na indexação generalizada.

O Plano inicialmente foi um sucesso, mas aos poucos foram se evidenciando distorções entre os preços congelados e os não-congelados (ou de difícil controle), e, além disso, a inexistência de políticas monetárias e fiscais restritivas fez com que o consumo se elevasse muito, gerando uma forte pressão de demanda. Como Modiano (1990, p. 361) nota:

“O aumento do poder de compra dos salários, a despoupança voluntária, o declínio do recolhimento do imposto de renda para pessoas físicas, a redução das taxas de juros nominais, o consumo reprimido durante os anos de recessão e o congelamento de alguns preços em níveis defasados em relação a seus custos detonaram conjuntamente uma explosão do consumo”

“A generalização do excesso de demanda na economia era reforçada por uma expansão exagerada da oferta de moeda, que transcendia o incremento natural da demanda de moeda provocado pela desinflação abrupta. A folga de liquidez, decorrente da remonetização acelerada da economia, refletiu-se *ex-post* em taxas de juros reais negativas durante esse período.”

Diante desse quadro, o governo poderia ou descongelar os preços ou promover um corte na demanda agregada. Inicialmente, o governo optou por um modesto ajuste fiscal<sup>49</sup>, que

---

<sup>48</sup> As ORTN, criadas no PAEG, foram substituídas pelas Obrigações do Tesouro Nacional (OTN).

<sup>49</sup> Esse pacote envolvia apenas a criação de um sistema de empréstimos compulsórios: novos impostos indiretos

teve pouca eficácia na redução do consumo, e ao elevar as expectativas de descongelamento deu novo impulso à demanda. Posteriormente, lançou-se um pacote fiscal mais robusto denominado Cruzado II. Este objetivava aumentar a arrecadação do governo por via do reajuste de alguns preços públicos e aumento dos impostos indiretos. Entretanto, o choque inflacionário dessas medidas foi o estopim para o abandono do congelamento. “Os preços começaram a ser corrigidos, e a taxa mensal de inflação, em janeiro de 1987, atingiu 16,8% acumulando mais de 20% desde março de 1986” (CASTRO, 2002, p.128). Conseqüentemente houve o acionamento do gatilho salarial e a volta plena da indexação.

O fracasso do Plano Cruzado fez com que Dilson Funaro se demitisse e, em seu lugar, assumisse Luiz Carlos Bresser-Pereira, que, em 1987, lançou o Plano Bresser. Esse Plano reconhecia o caráter inercial da inflação brasileira, mas afirmava que havia nela também um componente de demanda. Deste modo, além do congelamento dos preços e da criação de uma nova base para a indexação dos salários, a URP (Unidade de Referência de Preços)<sup>50</sup>, o Plano propunha políticas monetárias e fiscais ativas, via a manutenção de juros reais positivos e redução do déficit público. O Plano Bresser não obteve sucesso, e os motivos disso evidenciam-se na passagem abaixo:

“Após o fracasso do Cruzado,..., o congelamento pretendido pelo governo não foi respeitado. Diante do temor de um novo congelamento, houve remarcações preventivas de preços, que contribuíram para aumentar os desequilíbrios entre preços relativos. Além disso, a flexibilização anunciada contribuiu para que os aumentos decretados pelo governo no início do plano fossem repassados para outros preços.” (CASTRO, 2002, p.130)

Frente às dificuldades políticas e econômicas para a execução do seu plano, Bresser pediu demissão, assumindo em seu lugar Maílson da Nóbrega em 1988. Este rejeitava as propostas de choque heterodoxo e manteve uma política monetária “apática” de intromissões pontuais conhecida como “política do feijão com a arroz”. A continuidade da expansão inflacionária fez com que, em 1989, Maílson radicalizasse a proposta de desindexação via o Plano Verão. Este introduziu o congelamento de preços e salários, extinguiu todos os mecanismos de indexação (inclusive a URP), aplicou uma nova reforma monetária criando o

---

na aquisição de gasolina e automóveis. Destaca-se também que o impacto inflacionário dessas medidas foi expurgado do índices de preços, de modo a evitar o acionamento do gatilho salarial.

<sup>50</sup> Esta era prefixada a cada três meses com base na média geométrica da taxa de inflação dos três meses

cruzado novo e propôs políticas monetárias e fiscais ativas. No entanto, dada a falta de credibilidade do governo e a incapacidade de realizar as políticas propostas, a inflação continuou crescendo.

“a inflação baixou no primeiro mês de implementação (fevereiro), mas já em março, entrou em rota ascendente. Agora sem nenhum mecanismo de coordenação de expectativas, devido à extinção dos indexadores, cada agente olhava o índice que melhor lhe convinha, e os períodos de reajuste de preços foram sistematicamente reduzidos. O resultado para a economia foi um grande aumento da inflação, que ultrapassou 80% ao mês no começo de 1990” (CASTRO, 2002, p. 131)

Chegava-se ao fim da década de oitenta, e nenhum dos planos de estabilização havia obtido sucesso, ao contrário, o Brasil cada vez mais se aproximava de uma trajetória hiperinflacionária. Mudanças também ocorriam no campo político, pois, em 1990, assumia Fernando Collor de Mello, o primeiro presidente eleito diretamente pela população desde o início da ditadura em 1964. Dado que a inflação era o principal problema econômico (e social) enfrentado pelo Brasil, o Presidente lançou, já no dia da posse, o Plano Collor. Assim como os Planos Bresser e Verão, o Plano Collor reconhecia o excesso de demanda e a inércia como causas da inflação brasileira, e “tinha a convicção de que uma política monetária efetiva seria inviável sem que se eliminasse a moeda indexada” (CARVALHO, 2003). No entanto, reconhecia a necessidade de impedir (conforme ocorreram nos outros Planos) uma monetização rápida da economia após a queda na inflação, de modo a evitar pressões pelo lado da demanda. Assim sendo, além de ter reintroduzido o Cruzeiro<sup>51</sup> como padrão monetário e de ter reimplementado o congelamento dos preços dos bens e serviços de modo a derrubar a inflação de imediato, o Plano também bloqueou os haveres financeiros<sup>52</sup> “para ordenar a monetização e devolver ao Banco Central as condições para controlar a oferta de moeda, sem a necessidade de recorrer a taxa de juros muito altas que pressionariam a dívida pública” (CARVALHO, 2003, p.286).

---

precedentes.

<sup>51</sup> O cruzeiro era o padrão monetário, antes do Plano Cruzado, que introduziu o Cruzado como padrão, e que, posteriormente, foi substituído pelo Cruzado Novo durante o Plano Verão.

<sup>52</sup> “Os valores em Cruzados Novos bloqueados ficariam recolhidos no Banco Central por 18 meses, recebendo juros de 6% ao ano mais correção monetária, e seriam liberados em 12 parcelas mensais depois de 18 meses. O papel moeda teve conversão imediata para cruzeiros. Nos demais haveres retidos, cada pessoa podia converter de imediato apenas Cr\$ 50 mil. Recursos dos tesouros dos três níveis ficaram livres do bloqueio e do

Assim como os anteriores, o Plano Collor fracassou nos seus intentos, e isso, segundo Carvalho (2003), se deveu à inaplicabilidade de suas propostas. O bloqueio realizado provocou sérios problemas de liquidez nos bancos, pois as disponibilidades na nova moeda eram insuficientes para dar liquidez ao passivo que era convertido em Cruzeiros e colocado à disposição dos depositantes. Diante dessa situação, o Banco Central foi obrigado a financiar o sistema bancário de modo a evitar a sua paralisação. Essa oferta de liquidez permitiu que os bancos expandissem os créditos, reativando as pressões de demanda sobre a inflação.

Nesta subseção, realizamos um resumo dos diagnósticos das causas inflacionárias no Brasil, desde a década de sessenta até o período antecedente ao Plano Real, e das propostas (com destaque para a política monetária) para combatê-la, mostrando seus sucessos e malogros nesse intento, e destacando o completo descontrole durante a década de oitenta. Nas próximas subseções, apresentaremos apenas justificativas teóricas para a ineficácia da política monetária pré-Plano Real a partir da década de oitenta.

#### ***2.4.2 A passividade monetária***

Uma das principais característica da política monetária pré-Plano Real foi a execução da zeragem automática. Esta consistia em um mecanismo no qual o Banco Central assegurava ao sistema financeiro o suprimento de reservas bancárias aos bancos comerciais no final do dia. Como Carneiro (1994, p. 5) observa:

“é o mecanismo pelo qual o Banco Central aceita transformar títulos de sua emissão (ou em alguns casos do Tesouro Nacional) em reservas bancárias, automaticamente concedendo empréstimos por um dia (recompras) lastreados em tais ativos, permitindo assim ao banco cancelar a sua posição devedora de reservas”

Devido a esse mecanismo, alguns economistas como Pastore (1990) e Martone (1994) argumentavam que a política monetária se tornava inteiramente passiva, perdendo a sua eficácia. Para entendermos esse argumento, recorremos a um exemplo. Suponhamos que os agentes econômicos esperem uma ampliação da inflação; isso faz com que resgatem as suas aplicações no intuito de adquirir bens e serviços finais. Nessa situação, parte da carteira de títulos mantida pelos bancos deixa de ser financiada pelo público não-financeiro, fazendo com

que eles passem a vender os títulos em excesso para o Banco Central, o qual se compromete a recomprá-los via o dispositivo da zeragem automática.

Ao recomprar os títulos, o Banco Central começa a ampliar a base monetária por meio de um movimento que ele não pode impedir (a não ser que abandonasse a zeragem automática). A expansão monetária torna-se, então, inteiramente passiva, e “o resultado desse processo é que as variações da base monetária são um dado para o Banco Central, e não uma variável de controle da política monetária” (CARNEIRO, 1994, p. 5).

Essa interpretação era aceita até mesmo pelo Banco Central. Abaixo segue um trecho de uma publicação oficial dessa instituição retirada de Ramalho (1995, p.27):

“No esquema operacional até então vigente, caso as instituições carregadoras de títulos não conseguissem se financiar junto ao mercado, o *Banco Central sancionava os saques no over como financiador automático para a cobertura das carteiras de títulos das instituições do mercado* (zeragem automática). Como efeito, a política monetária tornava-se totalmente passiva, na medida em que era o público quem determinava a quantidade de moeda” (p.28)

Seguindo essa interpretação argumentava-se também que a zeragem automática eliminava o risco de liquidez da carteira de títulos, isto é, ao final do dia, os títulos poderiam ser resgatados pelos bancos sem gerar perda de capital. Constituíam-se, assim, a alta liquidez para uma grande parcela do M4, o qual poderia rapidamente ser transformando em meios de pagamento.

Os economistas que partiam dessa interpretação afirmavam então que a existência da zeragem automática tornava impossível a execução de uma política monetária restritiva pela via dos agregados monetários, por exemplo. O Banco Central perdia completamente o controle monetário, incapacitando a política monetária para atuar no combate a inflação.

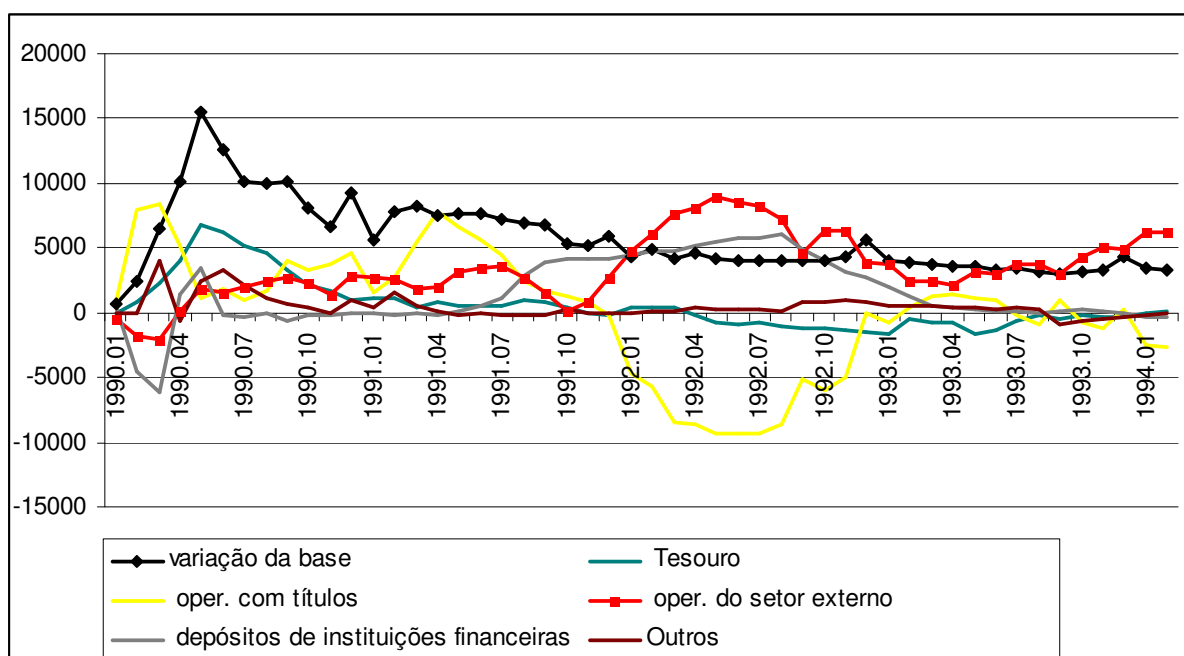
“Não foi o fato de a liquidez ser por um dia que provocou esta inflação... O que a produziu foram os compromissos de compra do Banco Central, o que permitiu transformar os depósitos de *overnight* em um fluxo adicional de moeda com poder liberatório. É nisto que repousa o efeito inflacionário dos depósitos de *overnight*, e não no fato de a liquidez ser por um dia. Os *overnights* não são moeda indexada porque podem ser convertidos em M1, porque, se fossem convertidos em M1 sendo comprados por algum agente privado, estaria apenas ocorrendo uma mudança de proprietários de moeda



não-indexada e de moeda indexada. Eles adquirem esse poder inflacionário quando o Banco Central garante esta conversão automática em moeda com poder liberatório, reduzindo a zero o preço de sua liquidez” (PASTORE, 1990, p.162-163).

A existência do mecanismo da zeragem automática não era a única justificativa para a passividade da política monetária brasileira no período que antecedeu o Plano Real. Reconhecendo que uma das principais causas da inflação brasileira era a excessiva expansão monetária, Garcia (1994) busca identificar outras causas da passividade, e, nesse intuito, analisa os principais fatores responsáveis pela ampliação da base monetária, figura 2 abaixo.

Figura 2 – componentes da expansão monetária (milhões de R\$)



Fonte: Boletim do Banco Central, vários números

Um destes fatores é a existência de déficits fiscais, os quais muitas vezes eram financiados diretamente pelo Banco Central por meio da emissão de moeda para aquisição de títulos do Tesouro. Como Garcia (1994, p.4) observa:

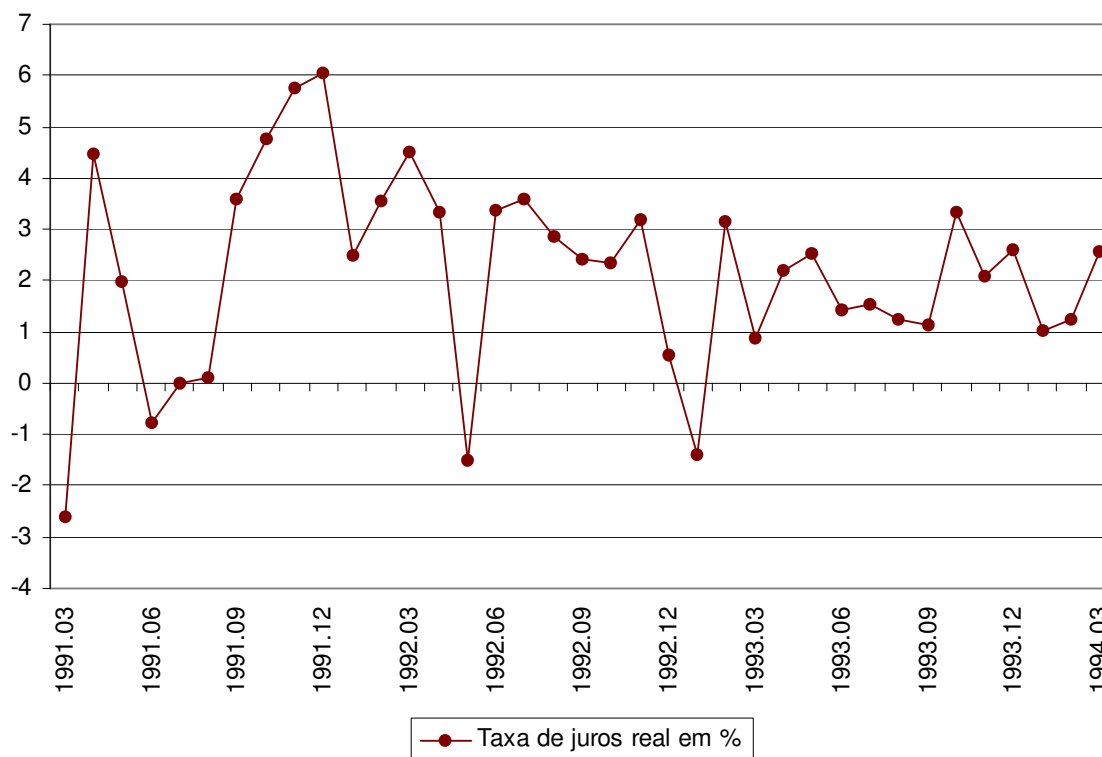
“No Brasil, o artigo 164 da Constituição, inciso 3, determina que ... as disponibilidades de caixa da União serão depositadas no Banco Central..... Ou seja, a Constituição exige que a Conta Única do Tesouro (CUT) esteja no Banco Central, sendo portanto uma conta do

passivo não-monetário do Banco Central. Receitas fiscais (impostos) representam créditos na CUT, e gastos do governo são débitos na CUT. Quando há déficit fiscal, portanto, o débito correspondente na CUT é um fator de expansão da base monetária”.

Apesar dessa relação entre o Tesouro e o Banco Central, no gráfico 3 vemos que o déficit fiscal representou uma pequena percentagem do total da expansão monetária no período pré-Plano Real. Observa-se também que outro fator que pouco favoreceu a expansão monetária no período foram os créditos que o Banco Central fornece às instituições financeiras, como, por exemplo, as operações de redesconto.

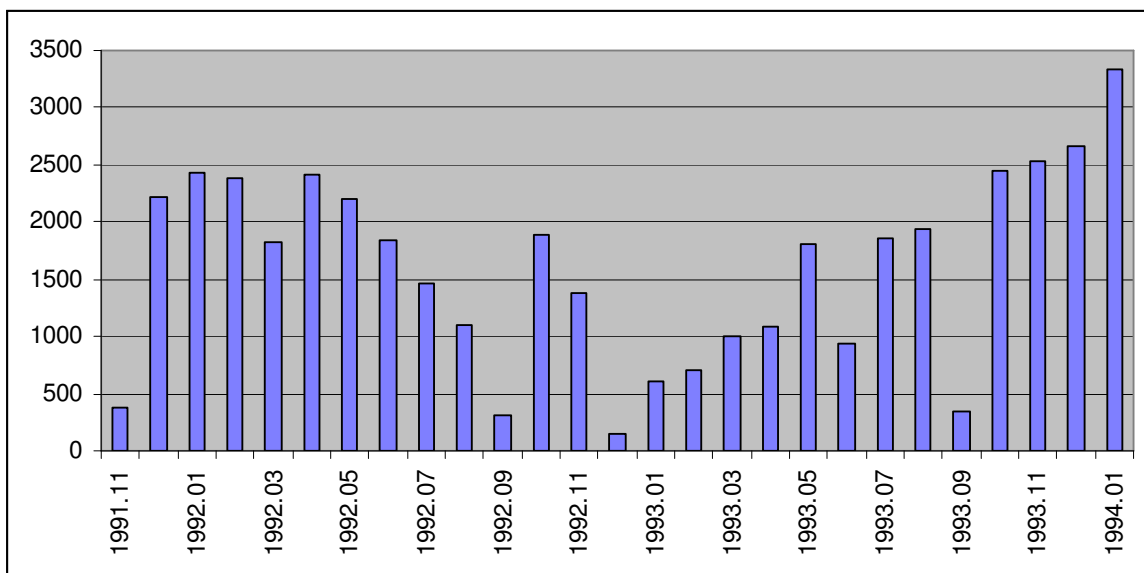
O que se pode concluir é que o setor externo foi o grande responsável pela expansão monetária no período de 1991 a 1994, e o principal fator contracionista foi à emissão de dívida pública pelo Banco Central. Segundo Garcia (1994), isso se deveu às elevadas taxas de juros mantidas do período (figura 3), que promoveram um forte influxo de capitais externos (figura 4), forçando o Banco Central a comprar divisas para manter o câmbio real fixo.

Figura 3 – taxa de juros real em %



Fonte: Cálculo realizado pelo autor com a taxa de juros over/selic do Banco Central e o IPCA do IBGE.

Figura 4 – câmbio contratado em US\$ milhões



Fonte: Boletim do Banco Central, vários números

Para Garcia (1994), a passividade da política monetária não decorria da existência do mecanismo da zeragem automática. Ele afirma que, no dia-a-dia da execução da política monetária, o Banco Central não conseguia controlar permanentemente os agregados monetários, pois os valores destes somente são conhecidos no final do dia quando ocorre a compensação bancária. Isso significava que o Banco Central não poderia utilizar nenhuma meta monetária, a não ser que ela estivesse representada em termos da taxa de juros. Mas, segundo ele, “para qualquer regra de controle de agregado monetário que se queira, há uma forma de implementá-la através do instrumento da taxa de juros” (GARCIA, 1994, p. 8). Desse modo, a passividade da política monetária decorria da forma específica adotada pelo Banco Central para fixar a taxa de juros, sendo o mecanismo da zeragem automática apenas mais um instrumento utilizado pelo Banco Central para melhor fixar essa taxa, dado que ele corrigia eventuais erros cometidos durante as operações no mercado aberto.

Garcia (1994, p.10) interpretava a atuação do Banco Central da seguinte forma:

“O mecanismo operacional do Banco Central no período pré-Real consistia basicamente na fixação do patamar dos juros num nível igual à taxa esperada de inflação para o próximo mês, acrescida da taxa real de juros que se objetiva praticar. As autoridades monetárias fixavam a taxa real de juros ao nível mínimo que julgavam necessário para garantir a demanda por títulos públicos. Ou seja, o objetivo era evitar a

fuga maciça de recursos para ativos financeiros estrangeiros. O objetivo não era controlar a inflação”.

Dada a inelasticidade da demanda por moeda em relação à taxa de juros no período, não havia como o Banco Central controlar qualquer agregado monetário no intuito de combater a inflação. A inelasticidade se devia, pois, aos seguintes motivos: a) os agentes econômicos pouco recorriam ao crédito; b) inexistiam ativos financeiros de longo prazo, e, deste modo, as modificações na taxa de juros, ao afetar a riqueza financeira, poderiam gerar diversos impactos no mercado de bens e serviços<sup>53</sup>.

### ***2.4.3 Efeito-renda e efeito-riqueza***

Como vimos na seção anterior, entre 1991 e 1994, o Banco Central brasileiro manteve as taxas de juros extremamente elevadas, o que atraiu um grande fluxo de capitais externos. Caso o Banco Central houvesse comprado as divisas originadas nesses capitais, teria havido ampliação das reservas e queda na taxa de juros. Mas, dada à opção política de manutenção dos juros elevados, o Banco Central passou a vender continuamente títulos públicos, o que resultou na ampliação das reservas e na expansão da dívida pública. Verifica-se, então, que a ampliação do estoque de títulos públicos no mercado não decorreu de pressões para financiar o déficit público, mas, sim, para “esterilizar” outras pressões expansionistas.

