

A análise da condução da política monetária após a implementação do Plano

Real: 1994 a 2004

Márcio Luiz Simonetto^{*}
Divanildo Triches^{**}

Title: The Analysis of the Monetary Policy after the Implementation of the Real Plan: 1994 the 2004

RESUMO

O estudo objetiva investigar os impactos da política monetária na condução do Plano Real, com ênfase nos condicionantes da base monetária, e o comportamento da oferta de moeda no período de 1994 a 2004. Claramente, o Plano Real foi a tentativa de estabilização da economia brasileira que teve melhor êxito. A concepção do plano foi baseada em três fases: a primeira deu-se com a introdução de um mecanismo para equilibrar as contas do governo, objetivando eliminar a origem da inflação; a segunda foi marcada pelo estabelecimento de uma unidade de conta para definir os preços relativos da economia, a Unidade Real de Valor (URV); e a terceira fase ocorreu com a emissão de uma nova moeda nacional, o Real, com poder de compra estável. Os resultados indicaram que a política monetária, conduzida pelo Banco Central, foi altamente ativa e restritiva, no sentido de evitar forte saída de capitais e, sobretudo, no controle da taxa de inflação. Para isso, houve a necessidade de uma política de adoção de taxas de juros reais elevadas.

Palavras-chave: mercado monetário; política monetária; Plano Real; agregados monetários; condicionantes da base monetária; taxas de juros.

ABSTRACT

This article investigates the impacts of the monetary policy in the implementation of the Real Plan. It emphasizes the component of the monetary basis and the behavior of the currency offer in the period from 1994 to 2004. The Real Plan was clearly the most successful attempt at stabilizing the Brazilian economy. It was conceived in three stages: the first one took place with the introduction of a mechanism to balance the government budget, which was crucial to eliminate the main cause of inflation; the second one was marked by the establishment of a unit to define the relative prices of the economy: the Real Unit Value (URV); and the third stage was implemented with the creation of a new national currency called Real. The results indicate that the monetary policy managed by the Brazilian Central Bank was very active and restrictive, basically in order to prevent capital outflow and to keep inflation under control. Consequently it was necessary to adopt a high level of real interest rates.

Recebido em 25.04.2006. Aceito em 11.05. 2006

^{*} Bacharel em Economia pela Universidade de Caxias do Sul. Rua Francisco Getúlio Vargas, 1120, Bloco J, Caxias do Sul Rs, Brasil, 95070-560, *E-mail*: marcio@brinox.com.br.

^{**} Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul e professor de Economia da Universidade de Caxias do Sul edo PPGE da Universidade do Vale dos Sinos(Unisinos). *E-mails*: dtriches@ucs.br e divanildot@unisinos.br. Rua Francisco Getúlio Vargas, 1120, Bloco J, Caxias do Sul Rs, Brasil, 95070-560,

Key words: monetary market; monetary policy; Plano Real; monetary aggregates; component of the monetary basis; interest rate.

JEL Classification: : E4, E42, E43, E58

Introdução

Na década de 80, o processo inflacionário brasileiro esteve fortemente condicionado pela crise da economia mundial. A paralisação do fluxo de empréstimos nos bancos privados, a significativa elevação nos preços do petróleo e o forte aumento nas taxas de juros tiveram efeitos significativos na economia, provocando estrangulamento cambial e acentuando as incertezas cambiais. Além do impacto direto sobre a formação de preços, por meio de seus efeitos sobre os custos de produção, a instabilidade do sistema monetário internacional e a necessidade de promover grandes transferências de recursos ao exterior tiveram repercussão negativa e limitaram a capacidade das autoridades de fazer política monetária.

O governo brasileiro, para conter tal processo inflacionário, realizou várias tentativas nas décadas de 80 e 90, dentre as quais se destacaram os planos econômicos de estabilização.¹ Mas o Plano Real foi o programa brasileiro de estabilização econômica considerado o mais bem-sucedido no combate à inflação brasileira. Combinaram-se condições políticas, históricas e econômicas para permitir que o governo brasileiro lançasse, ainda no final de 1993, as bases de um programa de longo prazo. Esse plano foi organizado em etapas, que resultariam no fim de quase três décadas de inflação elevada e na substituição da antiga moeda pelo Real, a partir de primeiro de julho de 1994.

Desde então, a inflação foi controlada sem congelamentos de preços, confisco de depósitos bancários e sem outras medidas. Em consequência dos níveis de inflação menores, a economia brasileira voltou a crescer, embora em níveis baixos. Além disso, as autoridades monetárias optaram por uma política monetária restritiva, de forma a garantir que, na etapa seguinte, o Brasil pudesse registrar taxas de crescimento econômico auto-sustentáveis, para que fosse viabilizada a retomada do crescimento com melhor distribuição da renda.