Segundo Pastore (1996), esses fatos explicam o motivo pelo qual as elevadas taxas de juros não produziram a redução da demanda agregada e das pressões inflacionárias como se poderia esperar. Ele afirma que:

“No nosso regime monetário fecham-se alguns canais de influência da moeda sobre a demanda agregada de bens, e abrem-se outros, fazendo com que o aumento da base monetária tenha efeitos menos expansionistas sobre a demanda agregada, podendo até serem contracionistas, enquanto o aumento do estoque de títulos públicos tenha efeitos menos contracionistas, podendo até serem expansionistas”. (PASTORE, 1996, p.285)

O argumento de Pastore decorre da distinção entre o efeito-riqueza e o efeito-renda. Se

---

<sup>53</sup> Na seção seguinte, apresentaremos uma justificativa para a ineficácia da política monetária contracionista relacionando o perfil da dívida pública brasileira aos efeitos-renda e riqueza decorrentes desta.

a dívida pública for constituída apenas (ou em sua maior parte) por títulos de longo prazo, as modificações na taxa de juros afetarão o valor do estoque de títulos detidos pelos agentes econômicos, ou seja, a política monetária provocará um efeito-riqueza, mas não um efeito-renda. Nesse caso, uma elevação da taxa de juros, ao reduzir o valor do estoque de títulos, provocará uma redução da demanda por bens pelos detentores dos títulos. Trata-se exatamente do mecanismo de transmissão da política monetária denominado canal dos ativos, mencionado na seção 1.3 do capítulo anterior.

Caso contrário, se a dívida pública for constituída por títulos de curto prazo, ou títulos de longo prazo indexados à taxa de juros de curto prazo, ou ainda indexados a um índice de preços, uma variação da taxa de juros não alterará o valor de mercado da dívida pública, mas sim o montante de juros pagos aos proprietários dos títulos. Nesse caso, a política monetária não provocará um efeito-riqueza, mas, sim, um efeito-renda. Portanto, uma elevação da taxa de juros, em vez de provocar uma redução da demanda agregada devido à menor riqueza dos agentes econômicos, tende a provocar uma ampliação, devido à maior renda auferida pelos mesmos.

Sob esta argumentação, a eficácia da política monetária pelo canal dos ativos se encontra na predominância do efeito-riqueza em relação ao efeito-renda, dada uma modificação da taxa de juros realizada pelo Banco Central. Para formalizar o argumento, Pastore (1996) elabora um modelo no qual o estoque de riqueza é dado por:

$$A = M/P + V(r)/P + k$$

em que  $M/P$  = base monetária;  $V(r)/P$  = valores reais dos estoques de títulos públicos;  $k$  = capital privado e  $P$  = nível geral de preços. A renda disponível é dada por:

$$y_0 = y + rV(r)/P - T(y + rV(r)/P)$$

em que  $T$  = tributo e  $rV(r)$  = fluxo de juros dado pelo título, sendo  $r$  a taxa de juros nominal. No modelo, tanto  $A$  quanto  $rV(r)$  são afetados pela taxa de juros. No primeiro, ocorre o efeito-riqueza, e, no segundo, o efeito-renda. Reconhece-se também que, em processos inflacionários, torna-se impossível a existência de títulos longos, a não ser que sejam indexados. Nesse caso, “o valor de mercado do estoque da dívida é independente da taxa de

juros, mas o fluxo de renda pago pelo Tesouro aos detentores dos títulos públicos varia diretamente com a taxa de juros” (PASTORE, 1996, p. 290).

Ao buscar apenas analisar os efeitos da política monetária sobre a demanda agregada, Pastore adota as seguintes simplificações no modelo:

- a) A oferta agregada é infinitamente elástica sobre o nível de preços constante  $P = 1$ ;
- b) Ignora-se o estoque de capital para se focar no mercado de títulos da dívida pública;
- c) Considera-se a economia fechada.

Além dessas simplificações, distingue-se dois regimes monetários. O primeiro possui as seguintes características:

- a) Constituído por títulos (B) de vida perpétua;
- b) Os encargos pagos aos detentores desses títulos são  $V(r) = B/r$ , portanto  $rV(r) = B$ , e não se alteram com a taxa de juros,  $d[rV(r)]/dr = dB/dr = 0$ ;
- c) Modificações na taxa de juros provocam perda de capital dada por  $dV(r)/dr = -B/r^2 < 0$ .

Já as características do segundo regime monetário são:

- a) Constituído de títulos de curto prazo ou de longo prazo indexados à taxa de juros de curto prazo;
- b) Os encargos pagos aos seus detentores são dados por  $V(r) = (B/r)r$ , portanto,  $rV(r) = rB$  e cresce com a elevação da taxa de juros,  $d[rV(r)]/dr = d(rB)/dr = B > 0$ ;
- c) A variações do juro não provoca perda de capital,  $V(r) = B$  e  $dV(r)/dr = 0$ .

Pastore (1996) especifica o modelo seguindo o modelo IS-LM, assim sendo, para o primeiro regime monetário, temos:

$$y = C\{[y + B - T(y + B)]; [M + B/r]\} + I(r) + G$$

$$M = L\{y, r, [M + B/r]\}$$

$$dM/dt + dB/rdt = G + B - T(y + B)$$

e para o segundo regime monetário temos:

$$y = C\{[y + B - T(y + rB)]; [M + B]\} + I(r) + G$$

$$M = L\{y, r, [M + B]\}$$

$$dM/dt + dB/dt = G + B - T(y + rB)$$

em ambos os regimes temos que a função consumo é  $C = C(y_0, A)$ , com  $0 < C_{y_0} < 1$  e  $C_A > 0$ , em que  $y_0$  é a renda disponível, e  $A$ , o estoque de ativos, sendo assim  $C_A$  representa o efeito riqueza; a função investimento é  $I = I(r)$ , com  $I_r < 0$ , e a oferta e demanda de moeda é  $M_d = M_s = M = L(y, r, A)$  com  $L_y > 0$ ,  $L_r < 0$  e  $0 < L_A < 1$ .

Diante dessa especificação, após alguns cálculos, o efeito da política monetária no primeiro regime é dado por:

$$dy/dM = K_i [C_A + (1 - L_A)I(r) - C_A(B/r^2) / L_r - L_A(B/r^2)]^{54}$$

Dado que  $L_A$  é menor do que 1, o multiplicador acima é positivo. Verifica-se que a presença do efeito-riqueza aumenta a eficácia da política monetária, pois uma ampliação da oferta de moeda, ao reduzir os juros, gera dois efeitos expansionistas. Um deles decorre do fluxo de investimento, e o outro, da elevação dos ganhos de capital sobre o estoque da dívida pública existente, o que eleva os gastos dos detentores dos títulos – i.e, do efeito riqueza sobre o consumo.

Em relação ao segundo regime temos:

$$dy/dM = K_{ii} [C_A + (1 - L_A/L_r)(I_r + B C_y(1 - T'))]^{55}$$

aqui podemos identificar três efeitos: a)  $K_{ii} C_A > 0$ : a elevação da oferta monetária amplia o consumo; b)  $K_{ii} [(1 - L_A/L_r) B C_y(1 - T')] < 0$ : a ampliação da oferta de moeda reduz a taxa de juros, reduzindo o fluxo de renda pago aos detentores de títulos públicos; c)  $K_{ii}(1 - L_A/L_r)I_r > 0$ : a redução dos juros amplia os investimentos.

A partir do modelo, percebe-se que a eficiência da política monetária depende do regime monetário no qual o país se encontra. No primeiro regime, a contração monetária tem seus efeitos potencializados na redução da renda disponível devido à queda no valor dos títulos da dívida pública decorrente da elevação da taxa de juros, isto é, predomina o efeito-

<sup>54</sup>  $K_i$  representa o multiplicador do gasto público no primeiro regime monetário, o qual é dado por  $dy/dG = 1/\{1 - C_y(1 - T') + L_y [I_r - C_A(B/r^2) / L_r - L_A(B/r^2)]\} > 0$ .

<sup>55</sup>  $K_{ii}$  representa o multiplicador dos gastos públicos no segundo regime monetário, o qual é dado por  $dy/dG = 1/\{1 - C_y(1 - T') + L_y/L_r (I_r + B C_y(1 - T'))\} > 0$ . Este multiplicador é mais potente que  $K_i$  devido a

riqueza. Já no segundo regime, essa contração monetária pode não resultar na almejada redução da renda, pois a elevação dos juros amplia o fluxo de renda pago aos detentores de títulos públicos, o que amplia os gastos dos mesmos.

Segundo Pastore (1996) apesar da relação Dívida Pública/Pib no Brasil não ser muito alta, os fluxos de renda pagos aos detentores de títulos não são irrelevantes, e dada a tendência ao encurtamento do prazo médio de cada título, resultante do processo inflacionário vivenciado no país, a ausência do efeito-riqueza torna a política monetária menos eficiente.

“Uma dívida curta reduz a eficiência da política monetária porque elimina a possibilidade de gerar ganhos e perdas de capital, destruindo o canal de interferência da moeda sobre a demanda, que atua na direção contrária, e que se constitui no efeito-renda, gerado pelas alterações no fluxo de juros pago pelo Tesouro aos proprietários dos títulos públicos” (PASTORE, 1996, p. 308).

O mesmo autor destaca também que não é a existência de ativos de curto prazo o que provoca a perda da eficiência da política monetária, mas, sim, a presença de títulos públicos de curto prazo.

“Não importa quantos produtos de intermediação financeira existam: se existirem títulos públicos longos vendidos pelo Tesouro, que somente os resgate no seu vencimento, se as alterações nas taxas de juros de curto prazo, por parte do Banco Central, produzirem ganhos ou perdas de capital para seus proprietários, gerando efeitos-riqueza, sem afetar o pagamento de juros por parte do Tesouro e, portanto, sem criar efeitos-renda, a política monetária será relativamente mais eficaz” (PASTORE, 1996, p. 310).

#### ***2.4.4 Dominância Fiscal***

Recentemente têm-se apresentado novos argumentos para demonstrar a ineficácia da política monetária no combate a inflação, entre estes se destaca o problema da dominância fiscal (Blanchard, 2004). Apesar deste problema constituir um debate recente na literatura econômica, trabalhos como os de Coates e Rivera (2004) e Tamer e Ramos (2002) mostram que a dominância fiscal esteve presente no período pré-Plano Real.

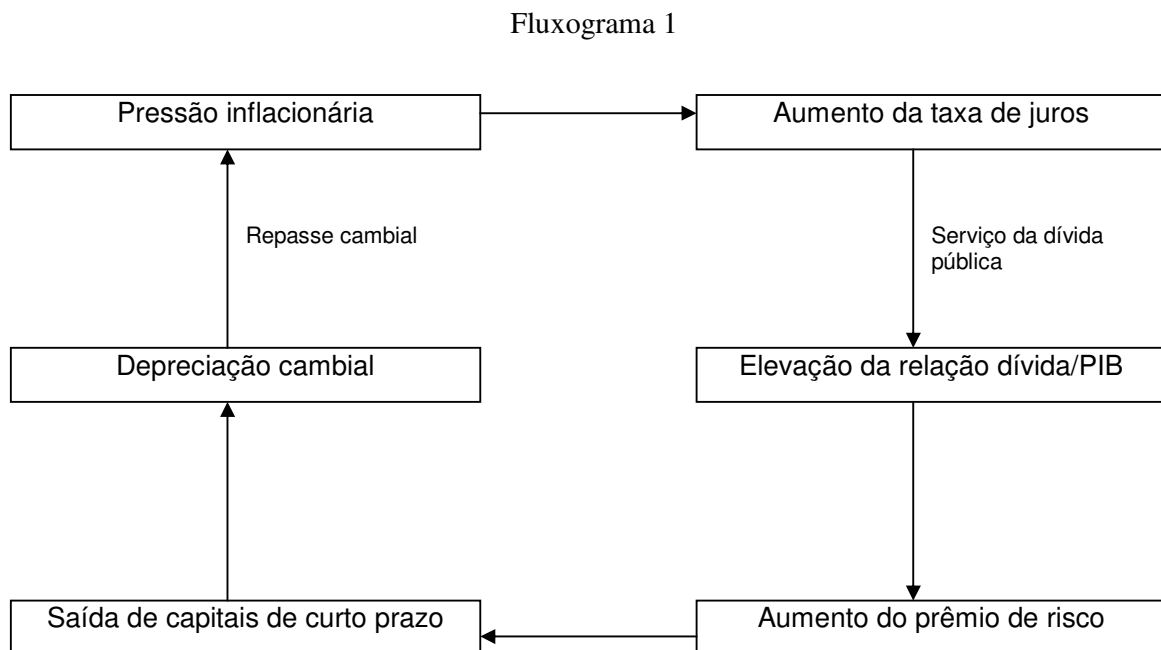
Define-se a dominância fiscal como sendo a situação na qual a incapacidade da



política monetária em controlar a inflação é atribuída essencialmente à existência de distúrbios fiscais, e não monetários. Especificamente, o conceito se refere a uma situação em que o estoque da dívida do setor público já se encontra próximo ao “máximo que se acredita ser sustentável às taxas reais de crescimento da economia”<sup>56</sup> (Carneiro e Hon Wu, 2005, p.4). Nesse caso, uma elevação da taxa de juros aumentaria o estoque da dívida pública além do limite máximo, afetando negativamente o risco-país. Assim, ao invés da elevação dos juros atrair o investimento externo, auxiliando a queda da inflação, a ampliação do risco-país reduziria esse fluxo, depreciando a taxa de câmbio e pressionando uma ampliação da inflação. Como Carneiro e Hon Wu ( 2005, p. 5) observam:

“Enfim, em uma situação de dominância fiscal, uma aumento da taxa de juros depreciaria o câmbio e elevaria a inflação, ou seja, a política monetária perderia sua eficácia no controle do nível de preços”

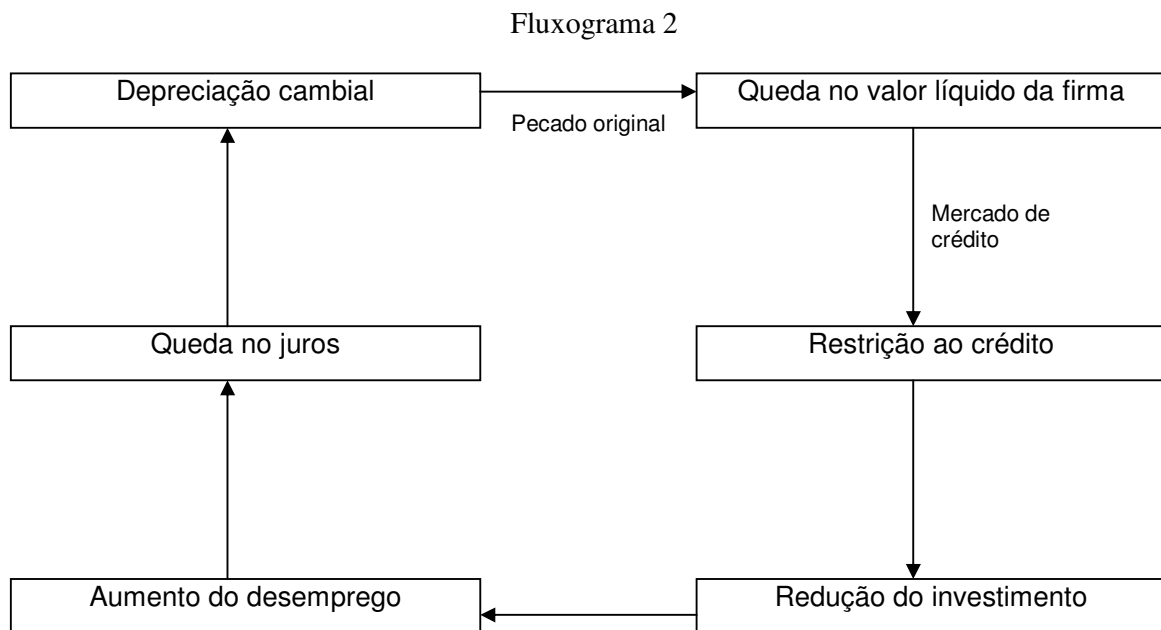
O argumento acima é evidenciado de forma mais clara no fluxograma abaixo:



É importante frisar que a justificativa acima é válida para um país com alto endividamento público e falta de confiança dos agentes econômicos na sustentabilidade a

<sup>56</sup> É importante destacar a fragilidade deste conceito, pois qual seria a taxa máxima de crescimento do déficit compatível com o crescimento da economia? Como se mensura essa taxa?

longo prazo dessa dívida, por isso a relação com o risco-país. Entretanto, Carneiro e Hon Wu (2005) mostram que o problema da dominância fiscal também ocorre em países de elevado endividamento privado externo, onde a dívida não é denominada na moeda nacional, ou seja, economias que sofrem com o “pecado original”. Em um país nessa situação, a taxa de câmbio, em vez de ser pró-cíclica como o esperado, torna-se contra-cíclica. Isto é, a depreciação cambial em vez de ampliar a demanda agregada via o estímulo às exportações, atua reduzindo o investimento realizado pelos agentes privados e, portanto, reduzindo a demanda agregada. Esta redução é explicada pelo efeito negativo que a depreciação cambial exerce sobre o passivo das firmas, o que reduz o colateral que eles possuem para oferecer em troca de novos empréstimos. Dependendo da magnitude desse efeito, uma política monetária expansionista, ao efetuar uma queda nos juros, pode tornar-se ineficaz como estímulo à ampliação da demanda agregada. Tal argumento é melhor evidenciado no fluxograma abaixo.



## 2.5 Sumário e Conclusões

Como proposto no início do capítulo, apresentamos uma resenha das justificativas teóricas para a ineficácia da política monetária no controle inflacionário no período pré-Plano Real. Com o resumo histórico apresentado na subseção 2.4.1, foi possível identificar os

fatores estruturais e conjunturais que reduziram (ou anularam) o bom funcionamento dos canais de transmissão da política monetária.

Vimos que, desde a década de sessenta, a interpretação das causas do processo inflacionário e as respectivas propostas para combatê-la variaram bastante. Até o fim da ditadura militar, a inflação era basicamente identificada como sendo de custos e/ou de demanda, tentando-se eliminá-la por meio do controle (ou “arrocho”) dos salários e/ou de políticas restritivas (monetárias, fiscais etc). Entretanto, nesse conjunto de medidas, a eficácia da política monetária foi prejudicada por certos fatores estruturais e institucionais, como, por exemplo, a ausência de um mercado de capitais bem desenvolvido, baixa abertura comercial do país, pequena participação dos financiamentos de longo prazo, a Lei 4.595 que criou a conta movimento no Banco Central, a Lei Complementar nº 12 que permitia o Banco Central emitir títulos próprios e lançar como despesa do Tesouro e a introdução do mecanismo de indexação dos ativos (e, posteriormente, demais contratos) à inflação. Fatores conjunturais também prejudicaram a eficácia da política monetária no contexto em questão, e são exemplos disso a ausência de apoio político e choques de custo como o do petróleo.

A partir da década de oitenta, devido ao amplo mecanismo de indexação, percebeu-se que a inflação brasileira não era causada apenas por fatores de demanda e custos, mas também, e sobretudo, pela inércia decorrente da indexação. Aplicaram-se então vários planos, adotando essa interpretação que, como descrevemos, não obtiveram sucesso.

Diante destes fatos, se torna mais fácil identificar os motivos pelos quais os canais de transmissão da política monetária não operavam eficazmente no combate à inflação. Devido à existência da conta movimento e do mecanismo da zeragem automática, a moeda tornou-se completamente endógena, dificultando (como visto no capítulo 1) a definição da taxa de juros pelo Banco Central. Ainda que interpretássemos a zeragem automática como um dos instrumentos utilizados pelo Banco Central para definir a taxa de juros (GARCIA, 1994 e CARVALHO, 1993), o intento contracionista não surtiria efeito, haja vista a baixa participação do crédito na economia e a predominância do efeito-renda sobre o efeito-riqueza. Em outras palavras, fosse por meio do canal do crédito, fosse por meio do canal dos ativos, o intuito almejado não seria obtido. Restava então o canal do câmbio, mas nem mesmo este era eficaz devido à reduzida abertura comercial<sup>57</sup> e a ampla indexação dos contratos à taxa de

---

<sup>57</sup> No próximo capítulo mostra-se o papel que a abertura comercial exerce dentro de uma política monetária de combate a inflação via a âncora cambial.

câmbio.

Ao final do capítulo, apresentamos o problema da dominância fiscal, que se tornou um argumento recente para a ineficácia da política monetária no combate à inflação. Para os autores que utilizam este argumento, a política monetária é ineficaz pelo canal do crédito e do câmbio. Devido à ampla dívida pública de curto prazo do país, em vez de atrair capital, valorizando o câmbio, a elevação da taxa de juros reduz essa atração dada à elevação do risco-país, o que deprecia o câmbio e eleva a inflação. Já o canal do crédito se torna ineficaz, pois o juro, ao atuar contra-ciclicamente sobre a taxa de câmbio, da mesma forma atua sobre o valor da dívida das expressas ("balance sheet effect" apresentado no capítulo 1). Isso equivale a dizer que a elevação da taxa de juros, ao gerar depreciação cambial, eleva o valor da dívida externa das empresas. Assim, para conter os efeitos financeiros e recessivos desse processo, o Banco Central é forçado a reduzir os juros ou, pelo menos, a limitar a ampliação destes, o que restringe a utilização deste instrumento no combate à inflação.

## **CAPÍTULO 3 A RETOMADA DA EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA PÓS-PLANO REAL: 1994-1998**

### **3.1 Introdução**

O sucesso do Plano Real na eliminação do processo inflacionário no Brasil já constitui um tema muito explorado na literatura econômica. Não pretendemos neste capítulo detalhar as duas primeiras fases do plano real e a concepção teórica subjacente a cada uma delas. Nosso objetivo se resume na apresentação e discussão da terceira fase do Plano, pois foi a partir desta que se desenhou a política monetária executada durante todo o período de 1994 a 1998.

Visto que o Brasil adotou um regime de âncora cambial, mostraremos os fatores conjunturais e estruturais que permitiram o sucesso da política monetária executada via o mecanismo da taxa de câmbio (apresentado no primeiro capítulo) no controle da inflação. Sendo assim, além desta introdução, apresentaremos uma subseção na qual se discute as condições para a eficácia (ou não) da âncora cambial. Em seguida, faremos uma breve apresentação do Plano Real, mostrando como se eliminou a indexação e enfatizando a terceira fase desse Plano. Posteriormente, mostraremos como a âncora cambial controlou a inflação, isto é, como o mecanismo de transmissão da política monetária via o câmbio foi eficaz no Brasil. Por fim, apresentam-se as principais conclusões dessa análise.

### **3.2 A âncora cambial**

A partir da década de setenta, diversos países em desenvolvimento começaram a aplicar a ancoragem cambial dentro de seus Planos de estabilização. Nesse período, passou-se a reconhecer que, dado o forte processo inflacionário, tentar eliminá-lo atacando a sua causa originária era difícil, para não dizer impossível, pois todas as variáveis nominais da economia subiam conjuntamente. Deste modo, dentro do plano de estabilização seria necessário escolher uma variável nominal a ser fixada “de maneira a estabelecer a continuação da escalada inflacionária e coordenar a parada dos demais valores” (SOUZA, 1994, p.7).

O câmbio se tornava uma boa alternativa, pois era um instrumento diretamente controlado pelo governo e um bom parâmetro para os formadores de preços. No entanto, isso não constituía uma condição suficiente para a adoção da âncora cambial, seria necessário

também que a taxa de câmbio tivesse assumido extrema importância nos mecanismos de precificação e formação de expectativas inflacionárias da economia. Segundo Hermann (1999, p.480), para os países com aceleração inflacionária isso era inevitável, pois “mesmo no mercado formal, o aprimoramento dos métodos de indexação da taxa de câmbio torna-se quase uma imposição ao governo, como meio de preservar a balança comercial e evitar uma deterioração drástica no balanço de pagamentos, já que, na alta inflação, o país não pode contar com saldos positivos na conta capital”.

Sendo assim a âncora cambial era indicada na esperança de induzir os agentes econômicos a reduzirem o ritmo ou mesmo abandonarem a prática de correção sistemática de preços. O sucesso da âncora, no entanto, não dependeria somente disso, seria imprescindível que os agentes confiassem na capacidade do governo em manter o câmbio fixo, evitando-se assim expectativas de desvalorização e conseqüentemente ataques especulativos à moeda nacional. Já a capacidade do governo em manter a âncora, como vimos no capítulo 1, depende de um conjunto de fatores estruturais, com destaque para a abertura comercial e financeira. Estas tornariam possível a acumulação de reservas, fator indispensável para a manutenção do câmbio e da credibilidade da política adotada.

Tais mudanças estruturais foram importantes, pois muitos desses experimentos de âncora cambial foram inspirados no chamado enfoque monetário do balanço de pagamentos. “De acordo com essa abordagem, desde que se garantisse a livre mobilidade de bens e fatores entre a economia e o resto do mundo, bastaria o governo fixar a taxa de câmbio, para que os preços domésticos passassem a subir junto com os preços internacionais” (SOUZA, 1994, p.9).

A experiência chilena entre 1978 e 1982 seguiu este enfoque. Sendo assim, antes da aplicação do Plano, o governo realizou profundas reformas econômicas como a redução do déficit fiscal e as liberalizações comerciais e financeiras. Acreditava-se que: a) a ausência de déficit eliminaria a necessidade de expansão monetária para financiar o governo, dada a perda das receitas de senhoriagem; b) tais reformas ampliariam a confiança dos agentes sobre a capacidade do governo manter o câmbio fixo (como mencionamos acima); c) caso os preços domésticos estivessem acima dos internacionais, haveria um movimento de arbitragem punindo os produtores nacionais e, conseqüentemente, garantindo a aderência da inflação doméstica a internacional; d) a liberdade cambial faria com que a taxa de juros interna se igualasse à taxa de juros externa. (SOUZA, 1994).

Confiando nesses mecanismos de ajustamento automático, o Chile viu os seus intentos fracassarem, pois a inflação doméstica convergiu muito lentamente em direção à trajetória da taxa de câmbio, o que resultou em uma forte apreciação cambial. Tal convergência foi lenta, devida não só aos resquícios dos mecanismos de indexação, como também ao forte fluxo de capitais externos ampliado pela liberalização da conta capital.

Esse fluxo de capital externo provocou uma expansão da demanda dos bens *tradables* e *non-tradables*. Além de piorar o saldo em transações correntes do balanço de pagamentos, essa expansão exercia pressões inflacionárias domésticas, que tendiam a produzir nova apreciação do câmbio real, o que piorava ainda mais o saldo em transações correntes. Esse ciclo vicioso resultou em déficits crescentes na conta corrente chilena, elevando a desconfiança dos agentes a respeito da capacidade do governo manter o câmbio fixo e, conseqüentemente, forçando-o a abandonar a âncora.

Verifica-se, portanto, que existe uma contradição inerente à política de âncora cambial (HERMANN, 1999). Ao mesmo tempo em que as reformas estruturais são necessárias para a manutenção do câmbio fixo, elas elevam o risco cambial. Isto é, essas mudanças liberalizantes tornam as economias dos países que as adotam altamente vulneráveis às condições gerais de comércio, às expectativas e as estratégias dos investidores internacionais, ou seja, a moeda doméstica fica sujeita a ataques especulativos.

O caso do Chile mencionado acima é apenas um exemplo, dentre outros que ocorreram (em diferentes proporções) em vários países em desenvolvimento (o caso brasileiro será analisado nas próximas seções). Em todos eles a abertura da conta capital necessária para propiciar um acúmulo de reservas dificultou a administração da política monetária e da conta corrente do balanço de pagamentos. A primeira deveria ser utilizada para evitar excessos de demanda, mas “o compromisso do Banco Central com o câmbio fixo o obriga a comprar as divisas trazidas pelos investidores externos, expandindo a base monetária e facilitando a expansão do crédito privado” (HERMANN, 1999, p.487). Isso propicia a elevação da demanda pelos bens domésticos e principalmente externos, aumentando o déficit em conta corrente. Esse déficit, em parte, alivia o problema monetário ao absorver o superávit da conta de capital, no entanto, “em algum momento este quadro começará a contaminar as expectativas dos investidores quanto à solidez da política cambial, revertendo o fluxo de capital” (HERMANN, 1999, p. 488).

Uma alternativa à dinâmica anterior seria recorrer à esterilização dos recursos externos

por meio da colocação de títulos públicos no mercado. Mas, para isso, o governo deveria manter a taxa de juros elevada para atrair a demanda por esses títulos, o que elevaria ainda mais o fluxo de capital externo, aumentando o déficit na balança de serviços e elevando as expectativas de depreciação. Como Corden (1990) e Kregel (1999) notam:

*“It is true that expectations of depreciation can be offset by sufficiently high domestic interest rates, but the need to target domestic monetary policy on sustaining the exchange rate when the market expects substantial depreciation is itself a constraint on the attempt to fix the exchange rate”*(CORDEN, 1990, p.37)

*“for most countries the experience of stabilization has been that the stability of the exchange rate is often the result of nothing more than the strength of the flows themselves and the build up in the size of the borrowed reserves that is created though the sterilization that is required to preserve domestic stabilization policy”*(KREGEL, 1999, p.30)

Percebe-se, então, que não há razão para supor que ocorra uma arbitragem do juro, igualando a taxa de juros doméstica à externa, assim como prega o enfoque monetário do balanço de pagamentos. Ao contrário, o diferencial de juros tende a ser automaticamente reforçado, pois, dado influxo de capital, a manutenção do diferencial é necessária para se evitar a depreciação da moeda. (KREGEL, 1990). Como mencionamos acima, isso gera um ônus para o governo, já que os juros sobre os títulos públicos crescem juntamente com o diferencial, o que posteriormente afetará a capacidade de manutenção da âncora.

Em suma, tem-se que a própria âncora cambial gera endogenamente um processo de deterioração das condições econômicas, que resultaram em seu abandono.

### **3.3 O Plano Real e o controle inflacionário**

#### ***3.3.1 Breve apresentação do Plano e as contradições de sua terceira fase***

No capítulo anterior, apresentamos os diversos planos de estabilização aplicados no Brasil, identificando o modo pelo qual o Plano interpretava as causas da inflação brasileira e o papel que a política monetária exerceria no Plano, mostrando em seguida o motivo pelo qual ela foi (ou não) eficaz no combate a inflação. Pode-se afirmar que o Plano Real aplicado em



1994 foi um resultado dos planos anteriores, aprendendo com os fatores de sucesso e de fragilidade de cada um deles.

O Plano Real identificava como causa da inflação brasileira os componentes de demanda e de realimentação inflacionária, respectivamente  $g_t$  e  $r_t$  do modelo de Simonsen. Sendo assim, se propôs aplicar o Plano em três etapas. Na primeira etapa, buscava-se controlar o componente  $g_t$ . Deste modo foram tomadas medidas de emergência na área fiscal, com destaque para a criação do Fundo Social de Emergência (FSE), que tinha como objetivo ceder ao governo a possibilidade de efetuar cortes de despesas, permitindo que cerca de 20% dos recursos do governo fossem desvinculados das despesas. Isso era importante, pois, com a Constituição de 1988, o orçamento tinha se tornado bastante engessado. Posteriormente, o FSE foi substituído pelo Fundo de Estabilização Fiscal (FEF), que possuía as mesmas características e objetivos do FSE. Além da criação desses fundos, foram efetuados cortes nos gastos da administração direta do Estado e nas empresas estatais. (GIAMBIAGI, 2005, p.151).

A segunda etapa do Plano se direcionava a eliminação do componente inercial da inflação,  $r_t$ . Como visto no capítulo anterior, o Brasil conseguiu conviver durante anos com a inflação, pois desenvolveu um amplo mecanismo de indexação dos contratos (salários, ativos financeiros etc.) na economia. Isso fez com que a moeda nacional continuasse a ser utilizada, evitando-se uma fuga completa da moeda. Os formuladores do Plano reconheceram a necessidade de eliminar esse processo inercial de ampliação dos preços e para isso propuseram a aplicação da proposta da moeda indexada de Arida e Resende (1984). No Plano Real a substituição da moeda foi realizada em duas etapas, inicialmente foi criada a Unidade Real de Valor (URV) e, posteriormente, a URV foi convertida em real. A URV tinha como objetivo atuar como um indexador amarrado à variação cambial, de modo a colocar a economia brasileira nas mesmas condições de uma economia dolarizada, na qual os ajustes de preços são sincrônicos (Sicsú, 1996). Ou seja, a URV pretendia promover o alinhamento dos preços relativos, reduzindo a memória inflacionária da população de modo a preparar a economia para a troca de moedas. A URV não era uma moeda plena, já que a função de meio de circulação continuava sendo exercida pelo Cruzeiro Real. No entanto, ela era estável, pois foi vinculada ao dólar, sendo uma URV igual a um dólar, e sua cotação em Cruzeiros Reais era modificada diariamente de acordo com a variação média de três índices de preços<sup>58</sup>.

---

<sup>58</sup> O IGP-M da FGV, o IPCA-E do IBGE e o IPC da terceira quadri-semana da FIPE.

Com a criação da URV, esperava-se que, com o passar do tempo, todos os preços estivessem expressos em URVs, mas Sicsú (1996) mostra empiricamente que a URV não cumpriu o papel de instrumento sinalizador da reorganização do sistema de preços durante o período em que atuou (março – abril de 1994). Calculando o grau de correlação entre a variação percentual dos preços de diversos itens que compõem os índices de preços e a variação percentual do valor da URV, Sicsú (1996) obtém que a maioria dos itens possuía um grau de URVerização menor que 60%, com os exceção dos preços dos serviços públicos que apresentaram 98,5% de URVerização. Apesar de não ter cumprido o papel destacado pela teoria de sua criação, ela foi importante, pois conseguiu converter os salários pela média sem produzir insatisfações sociais. Extinguiu-se assim, a indexação retroativa, já que esta ocorria diariamente com a URV.

A terceira fase do Plano Real inicia-se no dia primeiro de julho de 1994, quando o governo aprova a Medida Provisória 542, que introduz o Real valendo uma URV, a qual estava valendo CR\$2.750,00 no dia. O Real assumiu todas as funções de uma moeda (unidade de conta, meio de circulação e reserva de valor), e a URV foi extinta. Além da implementação da nova moeda, a MP 542 adotou as seguintes medidas: 1) o lastreamento da oferta monetária doméstica (no conceito de base monetária) em reservas cambiais; 2) a fixação de limites máximos para o estoque da base monetária por período (até março de 1995); 3) o estabelecimento de um limite superior para a relação entre o real e o dólar americano (de 1 para 1) por tempo indeterminado, ainda que pudesse ser alterado pelo Conselho Monetário Nacional.

Como era de se esperar, o Plano Real deveria adotar alguma âncora de modo a diminuir a probabilidade de abandono do programa de estabilização e também para estabelecer uma referência para o valor da nova moeda (CASTRO 1999). Além disso, a âncora deveria atuar na coordenação das expectativas forçando os agentes a abandonarem as práticas inflacionárias de formação de preços e rendas em geral. Ou seja, a âncora atuaria de modo a conquistar a confiança dos agentes internos e externos da economia (CARNEIRO, 1995).

O problema (contradição) identificado na MP 542 é que ela impunha uma inconsistência na execução da política monetária, já que propunha a adoção conjunta de uma âncora monetária e cambial em uma economia com mobilidade de capitais. Como visto no capítulo 1, isso é incompatível. Observa-se também que na MP o governo “estabeleceu o

lastro sem garantir a conversibilidade entre o dólar e o real. Ora, sem garantia da intercambialidade, o lastro é apenas simbólico, não inspira credibilidade, e, assim, dificilmente força a convergência interna e externa” (CASTRO, 1999, p. 107). Não só houve críticas à forma proposta de adoção da âncora cambial, mas também em relação à âncora monetária, pois se sabia que a redução da inflação após a introdução da nova moeda levaria a uma natural remonetização. Entretanto a magnitude do fenômeno não poderia ser mensurada. Isto é, o risco das metas monetárias serem “estouradas” era muito elevado, reduzindo, assim, a confiança na proposta<sup>59</sup>.

Apesar da contradição acima mencionada, o que se verificou na prática foi à implementação de uma âncora cambial por parte do Banco Central. A execução dessa política e o seu posterior sucesso no combate a inflação serão analisados na subseção seguinte.

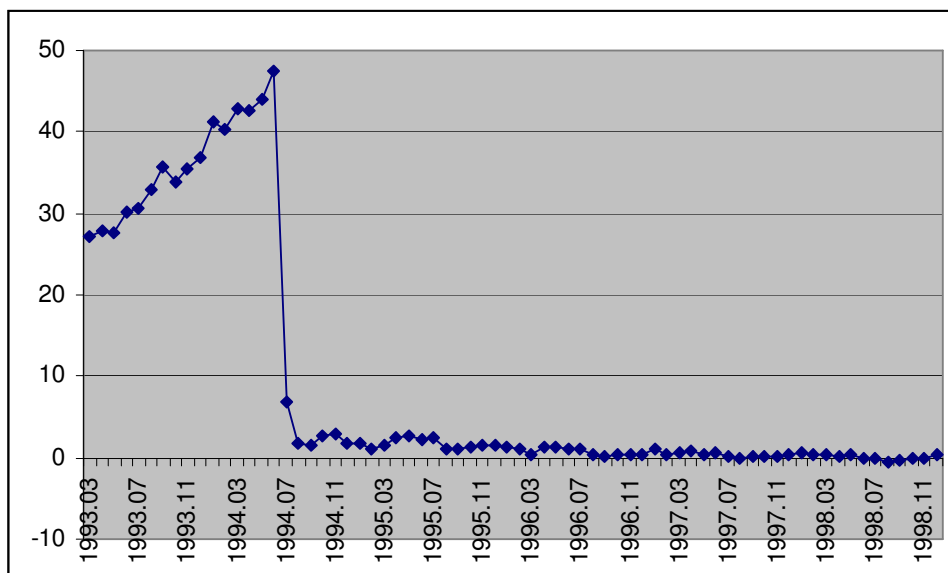
### ***3.3.2 O controle inflacionário e a execução da política monetária durante o Plano Real: discussão dos fatores conjunturais e estruturais.***

As três etapas do Plano Real brevemente discutidas na subseção anterior apresentaram um enorme sucesso na eliminação do processo inflacionário brasileiro, como se visualiza na figura abaixo. E nos quatro anos seguintes o governo conseguiu manter a inflação sob controle apesar da economia nacional ter enfrentado diversos choques, indicando que a política monetária foi bem sucedida. Explicar o motivo disto é o objetivo desta subseção.

---

<sup>59</sup> “Dada a dificuldade de dimensionar-se o acréscimo da demanda por moeda que ocorreria logo após a queda da inflação esperada, a opção por metas de base era notoriamente precária dada a impossibilidade estatística de se prever a demanda por moeda” (CARNEIRO, 1995, p.10)

Figura 5 – trajetória da variação % do IPCA (1994 – 1998)



Fonte: IBGE/SNIPC

Como proposto pela MP 542 o Brasil passou a trabalhar (em tese) com uma programação monetária perseguindo metas de expansão dos agregados monetários, os quais levavam em consideração a execução orçamentária federal, as operações externas e as operações com as instituições financeiras domésticas. (CARVALHEIRO, 2001). Destaca-se nessa programação a utilização do conceito de base monetária ampliada, que era constituída da base monetária tradicional mais as reservas compulsórias em espécie e os títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional e do Banco Central.

Pela própria amplitude do conceito da base monetária é possível evidenciar a dificuldade encontrada pelo governo na execução do programa estabelecido. Dada a forte remonetização da economia logo após a estabilização, nenhuma das metas propostas legalmente foi cumprida, e como veremos a seguir, esta não era a real âncora seguida pela autoridade monetária.

No entanto, o governo temia que se gerasse um “boom” de demanda por bens e serviços pressionando o retorno da inflação. Este seria resultado da expansão da oferta de moeda (e de crédito) impulsionada por fatores da demanda e da oferta. Como exemplo, destacam-se as melhores perspectivas de preços que encorajavam o endividamento dos agentes econômicos, e a ampliação do financiamento por parte das instituições financeiras que poderiam se sentir induzidas a isso, dada as melhores perspectivas quanto ao futuro (redução

da incerteza). De modo a evitar um dos principais problemas do Plano Cruzado (visto no capítulo 2), que foi a elevação da demanda agregada e do consumo, em particular. O governo decidiu adotar medidas de contenção do crédito, essencialmente baseadas nos depósitos compulsórios e na limitação dos prazos para a concessão de crédito. As passagens abaixo evidenciam o teor das medidas:

“Art. 1º O recolhimento compulsório e o encaixe obrigatório incidente sobre recursos à vista captados por bancos múltiplos com carteira comercial, bancos comerciais e caixas econômicas corresponderão às seguintes alíquotas”:

I – 100% (cem por cento) sobre os depósitos à vista e sob aviso;

II – 60% (sessenta por cento) sobre os demais recursos

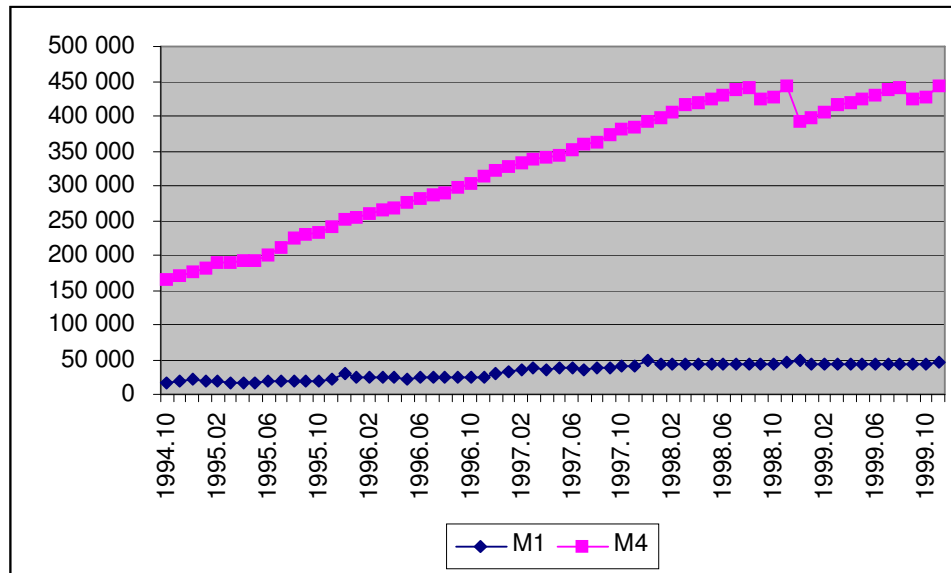
Parágrafo Único. Em nenhuma hipótese haverá redução da exigibilidade apurada para cada uma das parcelas definidas nos incisos I e II do art. 1º, enquanto não forem atingidas as alíquotas ali previstas.”(Circular nº 2.441 de 30/06/1994 do Banco Central)

“Art. 6º. O direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do SBPE, observado o disposto no art. 9., será o seguinte:

II – 30% (trinta por cento) em encaixe obrigatório no Banco Central do Brasil.”(Resolução nº 2106 de 31/08/1994 do Banco Central)

Tais medidas surtiram apenas um efeito parcial, pois devido à discriminação contra os depósitos à vista, os quais tinham um recolhimento de 100% na margem, os bancos passaram a induzir os agentes econômicos a depositar os seus recursos (passivo dos bancos) em componentes do M3 e do M4, onde a restrição do compulsório era menor (figura 6). Tal processo reduziu a eficácia do controle sobre os meios de pagamentos (GARCIA, 1994) e não proporcionou a redução do crédito do modo pretendido pelo governo. Pelo contrário observa-se na tabela 1 que o crédito ao consumo ampliou-se no segundo semestre de 1994.

Figura 6 – Relação entre M4 e M1 em milhões de R\$



Fonte: Boletim mensal do Banco Central, vários números.

Tabela 1 – Participação do crédito para pessoas físicas em %

	Último trimestre de 1994	Primeiro trimestre de 1995	Segundo trimestre de 1995
Total de empréstimos ao setor privado	8,45	8,16	7,75
Total de empréstimos geral	7,51	7,25	6,9

Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

Dado o vigoroso crescimento da economia que ocorreu nos meses seguintes a implantação do real (HERMANN, 2002), o governo decidiu ampliar o viés restritivo da política monetária lançando um pacote de restrição ao crédito em outubro de 1994. Dentre as medidas desse pacote destacam-se: a) criação de compulsório de 15% sobre as operações de crédito; b) restrição para seis meses do prazo de financiamento ao consumidor. Pela tabela 1 observa-se que tais medidas surtiram efeito, dada a queda no volume de crédito no segundo trimestre de 1995.

Tem-se então que a incapacidade de execução das metas monetárias não significou um descontrole inflacionário, pois desde o início o governo não atuou seguindo essas metas, mas

sim, utilizando na prática uma âncora cambial e adotando medidas de restrição ao crédito.

Como visto na seção anterior, um dos requisitos estruturais necessários para a manutenção e eficácia da âncora cambial no combate a inflação seria a existência de uma ampla abertura comercial e financeira. No Brasil podem-se identificar duas fases desse processo. A primeira fase ocorreu durante o governo Sarney e Collor e foi marcada pela desregulamentação bancária e significativa ampliação do grau de abertura do país a investimentos estrangeiros em portfólio e itens da conta de transações correntes. Segundo Hermann (2002) podemos classificar as relações financeiras com o exterior de duas formas: a) *inward transactions*: relativa ao ingresso de capital externo; b) *outward transactions*: relativo aos investimentos dos residentes no exterior.

Tratando-se das *inward transaction* se destaca a Resolução 1289 de 1987 do Conselho Monetário Nacional que regulamentou o investimento estrangeiro no mercado de capitais brasileiro, permitindo a aquele a aquisição de ações e debêntures, com isenção de imposto de renda sobre os ganhos de capital e alíquota zero do imposto sobre operações financeiras. Posteriormente a essa Resolução foram introduzidos os seguintes anexos:

- Anexo IV em 1991 que ampliava ainda mais a liberdade do capital estrangeiro, pois permitia a compra de ações e títulos de renda fixa emitido por empresas públicas e privadas e eliminava a exigência de constituição de nova pessoa jurídica para atuar no mercado de capitais nacional;
- Anexo V em 1991 que criou duas modalidades de negociação da ações, o *american depositary receipts* (ADR) para ações emitidas no mercado americano e o *international depositary receipts* (IDR) para ações emitidas em outros países estrangeiros.
- Anexo VI em 1993 que criou o Fundo de Renda Fixa para o Capital Estrangeiro (FRFCE), cuja função era separar o fluxo de capital direcionado a títulos de renda variável e de renda fixa.