Contudo, a adoção de uma política monetária ótima pelo Banco Central tende a ser uma tarefa bastante complexa. As medidas tomadas pelas autoridades monetárias, em geral, têm efeitos

sobre a economia com defasagem, além de se manifestarem ao longo do tempo. Por outro lado, há também um intervalo considerável entre a percepção da necessidade de uma medida e sua efetiva realização. Desse modo, a condução da política monetária exige do Banco Central um ajuste fino contínuo dos condicionantes monetários.

Nesse contexto, o estudo tem como objetivo investigar os impactos da política monetária na condução do Plano Real, enfatizando os condicionantes da base monetária e o comportamento das variáveis da política monetária nos 10 primeiros anos do Plano. Para tanto, o texto está organizado como segue. A seção 2 descreve resumidamente as concepções conceituais e teóricas do mercado monetário, além da definição dos objetivos e dos instrumentos da política monetária. No item 3, estão apresentadas as principais etapas da implementação do Plano Real. A seção 4 trata da análise dos impactos da condução da política monetária brasileira pelo Banco Central pós Plano. E, por fim, a seção 5 apresenta a conclusão.

Concepções conceituais e teóricas do mercado monetário

O mercado monetário é considerado um segmento do mercado financeiro, e nele são realizadas operações de curto prazo. Em geral, essas operações não são influenciadas pelas flutuações de preço. O mercado monetário abrange ainda todo um conjunto de entidades ou instituições financeiras que negociam títulos ou valores, concedendo empréstimos às empresas ou particulares a curto prazo, num sistema monetário em que a moeda é lastreada em um ativo, por exemplo, em ouro. A quantidade de moeda em circulação depende, portanto, do estoque de ouro no país. Já num arranjo monetário sem lastro, o sistema é operado pela moeda fiduciária. Nesse último caso, o Banco Central passa a ser responsável pelo controle da oferta de moeda, além de ser emissor da moeda nacional e ter a responsabilidade de zelar pela sua qualidade.

A moeda serve como meio de compra de bens e serviços e para quitar obrigações. É considerada ainda como um instrumento básico para que se possa operar no mercado. Além dessas definições, a moeda deve desempenhar as seguintes funções: meio de troca ou intermediária de trocas; unidade de conta ou medida de valor; reserva de valor; e as funções liberatória e de padrão de pagamentos diferidos. As variações na oferta de moeda têm impactos

importantes sobre as diversas variáveis da economia, como, por exemplo, as taxas nominal e real de juros, a taxa de inflação, a taxa de câmbio e o produto em termos de bens e serviços. Para que se possa entender o processo de determinação da oferta de moeda, é necessário abordar seus principais componentes: base monetária e o multiplicador monetário.

A base monetária é a soma do papel moeda emitido, mais as reservas bancárias. Cabe ao Banco Central (BACEN) o monopólio da emissão da moeda que pode estar em poder do público ou nos caixas dos bancos. As reservas bancárias ou depósitos compulsórios, por sua vez, são depositados pelos bancos no Banco Central, por força de regulamentações regidas por lei. O processo de determinação da oferta de moeda ocorre pela interação de quatro tipos de agentes econômicos: a) Banco Central: instituição governamental que regulamenta o sistema bancário, responsável pela condução da política monetária; b) Bancos (instituições depositárias): são os intermediários financeiros que captam recursos por meio de depósitos; c) depositantes: pessoas físicas ou empresas que mantêm depósitos no sistema bancário, e d) tomadores de empréstimos bancários: pessoas ou empresas que captam recursos bancários por meio de endividamento.

Desse modo, a definição clássica da oferta monetária é dada pelo agregado monetário mais restrito ou meio de pagamento, também conhecido como M_1 . Na concepção de Lopes & Vasconcellos (2000), os meios de pagamento caracterizam-se pela totalidade dos haveres possuídos pelo setor bancário ou não e que podem ser utilizados a qualquer momento, para realizar transações econômicas e para a liquidação de qualquer dívida em moeda nacional, ou seja, representam a liquidez da economia.