Em relação as *outward transactions* destaca-se a criação do segmento de taxas flutuantes no mercado de câmbio brasileiro via a Resolução 1552 de 1988, assim, “instituições financeiras e empresas do setor de turismo foram autorizadas a realizar operações de compra e venda de câmbio de viajantes a taxas livremente pactuadas entre as partes, embora obedecendo a exigência de capital mínimo e a limites de venda” (HERMANN, 1999, p. 273). Em 1992 essas exigências foram eliminadas quando se criou a conta livre – de

instituição financeira, isso tornou o mercado de taxas flutuantes o principal canal de ingresso e principalmente de saída de fluxos de capitais de curto prazo no Brasil.

A segunda fase do processo de liberalização financeira ocorreu durante os anos do Plano Real (1994-1998) destacando-se em 1994 a autorização a aquisição de títulos da dívida externa aos residentes (*outward transactions*), via a criação do Fundo de Investimento no Exterior (FIE). E em 1995 a liberalização das contas dos não residentes (contas CC-5), eliminando os limites quantitativos a remessa de recursos ao exterior via as transferências unilaterais e pagamentos de serviços de não-fatores. (HERMANN, 2002).

Em relação à abertura comercial ocorrida no Brasil se destaca primeiramente a Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE) lançada no início do governo Collor. Esta tinha como objetivo incentivar a competição e a competitividade da indústria brasileira (ERBER e VERMULM, 1993), sendo assim permitiu-se à adoção do câmbio livre no comércio exterior e intensificou-se a liberalização das importações (que já havia se iniciado nos anos oitenta). Na prática o que ocorreu foi a extinção dos controles quantitativos de importação em troca dos controles tarifários, com perspectiva de constante redução das alíquotas<sup>60</sup> (CASTRO, 2005). A partir dessa iniciativa seguiram-se as eliminações de barreiras não-tarifárias, a extinção dos subsídios às exportações etc.

Dada a ampla abertura comercial e financeira, a manutenção de uma elevada taxa de juros (a taxa selic – *overnight* se encontrava em 53% ao mês nos dias anteriores a implementação do Plano) logo após a introdução do Real fez com que houvesse um forte influxo de capital para o país que juntamente com o resíduo inflacionário decorrente dos resquícios dos mecanismos de indexação, acabaram proporcionando uma ampla valorização do real (manteve-se fixo por cinco meses em R\$ 0,84/US\$).

Essa apreciação não incomodava a equipe econômica do Plano Real, pois ela colocava pressão adicional à queda da inflação. Assim “já em 29 de julho de 1994, o governo entrou comprando dólares a 95 centavos de real por dólar no encerramento do mercado de câmbio...No dia seguinte, o Banco Central reafirmou o procedimento da véspera e comprou dólares, em valor equivalente a cerca de dezesseis milhões de reais, a 93 centavos de real por dólar” (CASTRO, 1999, p. 119). Percebeu-se então que a estratégia da política monetária executada pelo Banco Central no início do Plano Real era a manutenção de uma banda

---

<sup>60</sup> A reforma tarifária do governo Collor anunciou que todos os produtos ao longo dos próximos quatro anos teriam reduções graduais das alíquotas, “a partir do qual atingiriam uma alíquota modal de 20%, dentro de um



assimétrica no câmbio, isto é, este seria livre para oscilar para baixo, mas teria o teto fixo em um real = um dólar. Ao que parecia ser a adoção do câmbio flutuante, na verdade era um câmbio sujo no qual as intervenções do Banco Central se direcionavam para a apreciação da moeda (LOPES, 2003). Ao esterilizar a entrada de capitais, o Banco Central não estava comprando dólares dos agentes privados, mas sim, vendendo dólares de suas reservas para o Tesouro Nacional, deste modo como Lopes (2003, p. 38) explica:

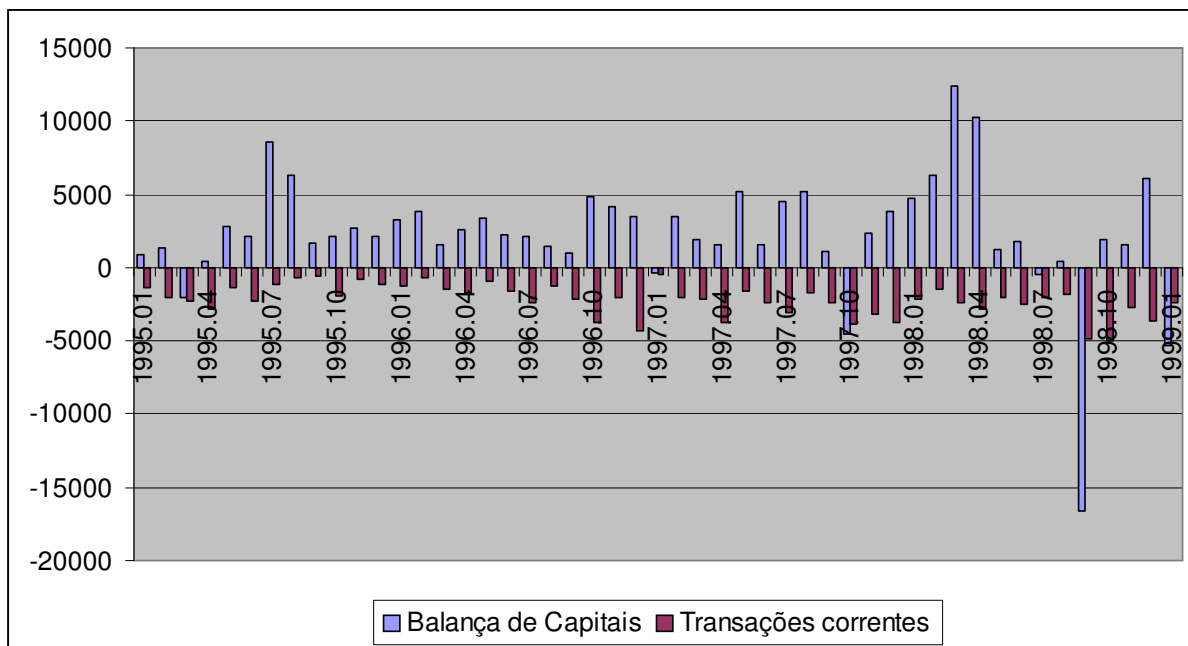
*“it reduced the total demand for dollars, as the Treasury did not have to come to the market to buy the foreign currency it needed to cover the payments of interest and principal on its external debt. Hence the appreciation was not a clearcut result from market clearing, reflecting the relative strengts of supply and demand forces...the appreciation was to large extent an artificial product of government policy”*

Vimos que a abertura financeira ao mesmo tempo em que amplia a facilidade de entrada de recursos também permite a rápida retirada de capitais, e a primeira provação (fator conjuntural) pelo qual passou o Plano Real foi a crise do México em 1994/95. Essa crise gerou inicialmente uma fuga de capitais elevando a expectativa de que o governo não conseguiria manter o câmbio valorizado e possivelmente haveria um retorno da inflação. De modo a evitar a realização dessas expectativas, o Banco Central elevou a taxa de juros e permitiu uma desvalorização de 6% no câmbio, substituindo a âncora assimétrica pelo regime de bandas cambiais com piso em R\$ 0,86 e teto em R\$ 0,9. “Estes limites vigoraram até primeiro de março de 1995, quando seriam ajustados para R\$ 0,86 e R\$ 0,9. No entanto, já no dia dez de março, o Banco Central alterou a banda de flutuação para o intervalo de R\$ 0,88 a R\$ 0,93 invalidando, portanto, a banda antes definida para maio de 1995. Novo intervalo foi definido em junho de 1995, de R\$ 0,91 a R\$ 0,99” (HERMANN, 2002, p.290). Tais medidas adotadas pelo Banco Central foram suficientes para contornar a crise, assim apesar do fluxo de capital externo ter sido insuficiente para financiar o déficit em transações correntes no quarto trimestre de 1994 e no primeiro de 1995, já no final de 1995 o capital regressou (Figura 7) ao Brasil (CARDOSO, 2001).

---

intervalo de variação de 0 a 40%” (CASTRO, 2002, p. 147).

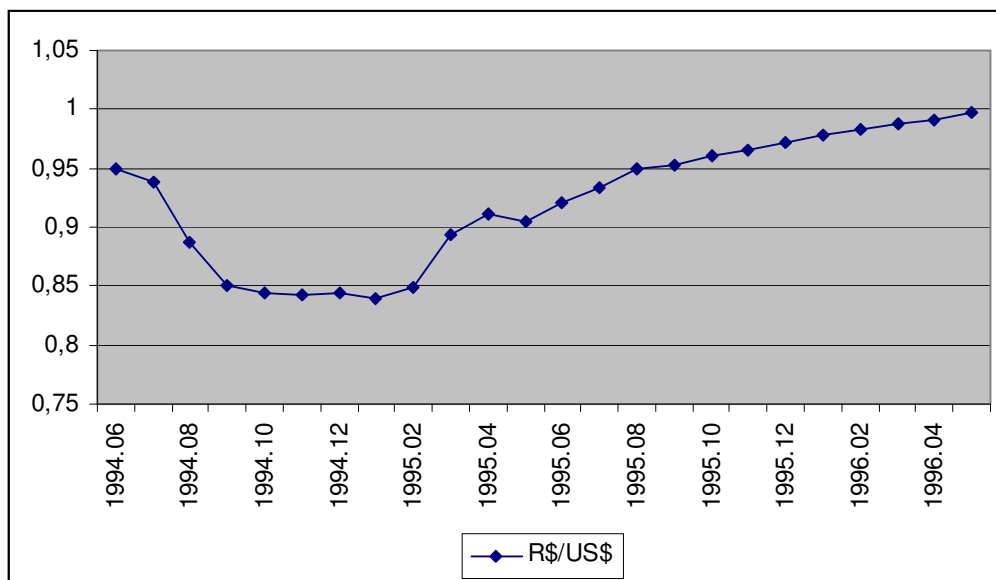
Figura 7 – Financiamento do déficit em conta corrente (dados em milhões de US\$)



Fonte: Boletim mensal do Banco Central, vários números.

Essa nova sistemática de atuação do Banco Central só foi definida a partir de 1996, quando se verificou que a política cambial passou a ser orientada por duas bandas sobrepostas, uma banda larga (anunciada) e outra estreita (não anunciada). O objetivo a priori do governo ao adotar essa política era definir uma banda que deveria ser redefinida a cada dez dias, de modo tal que o centro da banda seria uma média móvel da taxa de câmbio dos últimos dez dias. Esperava-se ter um sistema parecido com a serpente europeia, que possuiria a vantagem de ser “*a natural evolution of the existing informal regime, avoiding any break of confidence in the relationship of the Central Bank with the market. Overall the emphasis was on defining a new formal exchange rate regime that would preserve a large degree of freedom to policy makers, giving a minimum amount of information to the market*” (LOPES, 2003, p.39) Apesar desse objetivo, o que se verificou foi a execução de uma banda cambial clássica que aos poucos foi se desvalorizando (Figura 8)

Figura 8 - Taxa de câmbio (R\$/US\$)



Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

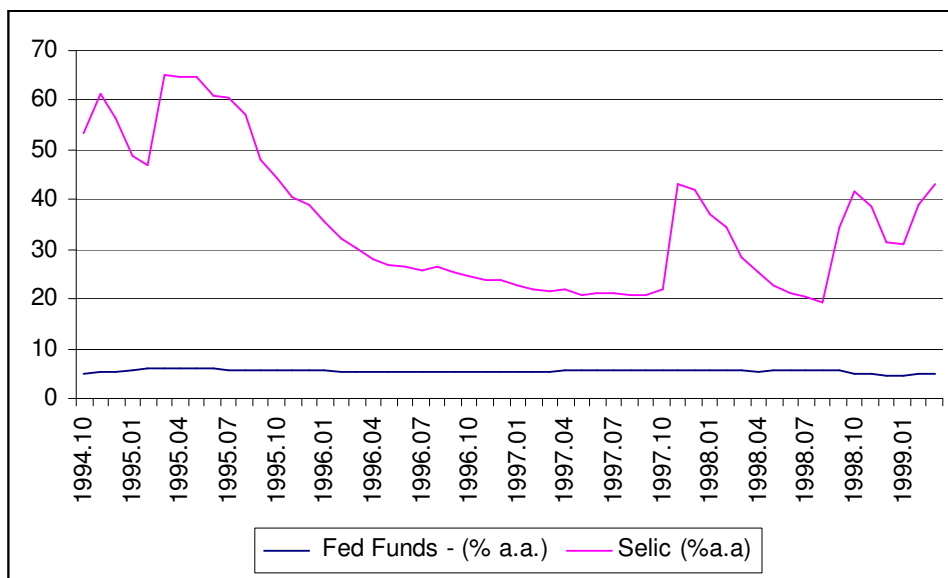
Nesse mesmo ano (1996) de modo a dar mais credibilidade à política monetária em execução, o Banco Central estabelece uma banda informal de juros via a transformação do mecanismo de redesconto com a criação da Taxa Básica do Banco Central (TBC) e da Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN). A TBC representava a taxa na qual o Banco Central concedia empréstimos com garantia em títulos públicos, já a TBAN, ligeiramente superior a TBC, representava o custo de operações de empréstimos do Banco Central acima do valor básico (CARVALHEIRO, 2001). A respeito desse novo procedimento Sobreira (2002, p.51) nota:

“Essa forma de atuação, por si só indutora de volatilidade da taxa de juros, evita que uma eventual maior dispersão das taxas praticadas no mercado aberto pudesse ser atribuída à desconfiança em relação aos rumos e eficácia da política. Em outras palavras, a mudança parece ter como principal propósito a criação de ruído na obtenção de informação e constituição de expectativas a respeito da evolução da taxa de juros básica, com a finalidade de dissipar leituras desfavoráveis à política monetária em particular”

Apesar da inovação no modo de operação da política monetária via a introdução da TBC e TBAN, dado que a meta da política era a manutenção da banda, as taxas de juros nacionais tiveram que se manter extremamente elevadas, de modo a atrair capital externo para

financiar o déficit em transações correntes (decorrentes da própria âncora como vimos na seção anterior) e acumular reservas. O gráfico abaixo mostra como a taxa de juros nacional foi superior a taxa de juros internacional no período.

Figura 9 – Comparação da taxa de juros Selic com a taxa básica americana



Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

A elevação da taxa de juros foi importante não só para superar a crise do México, mas também para manter a âncora durante a crise asiática em 1997. Frente a essa crise, gerou-se um pânico entre os agentes econômicos em relação aos demais países emergentes, aumentando assim, à especulação pela desvalorização do real. Nesse ínterim destaca-se a atuação das instituições financeiras, que diante das perdas no mercado asiático passaram a recompor a liquidez de seus portfólios vendendo ativos de outros países -entre eles, o Brasil. Isso gerou perdas de reservas para o Banco Central brasileiro elevando as expectativas de depreciação do real. Tais expectativas puderam ser observadas na elevação do spread entre a taxa de câmbio futura e a taxa spot, o que permitia aos bancos obter lucro via “*an arbitrage operation in which they would buy spot dollars, sell future dollars and buy CDI futures so as to cover for the interest rate cost of domestic currency used to buy the spot dollars*”<sup>61</sup>(LOPES, 2003, p.44). De modo a evitar que esse movimento especulativo acabasse resultando no fim da

<sup>61</sup> Por meio desta citação percebe-se o grau de liberalização financeira e bancária do Brasil no período, dado o aprofundamento do mercado futuro e a permissão para os bancos atuarem no mercado interbancário com

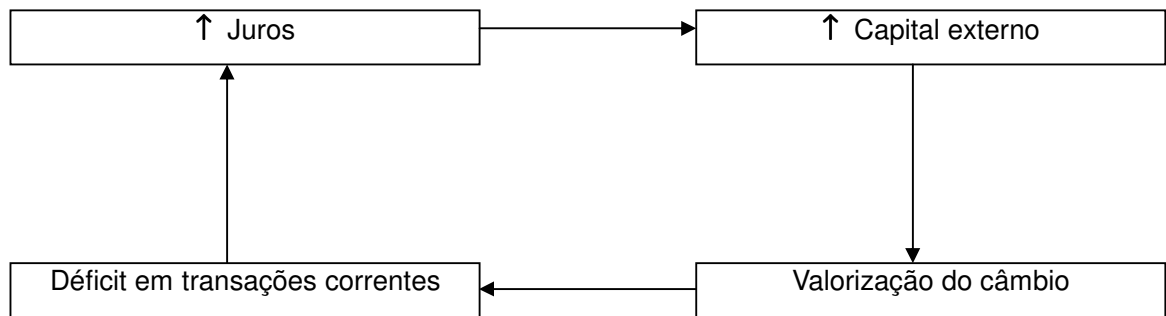
âncora cambial, o governo vendeu dólares no mercado (atendendo a demanda pelo mesmo) e elevou a Selic-overnight de uma taxa de 20% ao ano para 40% ao ano em outubro de 1997.

Essa elevação do juro fez com que as reservas internacionais aumentassem espetacularmente, de US\$ 52 bilhões em Novembro de 1997 para US\$ 74.6 bilhões em Abril de 1998, o que produziu um grande otimismo dentro da equipe econômica do governo. Nas palavras de Fransisco Lopes (2003, p.47) um dos representantes dessa equipe vemos:

*“Brazil`s ...Central Bank had won the battle against international speculators! Our reputation was never so high with international organizations and the international financial community”*

Apesar do sucesso inicial, se desenvolvia cada vez mais o processo endógeno de deterioração das condições econômicas que permitia a manutenção da âncora, mas ao mesmo tempo tornava o país sujeito a ataques especulativos. Por uma vertente tinha-se o câmbio valorizado que incentivava as importações e desestimulava as exportações, causando saldos negativos na balança comercial (figura 10), que juntamente com os déficits na balança de serviços geravam contínuos déficits em transações correntes (figura 7). Numa outra vertente havia o juro elevado que havia se tornado uma exigência da política, já que ele propiciava a vinda de capitais externos necessários para financiar o déficit em transações correntes e para manter o câmbio valorizado. A esse ciclo (fluxograma 3) de fragilização econômica se juntava outro (fluxograma 4) decorrente da forte esterilização (necessária para a manutenção da banda cambial) relacionando os juros com o estoque da dívida pública (figura 11). Como veremos no próximo capítulo, com a crise na Rússia e o posterior ataque especulativo ao real, esse processo de deterioração atingiu o seu auge tornando-se insustentável manter a âncora cambial.

Fluxograma 3



Fluxograma 4

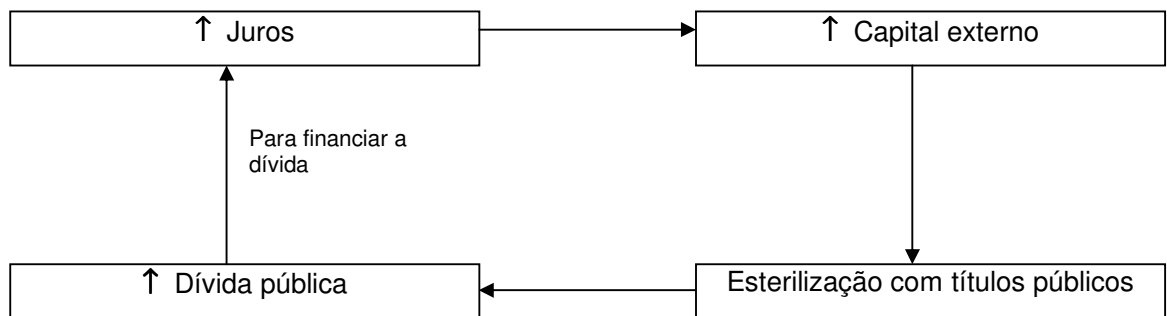
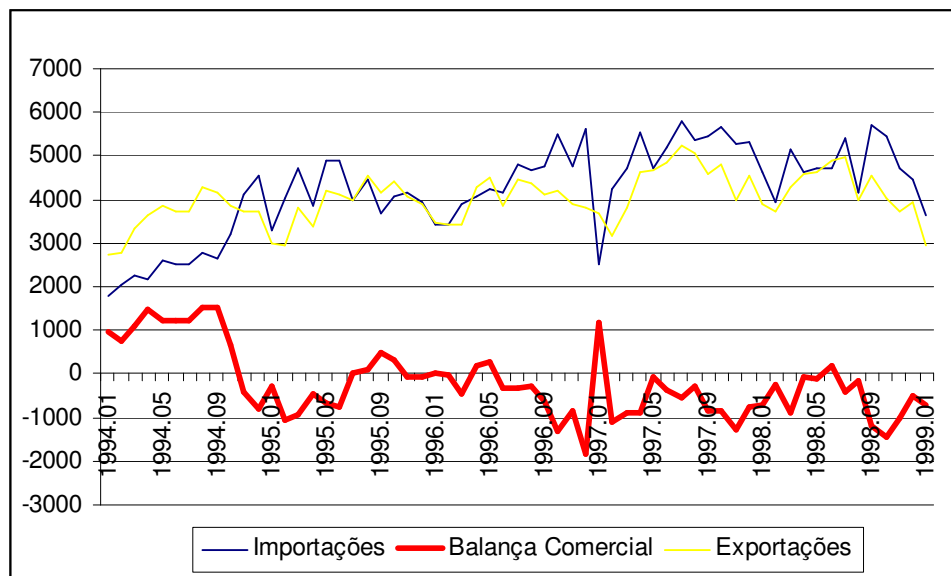
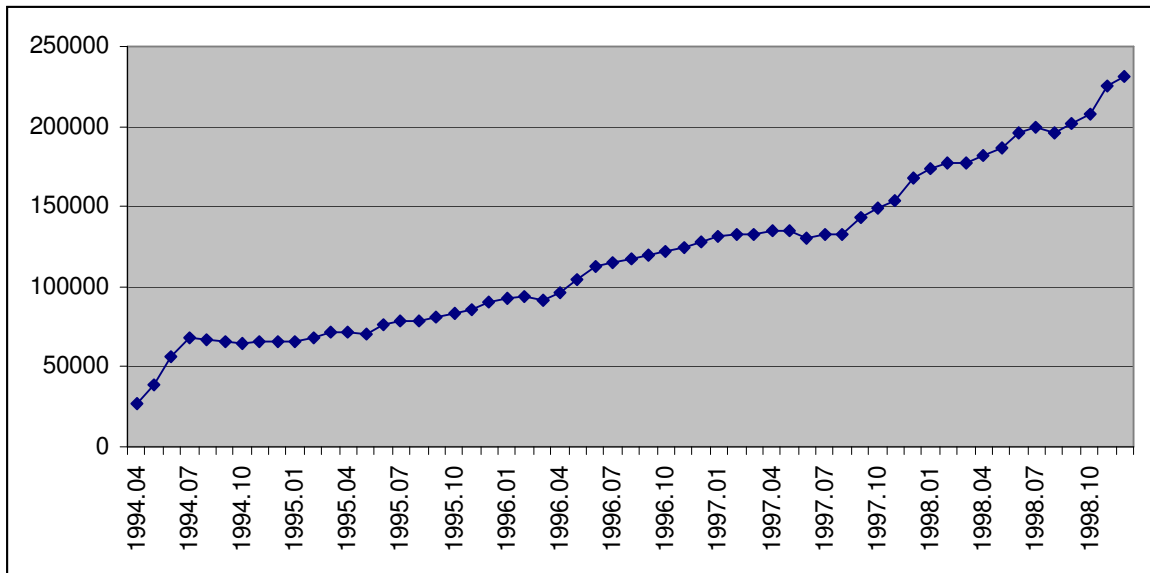


Figura 10 - Evolução da Balança Comercial (dados em milhões de US\$)



Fonte: Boletim do Banco Central, vários números

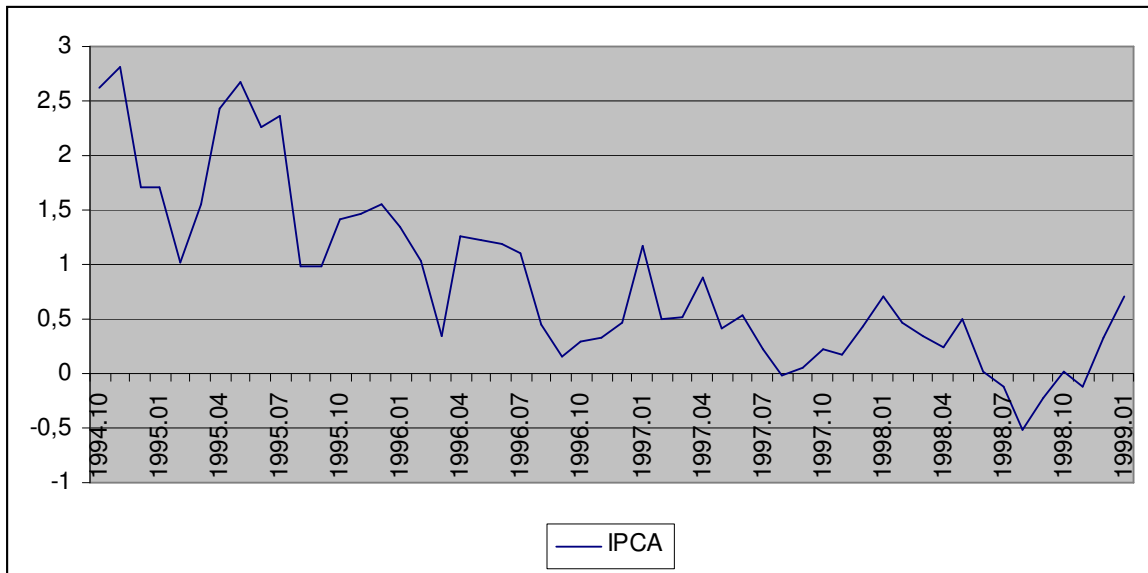
Figura 11 – Dívida Pública total (líquida em R\$ milhões)



Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

De todo o modo é importante destacar que a rápida atuação do Banco Central fez com que os efeitos negativos do contágio da crise mexicana e asiática fossem rapidamente dissipados, apesar de não ter tornado o Brasil imune a ataques especulativos. Permitindo a âncora cambial dar credibilidade ao novo padrão monetário, favorecendo o estabelecimento de contratos de longo prazo e principalmente exercendo pressão para a queda dos preços (figura 12).

Figura 12 – IPCA (% a.m)



Fonte: FIPE e IBGE

### 3.3.3 Os canais de transmissão da política monetária brasileira entre 1994-1998

Por meio da análise apresentada na subseção anterior, na qual se descreveu o modo pelo qual o governo executou a política monetária entre 1994-1998, percebe-se que dois de transmissão se destacaram, o canal do crédito, logo no início do Plano Real, e, principalmente, o canal do câmbio.

No capítulo 1 mostramos que o canal do crédito relaciona a oferta de moeda com o montante de reservas bancárias. E dependendo do grau de preferência pela liquidez das instituições bancárias, esta modificação no volume de reservas poderia resultar na ampliação (ou redução) dos empréstimos bancários, os quais por sua vez afetariam os níveis de consumo e investimento afetando o nível de preços e de produto. No início do Plano Real esperava-se como vimos acima, que dada a interrupção do processo inflacionário, as melhores perspectivas quanto ao futuro fizessem com que os agentes econômicos se endividassem com o aval das instituições financeiras. O que conseqüentemente resultaria na ampliação da demanda agregada podendo pressionar o retorno da inflação. Frente a essa possibilidade, que havia se tornado realidade durante o Plano Cruzado (ver capítulo 2), o governo adotou



políticas restritivas focando nesse canal de transmissão da política monetária, e como vimos na subseção anterior (tabela 1) obteve sucesso. Ou seja, a restrição de crédito foi efetiva durante esse período atuando eficazmente na redução da demanda agregada, apesar de no Brasil a participação do crédito ser pequena em relação ao PIB (mais especificamente, 29% do PIB no período).

Mesmo tendo o canal do crédito atuado positivamente sobre o controle inflacionário, ao reduzir as pressões pelo lado da demanda. É importante frisar que o canal do câmbio foi o principal canal de transmissão da política monetária nesse período. No capítulo 1 vimos que o canal do câmbio relaciona variações na taxa de juros, com a apreciação ou depreciação do câmbio, que por sua vez afeta o saldo exportações líquidas externas afetando por fim o produto agregado. Nesse capítulo não mencionamos o papel desse canal sobre o nível de preços<sup>62</sup>, mas isso ocorre, pois, ao manter uma taxa de juros elevada (caso do Brasil nesse período), a conseqüente apreciação cambial afeta o nível de preços em duas etapas: primeiro, via o preço dos bens comercializáveis e depois via a estrutura de custos dos bens não-comercializáveis (FREITAS, 2006). Isto é, o câmbio valorizado torna os bens comercializáveis mais baratos e como normalmente estes são insumos para os bens não-comercializáveis, pressiona-se para a redução dos preços destes também. E mesmo se não forem insumos, eles aumentam a concorrência no mercado interno pressionando os preços para baixo.

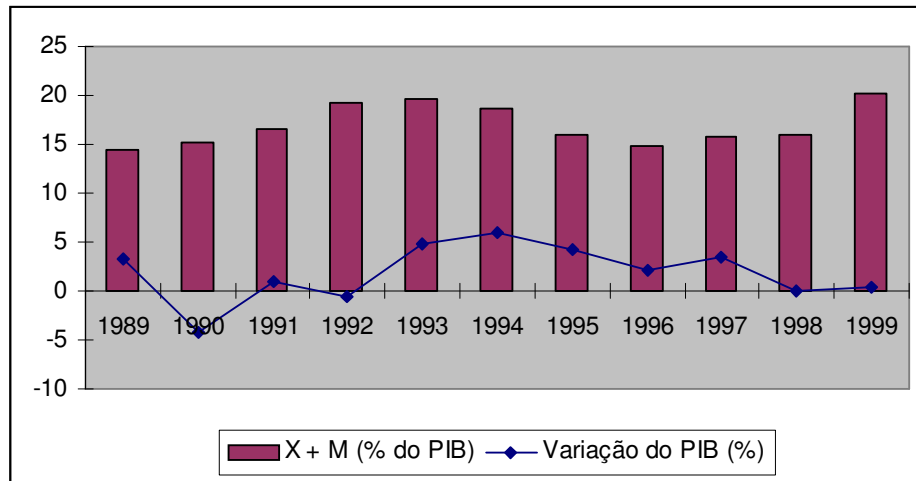
Apesar da relação entre o câmbio e o nível de preços ser teoricamente consistente, especulamos no capítulo 1 que o sucesso de uma âncora cambial dependeria de certos fatores macroeconômicos conjunturais e estruturais, destacando-se respectivamente, as expectativas de desvalorização cambial e o grau de abertura do país ao comércio exterior.

Com relação às expectativas de desvalorização, vimos na subseção anterior que no período em questão em duas ocasiões (1994, crise do México e 1997, crise asiática) o Brasil sofreu ataques especulativos que foram controlados por políticas do Banco Central. E em relação ao grau de abertura do país, as políticas de incentivo ao comércio iniciadas na década de noventa continuaram, como se pode ver na figura abaixo.

---

<sup>62</sup> No quarto capítulo detalharemos melhor essa relação.

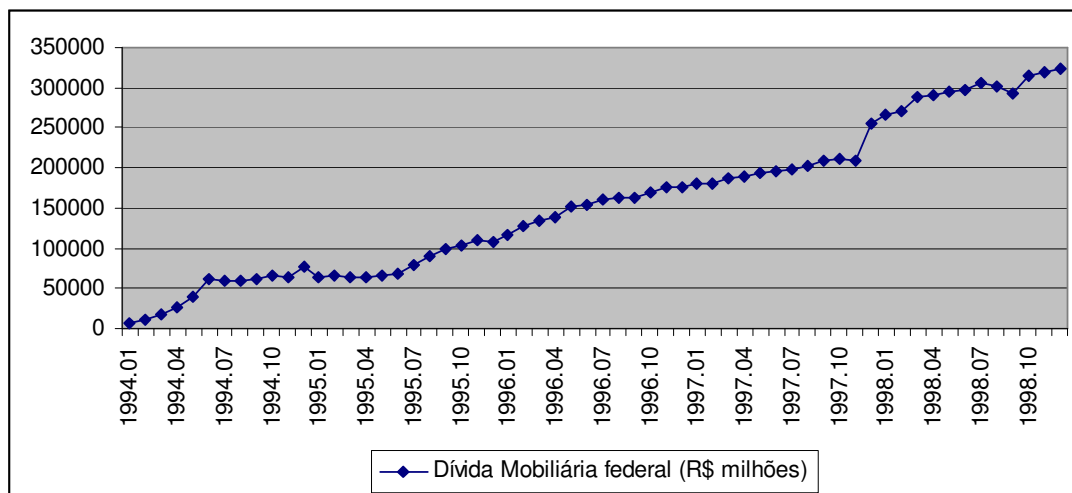
Figura 13 – Corrente de comércio



Fonte: IBGE

No capítulo 1 mencionamos também a existência de um terceiro canal, o dos ativos. Este relaciona variações na taxa de juros com o preço dos ativos, que por sua vez afetariam o consumo e/ou o investimento (via o  $q$  de Tobin), afetando então o produto. Este, no entanto, nunca foi um canal muito importante para o financiamento das empresas, nem de aplicação financeira para os agentes em geral. Hermann (2009) nota que o percentual de capitalização obtido no mercado de capitais pelas companhias abertas no Brasil não ultrapassou 25% do PIB. E apesar do valor da dívida mobiliária federal ter aumentado no período (figura 14), o percentual desta indexado a selic reduziu-se de 31,7% em 1995 para 21% em 1997. Assim, mesmo se considerarmos a existência do efeito-renda de Pastore (1996) (ver capítulo 2), a relevância deste foi muito pequena sobre o PIB, não constituindo assim um dos motivos para a ineficácia da política monetária neste período. Com estes mesmos argumentos poderíamos duvidar dos argumentos baseados na dominância fiscal (ver capítulo 2), pois apesar da dívida pública estar aumentando continuamente, o Banco Central conseguiu via a taxa de juros manter o câmbio valorizado.

Figura 14 – Dívida mobiliária federal (R\$ milhões)



Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

### 3.4 Sumário e conclusões

Após diversas tentativas de eliminação do processo inflacionário no Brasil, o Plano Real conseguiu atingir esse objetivo. O Plano foi implementado em três fases, na primeira objetivava-se reduzir os gastos públicos, na segunda eliminar a indexação e na terceira criar uma âncora que desse credibilidade ao novo padrão monetário evitando o retorno do processo inflacionário. Como vimos, apesar das duas primeiras fases não terem sido muito bem sucedidas, a segunda fase em especial permitiu que os salários em cruzeiros fossem convertidos pela média para o novo padrão monetário, evitando-se assim, um dos principais motivos para a manutenção da indexação na economia.

Em relação à execução da política monetária é a partir da terceira fase que se evidencia o modo em que ela foi praticada. Mesmo propondo metas para os agregados monetários, desde o início da terceira fase o que se realizou foram metas para a taxa de câmbio, isto é, o Banco Central utilizou a taxa de juros para manter o câmbio valorizado adotando assim explicitamente a proposta de uma âncora cambial para o real. Pode-se concluir então que em relação ao controle inflacionário, o canal do câmbio de transmissão da política monetária foi eficaz dada à manutenção de baixos patamares inflacionários desde 1994.

## **CAPÍTULO 4 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E O CONTROLE INFLACIONÁRIO: 1999-2007**

### **4.1 Introdução**

No capítulo anterior mostramos que a âncora cambial permitiu uma queda continua no nível inflacionário brasileiro, mas ao mesmo tempo gerou endogenamente os fatores que iriam propiciar o seu abandono. Com a queda da âncora cambial o Brasil optou pela execução da política monetária via o regime de metas inflacionárias. E apesar de em alguns anos as metas inflacionárias propostas pelo Banco Central não terem sido alcançadas, em vias gerais a inflação tem sido mantida em baixos patamares (abaixo de um dígito). O objetivo deste capítulo é, portanto, verificar como a execução da política monetária sobre o regime de metas permitiu ao Brasil auferir esse resultado. Destaca-se que não pretendemos avaliar se a adoção das metas inflacionárias foi ou não a melhor opção para a gestão da política monetária brasileira, somente desejamos mostrar que o modo pelo qual ela vem sendo executada tem permitido a obtenção de baixos patamares inflacionários.

Diante deste objetivo, além desta introdução, o capítulo é constituído por mais quatro seções. Na seção 4.2 expõem-se os efeitos da crise russa sobre o Brasil e a reação do Banco Central frente à crise. Na seção 4.3 apresenta-se o modelo geral de execução das metas inflacionárias com os elementos básicos para a sua operacionalização e as dificuldades encontradas nesta pelos defensores do modelo. Também nesta seção expõem-se o modelo de metas brasileiro. Na seção 4.4 mostra-se como o Banco Central executou a política monetária nos anos de 1999-2007, e evidenciamos que o principal canal de transmissão desta foi o canal do câmbio. Por fim, a seção 4.3 apresenta as principais conclusões.

### **4.2 A queda da âncora cambial**

No capítulo anterior vimos que entre 1994 e 1997 o regime de âncora cambial passou por duas provações, o primeiro foi à crise do México (1994) e o segundo a crise asiática (1997). Em ambas situações a atuação do Banco Central elevando a taxa de juros foi suficiente para eliminar a especulação contra o real dando prosseguimento à adoção da

âncora. Apesar desse sucesso e da convicção do Banco Central de que a reputação internacional do real estava elevadíssima, o contágio da crise russa em 1998 decretou o fim da âncora cambial brasileira.

Essa crise iniciou-se em agosto de 1998 com a desvalorização do rublo juntamente com o *default* da Rússia. Tal quebra afetou negativamente todos os demais países emergentes, pois gerou uma onda de desconfiança nos investidores externos, os quais passaram a retirar os seus investimentos (de curto prazo) desses países<sup>63</sup>. No caso brasileiro pode-se observar na figura 8 (situada no capítulo anterior) o quanto à balança de capital se tornou negativa nesse mês.

Assim como nas demais crises, diante da crescente dificuldade de financiamento do déficit em transações correntes (agora ainda maior dado o processo acumulativo exposto no capítulo anterior), o Banco Central brasileiro novamente optou pela elevação da taxa de juros, a qual ocorreu em quatro estágios (LOPES, 2003). Primeiramente, elevou-se a TBAN em 4%, esta saiu de 25.75% para 29.75% ao ano, mas manteve-se a Selic junto a TBC em 19%. Na segunda etapa eliminou-se a TBC, resultando na elevação da Selic para o patamar da TBAN de 29.75%. A terceira etapa constituiu a mudança mais drástica, pois se decidiu pela elevação da TBAN para 41.75% ao ano, fazendo a Selic convergir para esse valor. Por fim a quarta etapa constituiu-se numa elevação gradual da Selic para 42.75%. Destaca-se que tal movimento durou três meses (setembro, outubro e novembro).

Apesar das sucessivas elevações dos juros, o governo não conseguiu domar a especulação contra o real. O resultado foram crescentes perdas de reservas que fizeram com que em janeiro de 1999 o governo abandona-se à âncora cambial e implementa-se o regime de metas inflacionárias<sup>64</sup>.

### **4.3 O regime de metas inflacionárias**

#### ***4.3.1 O modelo geral de metas inflacionárias***

Uma estratégia de política monetária que vêm ganhando destaque tanto na teoria

---

<sup>63</sup> Esse movimento nos remete ao processo exposto no capítulo anterior de liberalização dos capitais que permitiram e facilitaram tal fuga.

<sup>64</sup> Muito se discute a respeito da tardia adoção da flutuação cambial, no constituí nosso objetivo entrar nesse mérito, mas convém destacar a peculiar correlação entre o tardio abandono da âncora cambial e as eleições

quanto na prática é a das metas inflacionárias. Usualmente esta é definida como uma forma de condução da política monetária guiada pelas expectativas de variação da inflação futura em relação à meta anunciada.

*“In theory, an inflation target is relatively straightforward. The central bank forecasts the future path of inflation; the forecast is compared with the target inflation rate; the difference between the forecast and the target determines the required adjustment of the monetary policy instrument”* (DEBELLE, 1997, p.3)

De forma simples esta estratégia poderia ser representada pela equação (CARVALHEIRO, 1999):

$$\Delta R_t = \gamma (\pi_t^e - \pi_t^*) \quad (4.1)$$

Onde  $R$  = o instrumento usual de política monetária,  $\pi_t^e$  = taxa esperada de inflação e  $\pi_t^*$  = taxa de inflação escolhida como meta e  $\gamma$  = parâmetro que apresenta sinal positivo se o instrumento de política monetária se relaciona à algum preço ou negativo se relaciona à alguma quantidade. Essa equação representa na prática uma função de reação a ser adotada pelo Banco Central, e como o principal instrumento da política monetária sobre o regime de metas é a taxa de juros, a função mais utilizada corresponde à proposta de Taylor<sup>65</sup>, onde:

$$i_t = \pi_t + g (y_t - y^*) + h(\pi_t - \pi^*) + r^f \quad (4.2)$$

Onde  $i_t$  = taxa de juros nominal;  $\pi_t$  = taxa de inflação;  $\pi^*$  = meta para a taxa de inflação;  $y_t - y^*$  = desvio do produto em relação ao produto potencial;  $\pi_t - \pi^*$  = desvio da taxa de inflação em relação a meta inflacionária;  $r^f$  = estimativa da taxa de juros real de equilíbrio e tendo  $g, h > 0$ . Seguindo essa regra teríamos: a) se  $y_t - y^* = 0$  e  $\pi_t - \pi^* = 0$  então  $i_t = \pi_t + r^f$ ; b) se  $y_t - y^* > 0$  e/ou  $\pi_t - \pi^* > 0$  então  $i_t$  deverá ser elevada; c) se  $y_t - y^* < 0$  e/ou  $\pi_t - \pi^* < 0$  então  $i_t$  deverá ser reduzida.

---

presidenciais de 1998.

<sup>65</sup> A proposta de Taylor corresponde a uma função linear de um sistema de variáveis. Segundo Bogdanski, Tombini e Werlang (2000), o Banco Central pode seguir outras regras para definir como variar a taxa de juros. Como exemplo, eles sugerem métodos de otimização determinísticos e estocásticos de simulação.

Svensson (1998) observa que esta forma de interpretação das metas inflacionárias às identifica como uma regra para os instrumentos da política monetária. Onde tal regra pode ser explícita, caso a função de reação seja composta apenas por variáveis predeterminadas, como 4.2, ou implícita, se a função de reação for composta por variáveis expectacionais, como 4.1. Para Svensson na prática nenhum Banco Central segue uma regra explícita ou implícita, mas sim utiliza todas as informações disponíveis (mais do que as sugeridas pelas regras) para tomar as suas decisões.

“This consideration of the bank’s decisions means that the situation is best described as decision-making under discretion rather than commitment; there will inevitably be reconsiderations and new decisions in the future. And there is in practice no commitment mechanism to prevent this” (SVENSSON, 1998, p. 7)

Na sua opinião a regra de política monetária que segue metas deve ser interpretada como uma política que tem como objetivo minimizar uma função de perda de bem-estar social, sendo as variáveis utilizadas como metas aquelas que aparecem nessa função. Segundo Svensson (1998), a utilização convencional do termo “metas” é confuso e inadequado pelos seguintes motivos: 1) a adoção de metas inflacionárias não significa que os Bancos Centrais iram seguir as funções de reação acima expostas; 2) caso os Bancos Centrais sigam aquelas funções, não necessariamente estarão minimizando a função de perda de bem-estar social; 3) a modificação nos instrumentos da política monetária devem seguir os determinantes das variáveis utilizadas como metas e não a variável em si.

Formalizando essa interpretação do regime de metas, temos a função perda de bem-estar social dada por (Green, 1996):

$$L = \lambda (y_t - y^*)^2 + (\pi_t - \pi^*)^2$$

Pressupondo-se que as preferências sociais definem  $\pi^* = 0$  e  $y^*$  correspondente a taxa natural de desemprego. Observa-se que a concepção teórica do regime de metas sustenta-se na hipótese monetarista (como vimos no capítulo 1) de existência de uma taxa natural de desemprego para o qual a economia converge, havendo somente metas para a inflação e não para o produto. Destaca-se também que se  $\lambda = 0$ , tem-se uma meta inflacionária explícita, agora se  $\lambda > 0$  tem-se uma meta inflacionária flexível.

Tal função por sua vez é minimizada sujeita a uma restrição de oferta, que tipicamente é representada por uma curva de Phillips de curto prazo. Como o modelo segue a concepção monetarista (ver capítulo 1), a ampliação da oferta de trabalho e do produto se deve a ocorrência de uma inflação surpresa no curto prazo. Deste modo a função do produto é dada por:

$$Y = (\pi_t - \pi^e) - \varepsilon$$

Onde  $\varepsilon$  = choques de oferta. Por fim, a última equação diz respeito à forma como os agentes formam as expectativas. Estas segundo o modelo assumem a hipótese da racionalidade neoclássica, que parte do princípio da existência de um mundo ergódico onde os agentes possuem acesso a todas as informações relevantes, fazendo com que eles sempre acertem o futuro, a não ser que ocorram surpresas como choques ou novas políticas aplicadas pelo governo. Tem-se assim que:

$$\pi^e = E_{t-1}(\pi)$$

Definido teoricamente a estrutura do regime de metas, observa-se que a sua operacionalização envolve seis elementos básicos (MISHKIN, 2000): 1) o anúncio público, em números, da meta de médio prazo para a inflação; 2) o objetivo prioritário do regime de metas é a estabilidade dos preços, sendo que possíveis outros objetivos estão subordinados a este<sup>66</sup>; 3) divulgação do comportamento das principais variáveis econômicas que direcionam as metas, não se restringindo apenas aos agregados monetários ou a taxa de câmbio; 4) transparência da política adotada, comunicando ao público os planos, objetivos e a racionalidade das decisões tomadas pelo Banco Central<sup>67</sup>; 5) criação de mecanismos que façam com que a autoridade seja mais comprometida na busca da estabilidade dos preços<sup>68</sup>; e

---

<sup>66</sup> “the distinctive feature of the inflation targeting countries is that the inflation rate is the over-riding objective of monetary policy. In the event of conflict between the inflation rate target and any other objective of monetary policy such as the exchange rate or an unemployment rate target, the inflation target dictates the monetary policy response”. (DEBELLE, 1997, p.4)

<sup>67</sup> “In most inflation-targeting regimes, the central bank publishes regular, detailed assessments of the inflation situation, including current forecasts of inflation and discussion of the policy response that is needed to keep inflation on track” (BERNANKE e MISHKIN, 1997, p.102)

<sup>68</sup> “The adoption of inflation targeting is often linked with changes in the laws or administrative arrangements associated with the central bank. Typically, reforms are in the direction of increased independence for the central bank, particularly in respect to its choice of instrument settings” (BERNANKE e MISHKIN, 1997,



6) exigência de taxas de câmbio flexíveis.