Os agregados monetários que representam os meios de pagamento são tradicionalmente definidos desde o conceito da moeda mais restrito, no caso M_1 até o mais amplo, como o M_4 , ou definidos da seguinte forma:²: a) M_1 corresponde ao papel-moeda em poder do público mais os depósitos à vista nos bancos comerciais; b) M_2 é equivalente ao M_1 acrescido dos Depósitos Especiais Remunerados (DER), das quotas de fundos de renda fixa de curto prazo, mais títulos públicos de alta liquidez; c) M_3 corresponde aos depósitos de poupança em poder dos agentes econômicos, exceto valores no sistema bancário, Tesouro Nacional, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimos e demais instituições financeiras emissoras

mais o conceito de M2, e d) M4 ou agregado monetário mais amplo é composto pela soma do M3 e dos títulos a prazo emitidos pelas instituições financeiras.³

Outro determinante da oferta monetária é o multiplicador dos meios de pagamento, que, segundo Berchielli (2000), é um processo pelo qual os meios de pagamento de uma economia se elevam em um montante superior ao que é injetado pelo Banco Central. O multiplicador monetário, por consequência, define a relação entre os meios de pagamento e a base monetária. O multiplicador monetário é expresso em termos das relações funcionais que definem a expansão ou o limite de crescimento da liquidez da economia promovida pelos bancos comerciais. Essas relações se referem ao comportamento: i) das autoridades monetárias que definem a taxa de recolhimento dos depósitos compulsórios; ii) dos bancos comerciais que estabelecem a taxa de reservas de contingências ou encaixes técnicos⁴ e iii) do público quanto à forma de retenção de moeda; manifesta-se pela relação do papel-moeda em poder do público e o estoque dos meios de pagamento e pela relação do papel-moeda em poder do público e depósitos à vista. Em síntese, o multiplicador monetário traduz uma relação relativamente determinística entre as variações da base monetária e as variações dos agregados monetários, que permitem avaliar a expansão do crédito bancário e da moeda.

Outro componente básico do mercado monetário é a demanda por moeda, a qual pode ser explicada, na concepção de Lopes & Vasconcellos (2000), por dois motivos: o motivo-transação e o motivo-*portfolio*. No motivo transação, a moeda é compreendida basicamente como meio de troca, justificando-se sua demanda pela sua facilidade e segurança na realização das trocas necessárias. E quanto ao motivo-*portfólio*, considera-se a moeda como um ativo financeiro, sendo uma forma alternativa aos títulos e às aplicações financeiras para se guardar a riqueza. Essa explicação está fundamentada por várias teorias de demanda por moeda, como a clássica e a keynesiana. A primeira defendia que os agentes demandam moeda para realizar transações e por precaução, isto é, fazer frente às incertezas futuras.⁵ Já para a segunda teoria, a moeda seria retida, além desses dois motivos, para especulação ou como reserva de valor. Isso significa que os agentes econômicos mantêm moeda ociosa, na expectativa de mudanças na taxa de juros de mercado.

Destaca-se, entretanto, que o motivo transacional derivou a teoria da demanda por estoques, na concepção de Baumol-Tobin, em que a moeda retida é tratada como um estoque de uma mercadoria qualquer.⁶ Portanto, a quantidade de moeda demandada depende do nível de renda e do custo de oportunidade medido pela taxa de juros. Por outro lado, o motivo especulativo deu origem à teoria da seleção e composição da carteira de títulos, a qual foi desenvolvida por James Tobin.

Desse modo, a atuação do Banco Central no mercado monetário, no sentido de exercer controle sobre a oferta de moeda e da taxa de juros, se dá por meio da política monetária. O objetivo da política monetária é promover a adequação da quantidade de moeda em circulação, de modo a estimular a expansão da produção, do emprego e da renda. Alternativamente, o objetivo pode ser o de controlar a demanda de bens e serviços, visando conter a inflação. Evidentemente, a opção entre esses tipos de objetivos deve ser feita conforme as necessidades da conjuntura econômica do país. Isso requer uma coordenação racional dos instrumentos de política monetária e fiscal, a fim de evitar a divergência de seus efeitos e assegurar que os objetivos traçados pelo governo sejam alcançados.

Os instrumentos da política monetária dividem-se em quantitativos e qualitativos. Os primeiros referem-se ao recolhimento compulsório, à assistência financeira de liquidez, às operações de mercado aberto e ao lastro monetário. Já os segundos dizem respeito à liberação de reservas, direcionamento de crédito e controle de crédito. Um terceiro instrumento de política monetária são as operações de mercado aberto. Nesse caso, as transações de compra e venda de títulos federais são realizadas pelo Banco Central por conta do Tesouro Nacional, além das transações realizadas com os títulos de sua própria emissão. São realizadas em leilões semanais, em instituições financeiras e também quando forem utilizadas de forma sistemática para promover o controle dos agregados monetários ou das taxas de juros.

Principais fases de implementação do Plano Real

A economia brasileira, no início da década de 90, passava por um forte processo de abertura comercial ao exterior, fomento das privatizações, renegociação da dívida externa e

desregulamentação do mercado, enquanto a estabilização econômica permanecia um grande desafio ao governo brasileiro. O combate efetivo à inflação iniciou no final de 1993, com o Programa de Estabilização Econômica, também conhecido como Plano Real. A implementação definitiva do plano passou por três fases.