Para os defensores desse regime, as vantagens das metas inflacionárias são: a) diferentemente do regime de câmbio fixo, ela fornece maior liberdade de atuação para a política monetária frente a choques internos e externos; b) o regime utiliza todas as informações disponíveis, e não apenas uma ou duas variáveis para determinar a melhor utilização dos instrumentos da política monetária (observação de Svensson, como vimos acima); e c) utiliza-se uma meta numérica explícita, o que promove uma alta *accountability* do Banco Central.

No entanto, os mesmos autores que pregam a adoção das metas inflacionárias identificam dificuldades na execução dos seis elementos básicos expostos acima. Dentre estas, encontra-se a dificuldade em definir qual índice de inflação deve servir como meta (AGÉNOR, 2000). Normalmente se utilizam índices de preço ao consumidor como meta, que possuem a vantagem de serem facilmente compreendidos pelo público e estarem disponíveis mensalmente, devido a fácil mensuração. Entretanto, eles não capturam tão bem o preço do consumo futuro quanto do consumo presente, o que seria teoricamente desejável. Isso é evidenciado nos seguintes problemas:

- Substituição: com o tempo os consumidores irão mudar sua estrutura de consumo, por exemplo, dos produtos mais caros para os mais baratos. Isso não é capturado pelo índice;
- Qualidade: a qualidade dos produtos e serviços muda frequentemente e isso também não é capturado pelo índice;
- Novos produtos: com frequência novos produtos são introduzidos no mercado, permitindo que a cesta de consumo das famílias se modifique. Ao não considerar este fato, o índice pode levar a sobrestimação da inflação.

Outro problema relacionado aos índices de preço ao consumidor é o fato deles serem mensurados via o método de Laspeyres (AGÉNOR, 2000), ou seja, uma média aritmética dos preços relativos dos bens contidos em uma cesta de consumo representativa, sendo ponderada pelas quantidades gastas no ano base. Isso significa que a inflação anual é mensurada segundo o peso dado à variação de cada preço individualmente. Assim, se um bem em particular é submetido a constantes variações de preços no curto prazo, isso significa que o índice de

---

p.102). Para maiores detalhes a respeito da tese da independência do Banco Central, ver Fonseca (2006).

inflação irá refletir igualmente essas variações. Para evitar esse problema sugere-se a adoção o núcleo inflacionário do índice como meta, o qual é obtido após eliminarem-se os itens mais inflacionários do índice. De qualquer forma, essas dificuldades geram um viés inflacionário como nota DeBelle (1997, p.11):

*“The biases in the calculation of the consumer price index imply that in practice, price stability is likely to be associated with small positive rate of inflation in the CPI rather than zero rate. These biases include those due to the introduction of new goods, outlet substitution bias, quality bias and those caused by adjustment of consumers to relative price changes between the periodic re-definitions of the basic consumption bundle”*

Além do problema relacionado às formas de mensuração do índice de preços ao consumidor, há o debate em torno da escolha de um valor pontual ou, então, de uma banda para a meta de inflação. Devido à dificuldade de se prever corretamente a inflação futura, normalmente se adota metas para uma banda inflacionária. Para os defensores do sistema, tal prática apresenta dois problemas: a) *“low predictability suggests that accurate targetting of inflation could be extremely difficulty”* (BERNENKE e MISHKIN, 1997, p. 111); b) *“if inflation is largely unpredictable, and hence not finely controllable, then it will be difficult to judge whether the central bank has made its best effort to hit the inflation targets”* (BERNENKE e MISHKIN, 1997, p. 111). Feita a escolha da banda, deve-se definir o horizonte a política monetária. Como existe um hiato entre a ação da política monetária e a resposta da inflação, o horizonte da meta deve ser superior ao período de tempo que os instrumentos da política monetária levam para agir sobre a economia.

As dificuldades de operacionalização mencionadas nos parágrafos anteriores constituem críticas que os próprios defensores do sistema de metas inflacionários encontram na operação do sistema de metas inflacionárias. Outras escolas do pensamento econômico apresentam diversas outras objeções ao sistema de metas, especialmente contra o segundo elemento básico acima descrito, o qual afirma ser o principal objetivo da política monetária o controle inflacionário (maiores detalhes ver Fonseca (2006)<sup>69</sup>). Mas como informamos na introdução deste capítulo, o nosso objetivo não é discutir qual seria a melhor forma de

---

<sup>69</sup> Nesse trabalho o autor discute a divergência teórica entre as escolas que aceitam a neutralidade da moeda e aquelas que partem do princípio de que a moeda é não neutra. Para estes últimos, a adoção do sistema de metas não seria a melhor forma de execução da política monetária.

execução da política monetária, mas sim ver como ela foi aplicada no Brasil permitindo o controle inflacionário. Sendo assim, feita esta apresentação do modelo teórico geral de execução do sistema de metas, na próxima subseção apresenta-se o modelo implantado no Brasil.

#### ***4.3.2 O regime de metas inflacionárias brasileiro***

Após o colapso da âncora cambial em 1999, o Brasil adotou como âncora nominal o regime de metas inflacionárias. Ou seja, essa seria a nova variável-alvo do Banco Central utilizada para evitar uma nova aceleração do nível de preços. A formalização da adoção das metas inflacionárias ocorreu por meio do decreto nº 3088 de 21 de Junho de 1999 (BOGDANSKI, TOMBINI e WERLANG, (2000), p.11). Os principais pontos do decreto são:

- A meta inflacionária será estabelecida com base nas variações de um índice de preços conhecido pelos agentes econômicos.
- As metas inflacionárias e o intervalo de tolerância da banda inflacionária serão divulgados pelo Conselho Monetário Nacional de acordo com as propostas do Ministro da Fazenda.
- As metas inflacionárias serão definidas todos os meses de junho de cada ano  $x$ , juntamente com as metas dos anos  $x + 1$  e  $x + 2$ .
- É responsabilidade do Banco Central aplicar as políticas necessárias para atingir a meta.
- O índice de preços a ser utilizado como meta será escolhido pelo Conselho Monetário Nacional de acordo com o Ministro da Fazenda.
- A meta será considerada atingida se estiver dentro do intervalo de confiança proposto anteriormente.
- Se a meta não for atingida, o presidente do Banco Central será obrigado a redigir uma carta aberta o Ministro da Fazenda explicando os motivos da falha e as medidas adotadas para contornar a situação.
- O Banco Central irá publicar relatórios trimestrais informando a performance do regime de metas inflacionárias, os resultados da política monetária e as perspectivas inflacionárias.

Após esse decreto, em 30 de Junho de 1999, o Conselho Monetário Nacional publicou a resolução nº 2615, definindo o índice de preços ao consumidor amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), para ser utilizado como meta inflacionária. As metas para a variação da inflação acumulada seriam de 8% para 1999, 6% para 2000 e 4% para 2001, com intervalos de tolerância de dois pontos percentuais para cima e para baixo em relação ao centro da banda. Apesar dos diversos problemas presentes nos índices de preços ao consumidor, como acima mencionados. O Banco Central justificou a adoção do IPCA por razões de credibilidade, já que esse índice é amplamente conhecido pelo público. A primeira vista surpreende a escolha de metas tão baixas para a inflação brasileira, mas segundo funcionários do Banco Central isso seria justificável, pois:

*“As there were no indications of the presence of an inflationary process in Brazil, a gradualist disinflation strategy was not recommendable. The CPI inflation rate should return to its 1998 level as soon as the relative prices realignment is finished. Thus, it was not only possible but also desirable for the government to set a decreasing inflation path”* (BOGDANSKI, TOMBINI e WERLANG, (2000), p.12).

Antes de colocar em prática o modelo de metas inflacionárias via a elaboração de um modelo macroeconômico próprio, o Banco Central promoveu um estudo para saber quais os principais canais de transmissão da política monetária. E, dadas as características da economia brasileira, os resultados foram (BOGDANSKI, TOMBINI e WERLANG, (2000), p.14): 1) a taxa de juros afeta o consumo de bens duráveis e o investimento em um período de três a seis meses. E, como o hiato do produto leva por volta de três meses para impactar significativamente a inflação, tem-se que a transmissão da política monetária via a demanda agregada decorre durante seis e nove meses; 2) mudanças na taxa nominal de juros afetam diretamente a taxa nominal de câmbio, que afeta a taxa de inflação via a inflação importada; 3) dado os baixos níveis de crédito ao setor privado desde a implementação do Plano Real, o impacto da política monetária pelo o canal do crédito é insignificante<sup>70</sup>.

Diante desses conhecimentos, o Banco Central desenvolveu um modelo de estimativa da inflação baseado nas seguintes equações básicas:

- A equação da curva IS (investment-saving) expressando o produto em função do

---

<sup>70</sup> Apesar dessa conclusão do Banco Central, o canal do crédito foi de extrema importância para conter a demanda

nível de produção passada, da taxa de juros, da taxa de câmbio e do resultado primário do setor público.

$$ht = \beta_0 + \beta_1.ht-1 + \beta_2.ht-2 + \beta_3.\pi t-1 + \beta_4.prt-1 + \varepsilon ht$$

onde  $h$  = hiato do produto,  $\pi$  = taxa real de juros;  $pr$  = resultado primário do setor público e  $t$  = tempo dado trimestralmente. Sendo  $\beta_3$  e  $\beta_4$  maiores do que zero.

- Uma curva de Phillips expressando a taxa de inflação em função das inflações passadas, do produto e da taxa de câmbio nominal.

$$\pi t = \alpha_1.\pi t-1 + \alpha_2.\pi t-2 + \alpha_3.\pi et+1 + \alpha_4.ht-1 + \alpha_5.(\Delta pf t + et) + \varepsilon \pi t$$

onde os primeiros três itens do lado direito se referem a inflação inercial,  $\alpha_4.ht-1$  indica o canal da demanda agregada,  $pf$  = preços externos e  $e$  = taxa de câmbio, os dois últimos indicam o canal dos custos.

- Uma regra câmbio-juro, relacionando a diferença entre a taxa de juros doméstica e a internacional com a expectativa de desvalorização da moeda doméstica e o prêmio de risco.

$$\Delta et = \Delta i^*t + \Delta x - \Delta it + nt$$

onde  $i^*$  = taxa de juros nominal externa,  $i$  = taxa de juros nominal doméstica,  $x$  = prêmio de risco e  $n$  = variação esperada da taxa de câmbio.

Apresentado o modelo básico do sistema de metas inflacionárias brasileiro é importante destacar a diferença dele em relação ao modelo convencional apresentada na seção anterior. Observa-se inicialmente que ambos os modelos contêm uma curva de Phillips convencional, que é baseada em três hipóteses (SERRANO, 2006): 1) os choques de oferta são aleatórios e tem média zero no longo prazo; 2) o produto potencial ou produto de plena capacidade é dado por fatores de oferta, independente dos níveis passados do produto, estes são determinados pela demanda, e; 3) a inércia inflacionária é completa.

A terceira hipótese implica que qualquer choque, mesmo sendo temporário irá elevar

permanentemente a inflação. Mas como se assume também que tais choques se anulam no longo prazo (primeira hipótese), a tendência da inflação no longo prazo refletiria apenas choques passados de demanda. Isto é:

$$\pi^*_t = \pi_{t-1} + d(y_t - y^*_t)$$

Deste modo, diante de um choque de oferta, a autoridade monetária teria duas alternativas (FREITAS, 2006): a) acomodaria o choque permitindo uma inflação acima da meta e esperaria por outro choque na direção contrária; b) reagiria o choque, elevando o hiato do produto. No modelo convencional de metas inflacionárias até mesmo modificações na taxa de câmbio não afetam a inflação de longo prazo, já que tais modificações são apenas temporárias dado que a taxa de câmbio real de equilíbrio é determinada apenas por fatores reais.

O modelo brasileiro reconhece o papel das alterações no nível de demanda (hiato do produto) sobre a inflação, como se vê no relatório de inflação de março de 2002:

“os impactos das alterações na taxa de juros transmitem-se para a taxa de inflação com defasagem estimada de seis a nove meses pelo mecanismo da demanda agregada, considerado o canal mais importante” (BANCO CENTRAL, 2002, p.94)

Entretanto, o mesmo modelo reconhece a existência de outro canal de transmissão que é o canal do câmbio, como pode ser percebido na regra câmbio-juros acima. A hipótese é que a taxa de juros nominal afetaria mais rapidamente a taxa de câmbio, esta por sua vez via a curva de Phillips reduziria a inflação. Assim, além do canal da demanda, o canal dos custos também afetaria o nível inflacionário brasileiro. Na seção seguinte passaremos a descrever o modo de execução da política monetária sob o sistema e veremos que o canal do câmbio se sobressaiu em relação aos demais canais de transmissão da política monetária brasileira.

## 4.4 As metas inflacionárias e o controle inflacionário

### 4.4.1 A adoção das metas e o controle inflacionário entre 1999- 2002

Como visto na primeira seção, apesar das sucessivas elevações na taxa de juros, o Banco Central não conseguiu evitar a desvalorização do Real. As elevadas expectativas de desvalorização mantiveram a demanda por moeda estrangeira aquecida, fazendo com que o limite superior de 1,32 R\$/U\$ fixado no dia 13/01/1999 fosse rapidamente alcançado. Tanto que no dia 14/01/1999 o câmbio fechou em 1,46 R\$/U\$, gerando uma perda de reservas da ordem de U\$ 3,2 bilhões de um dia para o outro. A impossibilidade de continuar perdendo reservas fez com que se anunciasse a livre flutuação no dia 18/01/1999 (RA-1999<sup>71</sup>, p. 117).

Diante da forte desvalorização que se sucedeu (a taxa de câmbio ultrapassou 2,00 R\$/U\$ em março de 1999) temia-se uma retomada do processo inflacionário do passado, com a prática de indexação dos contratos. No entanto, como notam Amann e Baer (2002, p.12):

*“ to the surprise of everyone, these grim predictions turned out to be very wide mark...there was no sustained inflation explosion. Although monthly consumer price inflation rose from 0,7% in January 1999 to 1,1% in March 1999, it generally declined markedly thereafter. Thus, although on an annual basis, the consumer price index rose from 1,7% in 1998 to 8,9% in 1999, it subsequently declined to 6% in 2000 and then rose only slightly to 7,7% in 2001”*

Esta transição benigna se explica basicamente por três motivos. Primeiramente nota-se a forte desindexação pela qual passou o Brasil de 1994-1999<sup>72</sup>. Em segundo lugar destaca-se a recessão do ano de 1998, caracterizada por taxa de crescimento negativa do PIB<sup>73</sup> e “*ample capacity in the economy remaining unutilised*”<sup>74</sup> (AMANN e BAER, 2002, p.12), o que indica redução na demanda agregada. E por fim a forte ampliação na taxa de juros (mostrada acima), que além de atuar na contração da demanda fez com que a taxa de câmbio não permanecesse desvalorizada por muitos meses.

Como mencionamos, juntamente com o câmbio flutuante o Brasil adotou o regime de metas inflacionárias. De agora em diante modificava-se a operacionalidade da política

<sup>71</sup> RA = Relatório anual do Banco Central.

<sup>72</sup> No capítulo anterior mostramos quanto se reduziu o volume de títulos públicos indexados.

<sup>73</sup> Em relação ao ano anterior o PIB de 1999 caiu - 0,12% (IBGE)

monetária. Não mais se definiria a taxa de juros via a utilização da TBC e da TBAN, sistemática que “possibilitava, às instituições bancárias, arbitragens com os financiamentos de títulos junto à autoridade monetária, sempre que as taxas básicas de juros determinadas no mercado estivessem acima da taxa básica do Banco Central” (RA-1999, p.43) Agora, o Banco Central atua fixando a taxa Selic e estabelecendo o seu viés de elevação ou redução a cada reunião do Copom. Sendo que, “as taxas básicas de juros de mercado passam a ser ajustadas por meio de intervenções consistentes com a meta anunciada pelo Copom, e não mais apenas pela ação das instituições financeiras, via operações de arbitragem” (RA-1999, p. 44).

Segundo o Banco Central, a definição da taxa de juros básica a cada reunião do Copom é tomada com base na avaliação da tendência futura da inflação, a qual é obtida por meio do modelo acima exposto. E caso as projeções fujam da meta estabelecida, o Copom busca identificar as causas para melhor direcionar a convergência da inflação (CARTA ABERTA de 2003). No período de 1999-2007, os resultados obtidos no regime de metas se encontram na tabela 2 abaixo.

Tabela 2 – Resultado das metas

Descrição/ano	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Meta	8%	6%	4%	3,5%	3,25%	3,75%	4,5%	4,5%	4,5%
Banda +/-	2%	2%	2%	2%	2%	2,5%	2%	2%	2%
Meta Revista					4%	5,5%			
Banda Revista					2,5%	2,5%			
IPCA	8,94%	5,97%	7,7%	12,5%	9,3%	7,6%	5,7%	3.14%	4,46%

Fonte: Banco Central, histórico das metas para inflação.

Percebe-se que dos nove anos acima analisados, as metas inflacionárias foram cumpridas em seis deles (1999, 2000, 2004, 2005, 2006, 2007), sendo que no ano de 2004 a

<sup>74</sup> Durante 1999 a capacidade industrial utilizada não passou os 85% (AMANN e BAER, 2002, p.13)



meta foi cumprida após sofrer revisão. Já nos demais anos (2001, 2002, 2003) ela não foi cumprida. Apesar de não podermos afirmar que o regime de metas é a melhor forma de manter a inflação em baixos patamares, já que outros países que não adotaram as metas obtiveram resultados semelhantes (maiores detalhes ver Fonseca (2006)). Pode-se afirmar que a política monetária brasileira sob o regime de metas tem conseguido manter a inflação baixa (abaixo de dois dígitos). Nos parágrafos seguintes veremos como o Banco Central executou a política monetária via taxa de juros nesses anos, e quais as justificativas apresentadas por ele para o sucesso ou não na obtenção da meta.

Em 1999, a partir da adoção do regime de metas, para o período de 5 de março a 14 de abril, a Selic foi definida em 45% a.a, com viés de redução. O objetivo de fixar esse patamar elevado era aumentar o “custo de oportunidade do mercado para se posicionar em moeda estrangeira, concorrendo para reduzir a volatilidade observada da taxa de câmbio” (RA-1999, p.44). Além dessa medida, de modo a evitar pressões “indesejadas das taxas de câmbio sobre o nível de preços” (RA-1999, p.44), o Banco Central ampliou a liberalização do mercado cambial e interveio diretamente no mercado por meio de leilões de *spread* e venda de moeda estrangeira. A medida que o câmbio foi valorizando, ele reduziu, a partir do segundo semestre, a Selic para 21% a.a e posteriormente para 19% a.a., valor que se manteve até o final do ano.

No ano 2000, segundo o Banco Central, a gestão da política monetária foi condicionada por incertezas do cenário externo (RA-2000, p.47). Dentre estas se assinala a elevação internacional do preço do petróleo, as indefinições quanto ao rumo da política monetária americana e as dificuldades enfrentadas pela economia Argentina. Apesar dessas incertezas as taxas de inflação foram decrescentes, e o Copom reduziu a Selic de 19% a.a para 15,75% a.a no final do ano.

O ano de 2001 foi o primeiro em que não se cumpriu a meta de inflação estabelecida dois anos antes. De acordo com o Banco Central isso ocorreu devido a choques internos e externos que atingiram a economia brasileira (CARTA ABERTA, 2002). No âmbito externo destaca-se a intensificação da crise econômica na Argentina, o racionamento de energia elétrica e a expectativa de aprofundamento a recessão econômica registrada nos Estados Unidos, após os atentados de 11 de Setembro. Tais choques afetaram diretamente o câmbio, que se depreciou continuamente passando de 1,92 R\$/U\$ em dezembro de 2000 para 2,84 R\$/U\$ em outubro de 2001. Essa depreciação promoveu o choque interno, elevando os preços

dos produtos comercializáveis e dos preços administrados<sup>75</sup>, em especial as tarifas de energia elétrica, a gasolina e o transporte público (RA-2001, p.53)<sup>76</sup>. Diante desse choque, o Banco Central buscou aumentar a oferta de moeda estrangeira no mercado interno por meio de leilões de dólares e pela elevação da taxa de juros. Esta após atingir 15,25% a.a em janeiro de 2001, foi gradualmente elevada até o patamar de 19% a.a em julho, mantendo-se com este valor até o final do ano.

Na carta aberta de janeiro de 2002 o Banco Central considerava baixa a probabilidade de ocorrência de novos choques da mesma magnitude, prevendo uma trajetória de apreciação do câmbio. Ao final do ano verificou-se o engano dessa previsão, pois o ano de 2002 foi aquele em que a inflação mais fugiu a meta (Tabela 2). Isso novamente, segundo o Banco Central, ocorreu devido a choques internos e externos que afetaram a economia brasileira no segundo semestre. Destacam-se as incertezas decorrentes do processo eleitoral brasileiro, o aprofundamento da crise Argentina, a crise no mercado acionário norte-americano a partir da descoberta de uma série de fraudes contábeis em grandes empresas e a perspectiva de mais uma Guerra no Golfo (RA-2002, p.12). Esses choques geraram uma forte depreciação no câmbio, que chegou a atingir 3,67 R\$/U\$ no quarto trimestre de 2002, resultando novamente em pressões inflacionárias sobre os preços livres e administrados<sup>77</sup> juntamente com a deterioração das expectativas para a inflação (CARTA ABERTA, 2003). Assim como no ano anterior, diante desse cenário, o Banco Central passou a intervir no mercado de câmbio com leilões de moeda estrangeira e elevou em três ocasiões a taxa de juros, de 18% a.a para 21% a.a em outubro, 22% a.a em novembro e 25% a.a ao final de 2002. No entanto, é importante frisar que diferentemente do ano anterior, no qual ocorreu uma elevação gradual ao longo do ano na taxa de juros. Em 2002, esta somente ocorreu no último trimestre do ano, apesar do choque inflacionário ocorrer desde julho.

Percebe-se na atuação do Banco Central entre 1999-2002, uma enorme preocupação em relação a movimentação da taxa de câmbio, que segundo o Banco foi muito afetada por choques externos. Analisando as contas do Balanço de Pagamentos do período, que foi

---

<sup>75</sup> Os preços administrados por contrato são aqueles cuja sensibilidade a fatores de demanda e oferta é menor, mas não necessariamente são diretamente regulados pelo governo. Como exemplo têm-se: eletricidade, gasolina, telefone fixo, ônibus urbano, plano de saúde, água e esgoto, gás de bujão etc. (CARTA ABERTA, 2002).

<sup>76</sup> Segundo estimativas do Banco Central (CARTA ABERTA, 2002), na ausência do choque cambial e o seu conseqüente repasse sobre os preços livres e preços administrados, a inflação do IPCA em 2001 seria de 4,3%. Ou seja, a meta seria atingida.

<sup>77</sup> Novamente, segundo estimativas do Banco Central, se não houvesse o choque cambial e a deterioração das expectativas inflacionárias, a inflação anual de 2002 medida pelo IPCA teria sido de 4,3%.

marcado por aportes líquidos de investimento direto externo (IDE) e perdas líquidas de reservas (Tabela 3), pode-se inferir que tais desvalorizações estiveram mais relacionadas a um movimento de saída de capitais do que ao resultado do fluxo de transações correntes, dada a relativa estabilidade deste último.

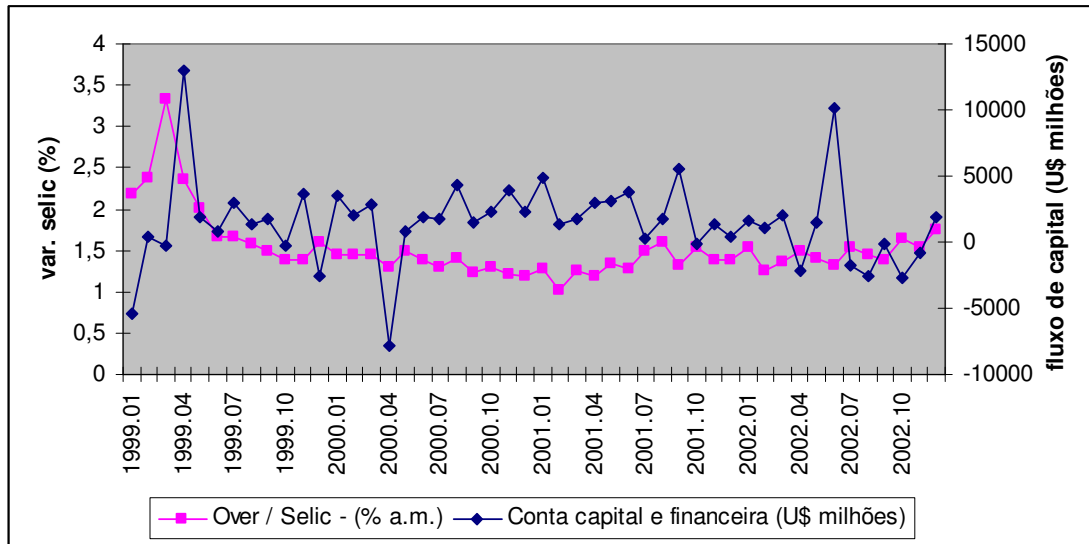
Tabela 3 – Balanço de Pagamentos (1999-2002)

	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
Balança comercial	-1199	-698	2650	13121
Exportação	48011	55086	58223	60362
Importação	-49210	-55783	-55572	-47240
Balança de serviços e rendas	-25825	-25048	-27503	-23148
Transferências unilaterais	1689	1521	1638	2390
<b>Saldo de transações correntes</b>	<b>-25335</b>	<b>-24225</b>	<b>-23215</b>	<b>-7637</b>
<b>Conta capital e financeira</b>	<b>17319</b>	<b>19326</b>	<b>27052</b>	<b>8004</b>
Conta capital	338	273	-36	433
Conta financeira	16981	19053	27088	7571
investimento direto externo	22897	26217	32682	13942
Erros e Omissões	194	2637	-531	-66
<b>Resultado do Balanço</b>	<b>-7822</b>	<b>-2262</b>	<b>3307</b>	<b>302</b>

Fonte: Banco Central, balanço de pagamentos.

Além disso, percebe-se também que nesse período a movimentação da taxa de câmbio esteve positivamente relacionada com a variação da taxa de juros, ao invés de como poderia-se esperar haver uma relação inversa entre os dois. Isto é, a causalidade no período decorreu do câmbio para a taxa de juros. Tal conclusão é também corroborada pela relação entre o juro e o fluxo líquido de capital apresentada na figura 15, onde se percebe que a correlação entre o aumento do juros e a ampliação do fluxo de capital não é perfeita.

Figura 15 – Juros e fluxo de capital



Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

#### 4.4.2 As metas inflacionárias e o controle inflacionário 2003-2007

No período em questão, com exceção do ano de 2003, em todos os demais anos a meta foi alcançada. Evidenciou-se uma relativa estabilidade dos níveis inflacionários, que se manteve abaixo de um dígito (Tabela 2). Assim como na subseção anterior descreveremos nos parágrafos seguintes como o Banco Central executou a política monetária nesses anos, e qual a justificativa por ele apresentada para o sucesso ou não da política de metas.

Segundo o Banco Central, a causa da falha na obtenção da meta em 2003 foi a inércia inflacionária decorrente dos choques ocorridos em 2002 (RA-2003, p.11). Tais choques ao resultar em uma excessiva volatilidade cambial, que foi repassada para os preços livres e monitorados<sup>78</sup>, elevaram fortemente as expectativas inflacionárias de curto prazo. De acordo com o Banco, as expectativas de inflação se situavam acima da meta prevista, por isso estas foram ajustadas juntamente com a elevação na taxa de juros. A Selic elevou-se de 25% a.a em dezembro de 2002 para 26,5% a.a em janeiro de 2003 e manteve-se nesse patamar até junho (RA-2003, p. 51). Abaixo analisaremos o resultado do Balanço de Pagamentos nesse período, e veremos que os bons resultados nele apresentados junto com os juros elevados contribuirão

<sup>78</sup> “À semelhança do observado em anos anteriores, os preços administrados por contrato e monitorados exerceram sobre a inflação uma pressão maior que os preços livres. Os preços administrados aumentaram 13,20% enquanto o crescimento dos preços livres foi 7,79%” (CARTA ABERTA, 2004).

para a apreciação cambial verificada ao longo do ano em comparação a 2002, esta por sua vez foi o único item que “contribuiu, no computo final, para uma menor inflação em 2003” (CARTA ABERTA, 2004). Apesar do insucesso na execução da meta, para o Banco Central, “o valor de 9,3%, que supera a meta ajustada em apenas 0,8 ponto percentual, encontra-se dentro de uma margem de erro perfeitamente aceitável” (CARTA ABERTA, 2004).

O ano de 2004 foi marcado pelo crescimento do produto interno e pelo crescimento da liquidez internacional junto com a volatilidade dos preços das *commodities*. Por considerar, que a expansão da atividade econômica e do nível de utilização da capacidade instalada não se apresentavam compatíveis com a recuperação e que as projeções da inflação indicavam o descumprimento da meta (RA-2004, p.46). O Banco Central elevou gradualmente a taxa de juros que saiu de 16,5% a.a em dezembro de 2003 para 17,75% a.a em dezembro de 2004. Além dessa elevação, o Banco manteve a estratégia de compra de divisas recompondo o nível de reservas cambiais. Política que propiciou a contínua valorização do câmbio, processo que havia se iniciado no ano anterior.

O cenário externo e interno benigno (crescimento do PIB, bom desempenho do comércio exterior, ampla liquidez internacional etc) ocorrido em 2004 manteve-se em 2005. Com relação a política monetária, até a metade do ano o Banco Central continuou o processo de elevação da taxa de juros iniciado em 2004, sob a mesma justificativa de “adequar o ritmo de expansão da demanda à meta anual para a inflação” (RA-2005, p.11). Assim, a Selic foi elevada de 17,75% a.a em dezembro de 2004 para 19,75% a.a em maio de 2005, e nos últimos meses do ano foi reduzida para 18,5% a.a, pois o Copom considerou que as pressões inflacionárias (reajuste dos preços dos combustíveis e dos preços dos alimentos) ocorridas nesses meses eram de caráter transitório (RA-2005, p.41). E com relação a política cambial manteve-se o prática de compra de divisas e recomposição de reservas, mantendo o processo de apreciação cambial.

Nos anos de 2006 e 2007, assim como nos anos de 2005 e 2004, o cenário macroeconômico benigno se manteve. Assim o Banco Central continuou a tendência de redução da taxa de juros, que atingiu 13,12% a.a em dezembro de 2006 e 11,25% a.a em dezembro de 2007. Durante esses anos, a meta de inflação proposta foi atingida, situando-se em 2006, pela primeira vez desde a implantação do sistema, abaixo da meta estabelecida para o ano (RA-2006, p.44). Manteve-se também a política de ampliação das reservas, com apreciação cambial.

O cenário macroeconômico benigno apresentado pode ser evidenciado pela análise do balanço de pagamentos durante dos anos 2003-2007 (tabela 4). Em relação a 1999-2002, nota-se uma inversão no saldo em transações correntes que passa a ser positivo, apesar da elevação do saldo negativo na balança de serviços e da redução no volume de IDE. Esse resultado deveu-se principalmente à vigorosa expansão das exportações, que foi auxiliado pelo boom da economia mundial no período. Observa-se também uma maior recomposição das reservas, que, grosso modo, absorveu esse saldo positivo.

Tabela 4- Balanço de Pagamentos 2003-2007

	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Balança comercial	24794	33641	44703	46457	40032
Exportação	73084	96475	118308	137807	160649
Importação	-48290	-62835	-73606	-91351	-120617
Balança de serviços e rendas	-23483	-25198	-34276	-37120	-42510
Transferências unilaterais	2867	3236	3558	4306	4029
<b>Saldo de transações correntes</b>	<b>4177</b>	<b>11679</b>	<b>13985</b>	<b>13643</b>	<b>1551</b>
<b>Conta capital e financeira</b>	<b>5111</b>	<b>-7523</b>	<b>-9464</b>	<b>16299</b>	<b>89086</b>
Conta capital	498	372	663	869	756
Conta financeira	4613	-7895	-10127	15430	88330
investimento direto externo	14587	5429	-764	52001	114372
Erros e Omissões	-793	-1912	-201	628	-3152
<b>Resultado do Balanço</b>	<b>8496</b>	<b>2244</b>	<b>4319</b>	<b>30569</b>	<b>87484</b>

Fonte: Banco Central, balanço de pagamentos.

Ao final desta subseção e observado a análise da subseção anterior, percebe-se que em todos os anos onde houve insucesso na execução da meta, as causas apresentadas pelo Banco Central referem-se aos foram choques externos que geraram desvalorização cambial, que por sua vez impactaram negativamente os preços livres e administrados. Já nos anos de sucesso da meta, alardeia-se as boas condições macroeconômicas que geraram baixas expectativas inflacionárias permitindo a redução da taxa de juros, e quando esta teve de ser elevada a causa apresentada era o excesso de demanda. Na subseção seguinte mostraremos que o principal canal de transmissão da política monetária em todos esses anos foi o canal do câmbio, sendo este o grande responsável pelo controle inflacionário, apesar do enunciado pelo Banco Central

(citação p.14 acima) e da convicção contrária da maioria dos economistas (como observado por Freitas (2006)).

#### ***4.4.3 Os canais de transmissão da política monetária brasileira entre 1999-2007***

Na secção anterior mostramos que no modelo de metas utilizado pelo Banco Central a inflação é explicada pelo hiato do produto e/ou pela variação cambial. Dentre os canais de transmissão da política monetária (ver capítulo 1), o hiato do produto poderia ser afetado pelo canal do crédito e/ou pelo canal do câmbio. No capítulo anterior vimos que o canal do crédito foi importante na restrição da demanda agregada logo no início de Plano Real, para o período em questão este canal não foi relevante no controle inflacionário. Os relatórios anuais do Banco Central chegam a mencionar as políticas de incentivo a ampliação do crédito, como redução do compulsório etc. No entanto, a baixa participação do crédito no PIB brasileiro ainda inibe a eficácia da política monetária via este canal. Nos anos de 1999-2003 quando houve um fraco crescimento econômico mundial e no Brasil, a relação crédito/PIB reduziu-se de 28,9% para 24,4%. Nos anos de 2004-2007 quando houve melhora no cenário externo e no Brasil a participação do crédito subiu para 27,75% do PIB, valores irrisórios frente a outros países desenvolvidos e subdesenvolvidos onde estes valores facilmente ultrapassam 50% (HERMANN, 2009).

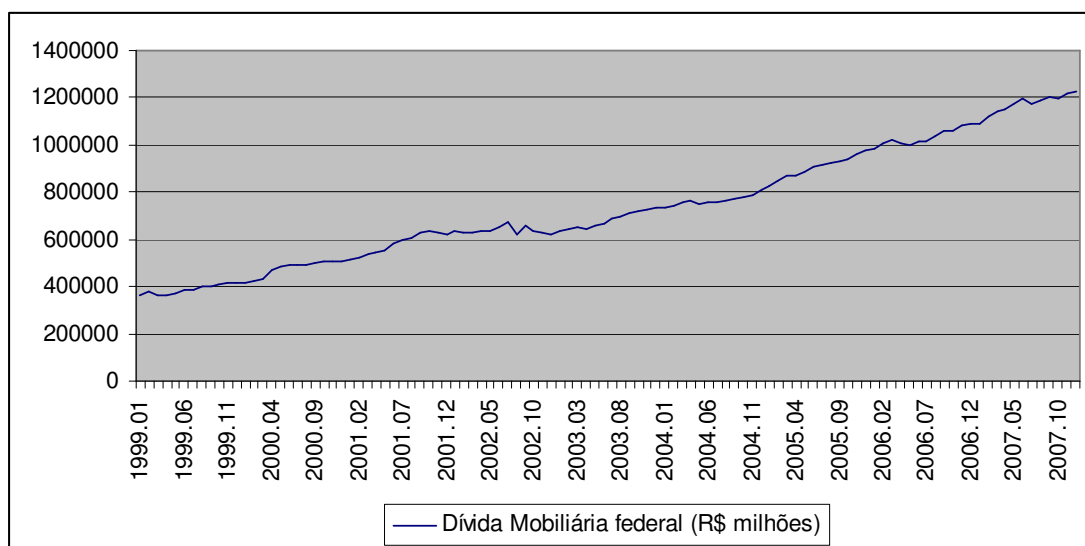
Outro canal que poderia afetar o hiato do produto seria o canal dos ativos (ver capítulo 1). Teoricamente a eficácia da política monetária neste canal está diretamente associada ao desenvolvimento do mercado de capitais do país. Sendo que esse desenvolvimento deveria ser acompanhado por um processo de democratização tanto do lado da oferta de títulos, maior acesso das empresas de pequeno, médio e grande porte ao mercado, e pelo lado da demanda de títulos, aumento do número e diversificação dos investidores. Analisando o caso brasileiro de 1999-2006, Hermann (2009) observa que pelo lado da oferta, o acesso tem sido ampliado, mas não para empresas de médio ou pequeno porte. E pelo lado da demanda, a participação dos pequenos investidores tem sido ampliada (no período de 2004-06 estes concentraram 53% do fluxo de negócios na bolsa). Verifica-se assim um “processo assimétrico de democratização do mercado de capitais no Brasil” (HERMANN, 2009, p.14).

Apesar de nos últimos anos ter ocorrido um grande desenvolvimento do mercado de capitais brasileiros, não se pode afirmar que este mercado se constituiu na principal forma de

financiamento das empresas e de aplicação dos agentes nacionais. Pelo contrário, o que se verifica é uma forte dependência do mercado em relação ao capital externo, que é responsável por 32% das operações (HERMANN, 2009).

Retomando as justificativas para a ineficácia da política monetária no período pré-Plano Real (ver capítulo 2). O atual desenvolvimento do mercado de capitais marcado pela maior participação dos pequenos investidores, poderia ser um ponto favorável ao argumento de Pastore (1996). No entanto a redução do volume de títulos indexados, desde o início do Plano Real, desqualifica a relevância desse argumento. Em relação a justificativa para a ineficácia baseada na dominância fiscal, os dados (figura 16) continuam mostrando que apesar da elevação da dívida pública, isso não impediu o governo de manter o câmbio valorizado.

Figura 16 – Dívida mobiliária (R\$ milhões)

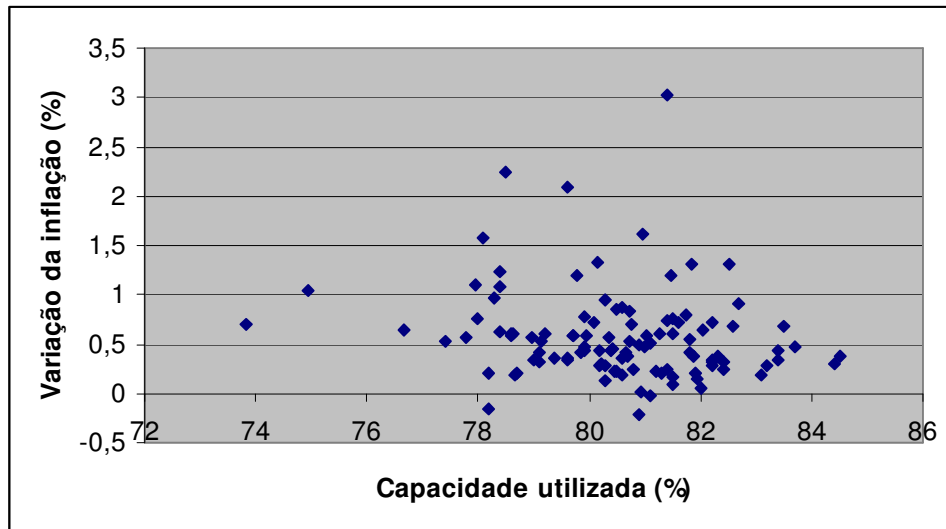


Fonte: Boletim do Banco Central, vários números.

Nos parágrafos acima mostramos a improbabilidade do controle inflacionário ter sido obtido via o canal do crédito ou dos ativos. Outra forma de evidenciar esse resultado seria verificar se houve inflação de demanda no Brasil nesse período. Se houvesse deveríamos esperar uma correlação entre o grau de capacidade utilizada na indústria e a aceleração/desaceleração da inflação. Pela figura 17 abaixo não podemos chegar a essa conclusão.



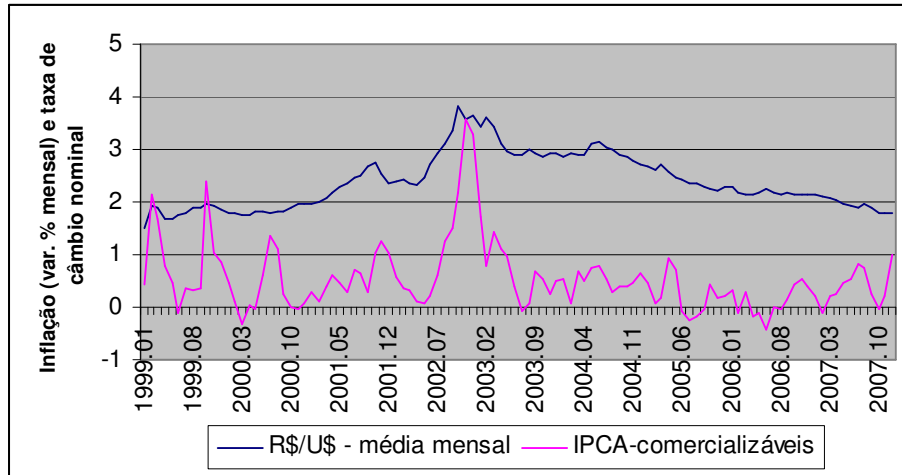
Figura 17 – Capacidade utilizada na indústria vs aceleração do IPCA



Fonte: CNI e IBGE

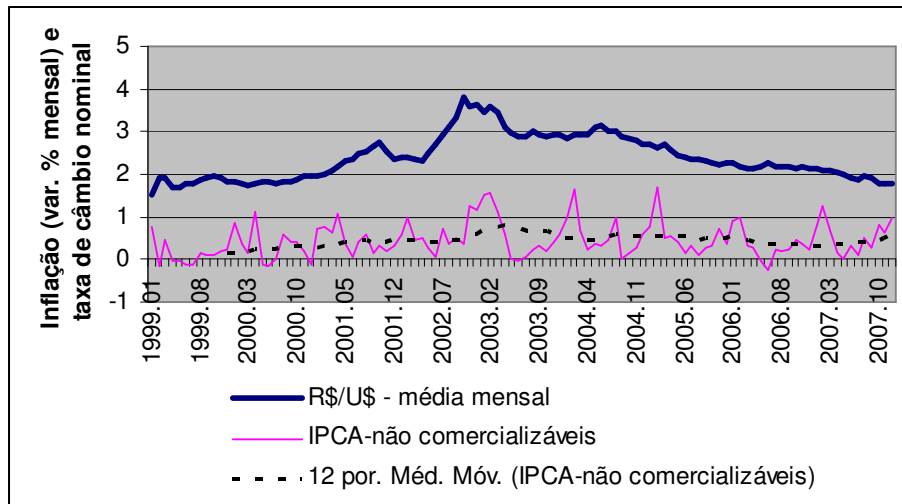
Resta-nos analisar o canal do câmbio (ver capítulo 1). No capítulo anterior afirmamos que o câmbio pode afetar os preços diretamente e indiretamente. Diretamente via os bens comercializáveis e indiretamente via os custos sobre os bens não comercializáveis. Ou seja, deveria haver uma correlação entre o câmbio e esses preços. As figuras 18 e 19 mostram que no Brasil tal correlação foi positiva no período em análise. Ao analisar o controle inflacionário sobre o sistema de metas, é importante verificar também o comportamento dos preços administrados. Dentro do índice de inflação escolhido pelo Brasil para servir de meta (IPCA), tais preços correspondem a 30% da variação do índice. Dentro desses preços, destacam-se os combustíveis, os serviços de transporte e os serviços públicos. Apriori não deveria haver nenhuma relação entre a variação cambial e os preços administrados, entretanto boa parte desses preços é indexada ao Índice Geral de Preços (IGP-FGV). Tal índice é uma média ponderada de três outros índices: o Índice de Preços por Atacado (IPA-60%), o Índice de Preços ao Consumidor (IPC-30%) e o Índice Nacional de Custos na Construção (INCC-10%). Devido ao grande peso dado ao IPA, que é composto principalmente por *commodities*, o IGP se torna bastante sensível a variação da taxa de juros. Ou seja, os preços administrados reagem à alterações cambiais de modo semelhante as mercadorias comercializáveis (Figura 19).

Figura 18 – Câmbio e IPCA bens comercializáveis



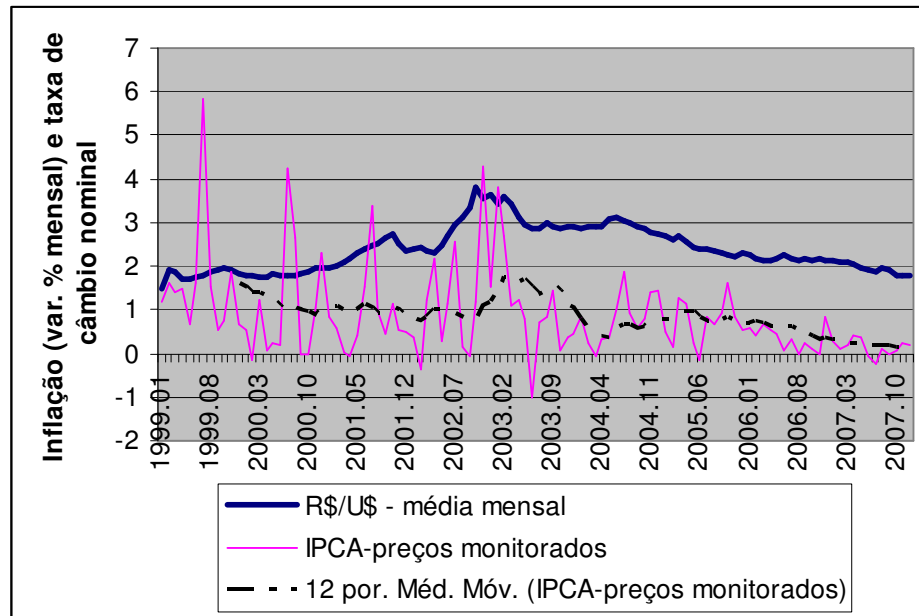
Fonte: Banco Central, séries temporais e IPEIA.

Figura 19 – Câmbio e IPCA bens não comercializáveis



Fonte: Banco Central, séries temporais e IPEIA.

Figura 20 – Câmbio e IPCA preços monitorados



Fonte: Banco Central, séries temporais e IPEIA.

Dada a forte correlação entre o câmbio e a variação dos preços no Brasil é possível concluir que o grande responsável pela queda inflacionária brasileira nos anos de 1999-2007 foi a apreciação cambial, principalmente após 2002. Temos então que, assim como nos anos do Plano Real, o principal canal de transmissão da política monetária entre 1999-2007 foi o canal do câmbio.

#### 4.5 Sumário e Conclusões

Neste capítulo nosso objetivo era analisar como foi operacionalizada a política monetária brasileira entre 1999-2007. Uma característica marcante desse período foi a introdução do sistema de metas inflacionárias, que substituiu o câmbio como variável-alvo da política monetária pela inflação. Assim, após apresentarmos como os efeitos da crise russa impossibilitaram a continuidade do regime de âncora cambial, passamos a análise do novo sistema. Observamos que o modelo geral de metas inflacionárias pode ser interpretado de duas formas: 1) como uma regra, na qual o Banco Central modifica a taxa de juros de acordo com uma função de reação, caso a inflação obtida não seja a meta escolhida; 2) como um método de minimização de uma função de perda de bem-estar social na qual se levam em

consideração o hiato do produto e o desvio inflacionário. Independentemente da forma como se interpreta o modelo, os elementos básicos para a sua operacionalização são os mesmos e envolve dificuldades em torno da escolha do índice a ser utilizado como meta, se deve ser utilizada uma meta pontual ou banda e qual o horizonte da política a ser adotada.

Feita a apresentação do modelo geral passamos ao estudo do regime de metas brasileiro. Este tem como principal característica a adoção de metas para uma banda inflacionária do IPCA, que devem ser atingidas no horizonte de um ano. Mostra-se também uma estrutura simplificada do modelo formal adotado no Brasil, no qual assim como no modelo geral utiliza-se uma curva de Phillips convencional, cujas hipóteses básicas implicam na aceitação de que a trajetória de longo prazo da inflação é explicada apenas por choques de demanda. Apesar disso, o modelo brasileiro reconhece que no curto-prazo existe uma relação entre o câmbio e o juro, ou seja, a inflação brasileira não possuiria apenas componentes de demanda, mas também de custos.

Em seguida passamos a análise de como o Banco Central operou a política monetária sobre o regime de metas nos de 1999-2002 e 2002-2007. O primeiro período foi marcado pela preocupação do Banco Central em torno dos déficits no saldo de transações correntes, que foram financiados pelos fluxos de capitais. Estes por sua vez não constituíram um fluxo constante devido aos diversos choques externos e internos ocorridos no período. O resultado foram constantes desvalorizações do real, as quais de acordo com o Banco Central promoveram a elevação dos preços dos bens comercializáveis e monitorados fazendo com que a meta inflacionária não fosse atingida em 2001 e 2002. Observamos também que a política monetária seguiu a tendência do câmbio e do fluxo de capitais, isto é, houve uma correlação positiva entre a movimentação do juro e o câmbio e negativa entre o juro e o fluxo de capitais, indicando, assim, que o Banco Central buscou sempre apaziguar o movimento de depreciação cambial.

O segundo período (2002-2007) é marcado pela reversão dos saldos negativos em transações correntes. Dado os crescentes saldos positivos em transações correntes e a manutenção de um fluxo de capitais positivos, as reservas do Banco Central foram positivas e este atuou continuamente buscando a valorização do real. Com exceção de 2002, em todos os demais anos as metas inflacionárias propostas foram atingidas e como mostramos a correlação entre o câmbio e a inflação foi evidente. Por fim, mostramos a inexistência e uma relação entre os componentes de demanda e a inflação brasileira no período e caso houvesse essa

relação, a eficácia da política monetária sobre a demanda seria prejudicada devido pequena participação do crédito na economia e o desenvolvimento assimétrico do mercado de capitais brasileiro.

Concluimos então que o principal canal de transmissão da política monetária no período foi o canal do câmbio.

## CONCLUSÃO

Na introdução nos propomos pesquisar como a política monetária conseguiu manter o controle inflacionário pós-Plano Real. Nesse intuito, no primeiro capítulo mostramos como ocorre a operacionalidade da política monetária, apresentando seus instrumentos, metas e objetivos. E quais os seus canais de transmissão na economia, o canal dos ativos, do crédito ou do câmbio. Por seguirmos a abordagem keynesiana, avaliamos esses canais com base em uma política monetária que utiliza com meta (ou variável-alvo) a taxa de juros, concluindo que a eficácia destes depende de fatores conjunturais e estruturais. Especificamente todos são afetados por um fator conjuntural, que é a preferência pela liquidez dos agentes, e além desta o canal do câmbio também é afetado pela expectativa de desvalorização (ou valorização). Em relação aos fatores estruturais estes variam para cada canal, o dos ativos depende do grau de desenvolvimento do mercado de capitais, o do crédito da participação do crédito na economia e o do câmbio do grau de abertura do país ao comércio exterior.

Por considerar que o sucesso da política monetária pós-Plano Real se deve em grande parte ao fracasso das políticas anteriores, no segundo capítulo verificamos como se interpretava a inflação e quais as políticas propostas para combatê-la desde os anos sessenta até 1994. Concluimos que até a década de oitenta se identificava como causa da inflação apenas os custos e/ou demanda, assim sendo, as políticas antiinflacionárias propunham basicamente cortes nos gastos, redução no crédito, arrocho salarial, controle de preços etc. Na década de oitenta se identificou o componente inercial da inflação brasileira decorrente da ampla indexação dos contratos na economia, prática utilizada pelo Estado para manter a confiança dos agentes no padrão monetário nacional em um ambiente de aceleração inflacionária. Deste modo, surgiram duas propostas novas propostas de combate a inflação, a do choque heterodoxo, cujas aplicações não obtiveram sucesso, e a da moeda indexada, que foi bem sucedida sob o Plano Real.

Ainda no segundo capítulo, antes de passarmos a análise do Plano Real, apresenta-se três argumentos teóricos para a ineficácia da política monetária pré-Plano, o da passividade monetária, o da predominância do efeito-renda sobre o efeito-riqueza e o da dominância fiscal. Com excessão do primeiro, que se referia a técnica operacional da política monetária, os dois últimos relacionavam a ineficácia ao fato dos contratos estarem indexados a variável-alvo da política monetária, o juros. Assim, a política seria ineficaz sobre a demanda, via o

canal dos ativos, e sobre os custos, via o canal do câmbio, devido respectivamente ao efeito-renda e a dominância fiscal. Nos dois últimos capítulos, onde analisamos como a autoridade monetária conseguiu manter o controle inflacionário, verificamos se tais argumentos se coadunavam com os fatos e concluímos que isso não ocorria.

O terceiro capítulo mostra como a política monetária manteve o controle inflacionário durante o Plano Real (1994-1998). Verificamos que o Plano foi aplicado em três etapas, as duas primeiras tinham como objetivo eliminar o excesso de demanda e a inércia inflacionária e o terceiro manter a inflação baixa. Apesar do sucesso parcial das duas primeiras, um dos principais mecanismos de reindexação, que era a correção salarial, foi eliminado e o processo de desindexação dos demais contratos se manteve nos anos seguintes. Analisando a terceira etapa identificamos uma contradição inicial entre a proposta de adoção de metas monetárias e âncora cambial, no entanto, observa-se que a política praticada desde o início foi a âncora, que se manteve mesmo sendo atingida por ataques especulativos durante a crise mexicana e asiática. No entanto, a necessidade de manutenção da taxa de juros elevada para sustentar o câmbio, gerou um processo endógeno de deterioração das condições macroeconômicas, em especial a ampliação da dívida pública e do déficit em transações correntes. Assim, quando ocorreu a crise russa, se tornou impraticável manter o câmbio valorizado.

Comparando a atuação dos canais de transmissão da política monetária durante o Plano Real, chegamos a conclusão que o canal do câmbio foi o mais importante, apesar da restrição de crédito ter sido relevante logo ao início do Plano para o excesso de demanda.

No quarto capítulo analisamos a execução da política monetária nos anos de 1999 a 2007. Como houve uma mudança de regime, no qual se abandonou a âncora em prol das metas inflacionárias, primeiramente apresentamos o modelo geral de metas e posteriormente o modelo brasileiro. Identificamos que ambos adotam uma curva de Phillips convencional, cujas hipóteses nas quais se baseia implica na aceitação de que em última instância a causa inflacionária é o excesso de demanda. Apesar de coadunar com essa conclusão, o modelo brasileiro reconhece que no curto prazo, o câmbio afeta o nível inflacionário. E pela descrição da forma com se executou a política monetária percebe-se que a autoridade monetária ao longo desse período sempre atuou de modo a manter o câmbio valorizado. Novamente, comparando os canais de transmissão da política monetária no período, dada a forte correlação entre câmbio e preços no Brasil, concluímos que o canal do câmbio foi o mais eficaz no combate a inflação.

## **BIBLIOGRAFIA**

Agenor, P. Monetary Policy under Flexible Exchange Rates – an introduction to inflation targeting. **World Bank working paper 2511**, dez., 2000.

Amann, E. e Baer, W. Anchors Away: The Cost and Benefits of Brazil's Devaluation. **Unb working paper 254**, 20 p., out., 2002.

Arestis, P. Post-Keynesian theory of money, credit and finance. **Post-Keynesian Monetary Economics**. Inglaterra: Edward Elgar, 1988.

Banco Central do Brasil. **Relatórios Anuais de Inflação de 1999 a 2007**. Departamento Econômico (Depec)

Banco Central do Brasil. **Cartas Abertas de 2002, 2003 e 2004**.

Bacha, E.L. O Fisco e a Inflação: uma interpretação do caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, vol.14, n.1, jan/mar, p. 5-27, 1994.

Belluzo, L. G. e Almeida, J. Crise e reforma monetária no Brasil. **São Paulo em Perspectiva**, v. 4, n.1, p. 63-75, jan/mar, 1990.

Berlenke, B. e Mishkin. Inflation Targeting: A new framework for monetary policy?. **Journal of Economic Perspectives**, v. 11, n. 2, p. 97-116, primavera, 1997.

Berlenke, B. e Gertler, M. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. **Journal of Economic Perspectives**, v. 9, n. 4, p. 27-48, outono, 1995.

Blanchard, O. Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil. **NBER working paper 10389**, 35 p., mar., 2004.

Cardoso, E. A crise monetária no Brasil: migrando da âncora cambial para o regime flexível. **Revista de Economia Política**, v. 21, n.3, p.146-167, jul/set, 2001.

Cargil, T. **Money, The Financial System, and Monetary Policy**. Prentice-Hall, Inc, Englewood Cliffs, New Jersey, 2 ed.



Carneiro, D. e Wu, T. Dominância Fiscal e desgaste do instrumento único de política monetária no Brasil. **Texto para discussão n° 7**, Casa das Garças, 33 p. maio, 2005.

Carneiro, D. A política monetária e a remonetização pós-Real. **Texto para discussão**, n. 351, PUC-Rio, dez., 1995.

Carneiro, D. Adaptação inflacionária, política monetária e estabilização. **Texto para discussão**, n. 314, PUC-Rio, mar., 1994.

Carneiro, D. Werneck, R. e Garcia, M. Strengthening the financial sector in the Brazilian Economy. **Texto para discussão**, n.307, PUC-Rio, agosto,1993.

Carneiro, D e Modiano, E. Ajuste Externo e Desequilíbrio Interno:1980-1984. In Abreu, M (org), **A Ordem do Progresso, cem anos de política econômica republicana, 1889-1989**. Ed. Campus, São Paulo, 445 p. 1990.

Carvalho, N. A Política Monetária no Brasil Pós-Real. **Texto para discussão 05**. PUCSP, 2001.

Carvalho, N. Mudanças na política monetária brasileira: a estratégia de metas inflacionárias. **Texto para discussão**, PUCSP, 16 p., 1999.

Carvalho, C. E. O fracasso do Plano Collor: erros de execução ou de concepção?. **Economia**, v. 4, n. 2, p. 283-331, jul/dez, 2003.

Carvalho, C. E. Liquidez dos haveres financeiros e zeragem automática do mercado. **Revista de Economia Política**, v. 13, n. 1, p. 25-36, jan/março, 1993.

Carvalho, F. C. Uncertainty and Money: Keynes, Tobin and Khan and the disappearance of the precautionary demand for money from liquidity preference theory. **International Post Keynesian Conference**, Kansas City, jul., 2008.

Carvalho, F. C. e Lopez, J. Resuming growth in Latin America: short and long term policies. **Revista de Economia Política**, v. 28, n.3, p. 392-413, jul./set., 2008.

Carvalho, F.C, Pires, F.E, Sicsú, J, Paula, L.F e Studart, R. **Economia Monetária e**

**Financeira**. Editora Campus, 2 ed., Rio de Janeiro, 2007

Carvalho, F.J.C. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, 25 (4), outubro/dezembro, p. 323-336, 2005.

Carvalho, F. J. C. Teoria e política monetárias: Uma visão pessoal sobre uma relação difícil. **Econômica**, v. 6, n. 2, p. 315-334, dez., 2004.

Carvalho, F.J.C. Temas de Política Monetária Keynesiana. **Ensaio FEE**, v.15, n.1, 1994.

Carvalho, F.J.C. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. **Revista de Economia Política**, v. 13, n. 3, p. 114-121, jul/set., 1993.

Carvalho, F.J.C. **Mr Keynes and the Post Keynesians**. Edward Elgar Publishing Limited, Vermont, USA, 236 p., 1992.

Carvalho, F.J.C. A não neutralidade da moeda em economias monetárias de produção: a moeda nos modelos pós-keynesianos. **Estudos Econômicos**, 21,1,pp:11-40, 1991.

Castro, A. B. de, e Souza, F. E. P. de. **A Economia Brasileira em Marcha Forçada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

Castro, L. B.. **História Precoce das Idéias do Plano Real**. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ), 1999.

Castro, L. B. Privatização, Abertura e Desindexação: a primeira metade dos anos 1990 (1990-94), in F. Giambiagi, A. Villela L. B. de Castro e J. Hermann, **Economia Brasileira Contemporânea (1945/2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2004.

Coates, K. e Rivera, E. Fiscal dominance and foreign debt: five decades of latin american experience. **CEMLA Paper**, 18 p., out., 2004.

Corden, M. Exchange Rate Policy in Developing Countries. **World Bank working paper 412**, 43 p., abril, 1990.

Costa, F. N. (Im) propriedades da moeda. **Revista de Economia Política**, v.13, n.2, p. 61-75, abril/jun., 1993.

Costa, F. N. Moeda endógena, taxa de juros exógena. **Ensaio de Economia Monetária**. São Paulo: Biental, 1991.

Debelle, G. Inflation Targeting in Practice. **IMF working paper**, 32 p., mar, 1997.

Fonseca, P. A independência do Banco Central – análise teórica e conclusões sobre o caso brasileiro. **Monografia de Graduação**, Unb, 2006.

Franco, G. H. B. **O Plano Real e Outros Ensaio**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

Franco, G. Alternativas de estabilização: gradualismo, dolarização e populismo. **Revista de Economia Política**, vol.13, n.2, abril/junho, pp. 28-45, 1993.

Freitas, A. **Uma interpretação heterodoxa para as relações de taxa de juros, câmbio e inflação no Brasil, 1999-2006**. Dissertação de mestrado, Instituto de Economia-RJ, 2006.

Friedman, M. Monetary Police: Theory and Practice. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 14, n.1, p. 98-118, fev., 1982.

Friedman, M. Nobel Lecture: Inflation and Unemployment. **Journal of Political Economy**, 85, 3, pp.451-471, 1977.

Friedman, M. A theoretical framework for monetary analysis. **Journal of Political Economy**, 1, 1970.

Friedman, M. The Role of Monetary Policy. **American Economic Review**, v. 58, n.1, p. 1-17, mar., 1968.

Friedman, M. The Quantity Theory of Money – A restatement. In M. Friedman, **Studies in the Quantity Theory of Money**. University of Chicago Press, 1956.

Friedman, M. A monetary and fiscal framework for Economic Stability. **American Economic Review**, v. 38, n. 3, p. 245-264, jun., 1948

Garcia, M. Política Monetária e Cambial: algumas lições do período recente para o real. **Texto para discussão**, n.330, PUC-Rio, dez.,1994.

Garcia, M. Política monetária, depósitos compulsórios e inflação. **Texto para discussão**, n. 323, PUC-Rio,set., 1994.

Garcia, M. e Carneiro, D. Capital Flows and Monetary control under a domestic currency substitution regime: the recent brazilian experience. **Texto para discussão**, n.304, PUC-Rio, ago., 1993.

Giambiagi, F. Estabilização, reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002), in F. Giambiagi, A. Villela L. B. de Castro e J. Hermann, **Economia Brasileira Contemporânea (1945/2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

Green, J. Inflation Targeting: Theory and Policy Implications. **IMF staff papers**, v. 43, n. 4, p. 779-795, dez., 1996.

Hermann, J. Liberalização e Desenvolvimento Financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. **Revista Economia e Sociedade**, 2009 (no prelo).

Hermann, J. Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: o II PND e a crise da dívida externa (1974-84), in A. Villela, F. Giambiagi, J. Hermann e L. B. de Castro (Orgs.), **Economia Brasileira Contemporânea: 1945/2004**. Rio de Janeiro: Campus, 2005, pp. 93-115, 2005.

Hermann, J. Reforma, Endividamento Externo e o Milagre Econômico, in A. Villela, F. Giambiagi, J. Hermann e L. B. de Castro (Orgs.), **Economia Brasileira Contemporânea: 1945/2004**. Rio de Janeiro: Campus, 2005, pp. 93-115, 2005.

Hermann, J. Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: o II PND e a crise da dívida externa (1974-84), in A. Villela, F. Giambiagi, J. Hermann e L. B. de Castro (Orgs.), **Economia Brasileira Contemporânea: 1945/2004**. Rio de Janeiro: Campus, 2005, pp. 93-115. 2005.

Hermann, J. O Trade Off do Crescimento no Brasil nos Anos 1990-2000: análise crítica e alternativas de política monetária. **Economica** - Revista da Pós-Graduação em Economia da UFF (Universidade Federal Fluminense)., Niterói, v. 6, n. 2, p. 261-289. 2004.

Hermann, J. **Liberalização e crises financeiras: o debate teórico e a experiência nos anos 1990**. Tese de doutorado, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 367 p., 2002.

Hermann, J. Ancoragem Cambial em Ambiente de Elevada Mobilidade de Capital: alcance, limites e soluções. **Estudos Econômicos**, Vol. 29, n° 4, Outubro-Dezembro, pp. 475-511. 1999.

Keynes, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. Ed. Atlas, São Paulo, 328 p., 2007.

Kiguel, M. e Liviatan, N. The bussines cycle associated with Exchange-rate-based stabilization. **Working Paper**, n.513, World Bank, out., 1990.

Kregel, J. A. Was there na alternative to brazilian crisis?. **Revista de Economia Política**, v.19, n.3, p. 23-38, jul/set, 1999.

Lago, L.A Retomada do Crescimento e as Distorções do “Milagre”. In Abreu, M (org), **A Ordem do Progresso, cem anos de política econômica republicana, 1889-1989**. Ed. Campus, São Paulo, 445 p. 1990.

Lopes, F. Notes on the Brazilian Crisis of 1997-99. **Revista Brasileira de Economia Política**, v. 23, n. 3, jul/set, p.35-62, 2003.

Lopes, J. e Rossetti, J. P. **Economia Monetária**. Ed. Atlas, São Paulo, 204 p., 1993.

Martone, C. A reestruturação da política monetária. In Reis Velloso, J. P (org), **Inflação, moeda e dexindexação**. Ed. Nobel, São Paulo, 168 p. 1994.

Meltzer, A. Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetary Perspective. **Journal of Economic Perspective**, v. 9, n. 4, p. 49-72, outono, 1995.

Mishkin, F. Inflation Targeting in Emerging Market Countries. **NBER working paper 7617**, mar., 2000.

Mishkin, F. The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy. **NBER working paper 5464**, 27 p., fev, 1996.

Minsky, H. John Maynard Keynes. London MacMillan Press, 1976.

Modiano, E. A Ópera dos Três Cruzados. In Abreu, M (org), **A Ordem do Progresso, cem anos de política econômica republicana, 1889-1989**. Ed. Campus, São Paulo, 445 p. 1990.

Moore, B. On the endogeneity of money once more. **JPKE**, v.11, n. 3, primavera, pp. 479-487. 1991.

Moore, B. Money supply endogeneity: reserve price setting or reserve quantity setting?. **JPKE**, v.13,n. 3, primavera, p. 404-413, 1991.

Moore, B. The endogenous money supply. **JPKE**, v. 10, n. 3, p. 372-385, primavera, 1988.

Palley, T. The endogenous money: consensus and disagreement. **JPKE**, v.13, n. 3, primavera, p.397-403, 1991.

Pastore, A. C. e Pinotti, M. C. As condições macroeconômicas: política fiscal e balança de pagamentos. **Estudos e Pesquisas n° 5 INAE**, 10 p., maio, 2005.

Pastore, A. C. Porque a política monetária perde eficácia?. **Revista Brasileira de Economia (RBE)**, Vol. 50, jul/set, 1996.

Pollin, R. Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence. **JPKE**, v.13, n. 3, primavera, p. 366-396, 1991.

Ramalho, V. Zeragem automática no mercado aberto e controle monetário. **Estudos Econômicos**, vol. 25, n° 1, jan-abr/1995, p. 25-52, 1995.

Resende, A. L. Estabilização e Reforma: 1964-1967. In Abreu, M (org), **A Ordem do Progresso, cem anos de política econômica republicana, 1889-1989**. Ed. Campus, São Paulo, 445 p. 1990.

Silva, M. L. F. Plano Real e Âncora Cambial. **Revista de Economia Política**, v. 22, n.3, p. 3-24, jul/set, 2002.

Sicsú, J. A URV e sua função de alinhar preços relativos. **Revista de Economia Política**, v. 16, n. 2, p. 71-85, abril/junho, 1996.

Simonsen, M. H. A inflação brasileira: lições e perspectivas. **Revista de Economia Política**, v. 5, n.4, p. 15-30, out/dez, 1985.

Simonsen, M. H. **Inflação: gradualismo versus tratamento de choque**. Rio de Janeiro: APEC, cap. 3-4, 1970.

Sobreira, R. Política Monetária, Derivativos e Expectativas: Uma Análise do Brasil no Período 1995-98. **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 42, p. 33-59, 2004.

Souza, F. E. P. de. Lições de Experiências de Políticas de Estabilização Baseadas na Âncora Cambial. **Revista Brasileira de Comércio Exterior**, ago/set. 1994.

Svensson, L. Inflation Targeting as a monetary policy rule. **NBER working paper 6790**, 49 p., nov., 1998.

Tanner, E. e Ramos, A. Fiscal Sustainability and Monetary versus Fiscal Dominance: Evidence from Brazil, 1991-2000. IMF working paper, 29 p., jan., 2002.

Tobin, J. A general equilibrium approach to monetary theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, n.1, p. 15-29, fev., 1969.

Werlang, S.R da C, Tombini, A, e Bogdanski, J. Implementig Inflation Targeting in Brasil. **BCB working paper**, 29 p., jul., 2000.

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)



[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)