A primeira fase deu-se com a introdução do Programa de Ação Imediata (PAI) em junho de 1993, pelo então ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso, durante a gestão do presidente Itamar Franco, ficando conhecida como a etapa do ajuste fiscal. Para isso, as ações foram direcionadas no sentido de: i) reduzir os gastos da União no ano de 1993; ii) recuperar a receita tributária; iii) equacionar as dívidas de estados e municípios com a União; iv) controlar mais rigidamente os bancos estaduais; v) sanear os bancos federais e vi) aperfeiçoar o programa de privatizações, isto é, reduzir a participação do governo na economia por meio da privatização das estatais como mostram Lacerda *et al.* (2001).

A meta da redução dos gastos foi obtida por meio de: a) corte orçamentário de US\$ 6 bilhões em 1993, com prioridades definidas pelo Executivo a serem aprovadas pelo Legislativo; b) proposta orçamentária para 1994, baseada em uma estimativa realista da receita; c) limitação das despesas com servidores civis em 60% da receita corrente da União, dos estados e municípios, e d) elaboração de projeto de lei que definisse as normas de cooperação da União com estados e municípios.

Na segunda fase, introduzida entre março e junho de 1994, houve a neutralização da inércia inflacionária pela utilização da Unidade Real de Valor (URV), a qual se caracterizou por um índice-moeda que refletia diariamente a inflação corrente. Esse índice seguia a variação da taxa de câmbio. Ele foi usado para ajustar os principais preços da economia, como salários, preços públicos e privados, aluguéis, contratos de longo prazo e aplicações financeiras. Desse modo, à medida que os contratos iam sendo convertidos para URV, os preços em URV permaneciam estáveis, enquanto os preços cotados em Cruzeiro Real variavam diariamente. Como previsto, o mercado assegurou que a conversão dos preços de Cruzeiro Real para URV fosse basicamente realizada segundo o valor real médio dos contratos e não conforme seus valores nominais de pico. Para Lanzana (2002), essa sistemática procurava alinhar os preços e no

momento em que todos estivessem definidos em URV; a inflação estável seria a ocasião de desindexar a economia, com a substituição da moeda e extinção do indexador.

A URV foi utilizada para restaurar a função de unidade de conta da moeda que havia sido destruída pela inflação, bem como para referenciar preços e salários. O Banco Central emitia, diariamente, relatórios sobre a desvalorização do Cruzeiro Real e a cotação da URV. Assim, a URV serviu, como discutem Lacerda *et al.* (2001), para estabelecer parâmetro de determinação de preços, efetuar contratos e determinar salários, independentemente das desvalorizações monetárias ocasionadas pela inflação, isto é, provocando uma indexação generalizada da economia. Portanto, o pressuposto básico do Plano Real, na fase da URV, foi o da neutralidade distributiva. Com isso, evitavam-se as distorções que haviam comprometido o êxito de outras políticas antiinflacionárias anteriormente implementadas na década de 80.

A terceira fase tem sido caracterizada pela reforma monetária acompanhada de uma âncora cambial que transformou a URV em uma nova moeda, o Real, em substituição ao Cruzeiro Real. A taxa de inflação foi imediatamente reduzida próxima a zero, sem qualquer congelamento. Em meados de 1994, uma parcela cada vez maior de preços era cotada em URVs, e o governo decidiu introduzir uma nova moeda cuja unidade era igual a esse indexador. Esse fato ocorreu em 1º de julho de 1994, em que o Real equivalia a 1 URV, 1 dólar norte-americano ou ainda a CR\$ 2.750,00. No período da conversão de preços da moeda anterior para o Real, houve um aumento bastante generalizado de preços em vários supermercados e lojas. Além disso, muitos executivos temiam a introdução de um congelamento de preços, habitual em tentativas anteriores de estabilização.⁷

Ao implementar a nova moeda, o governo absteve-se, contundentemente, de impor quaisquer congelamentos de preços, além de induzir a redução de compras de artigos de primeira necessidade por parte da população brasileira. A confiança do público na estabilidade da nova moeda e, portanto, na manutenção do poder aquisitivo levou os consumidores a postergarem suas compras. Esse fato fez com que os preços de bens e serviços se mantivessem estáveis ou, em alguns casos, fossem reduzidos. Os primeiros resultados observados foram na queda da taxas de inflação, confirmando, assim, as expectativas do governo.

Em última instância, o Plano Real teve por objetivo estabilizar e recuperar a confiança na moeda brasileira, combatendo as causas básicas da inflação. O êxito na consecução desse objetivo representou o primeiro passo fundamental para a nova etapa de desenvolvimento econômico e social do Brasil. Tecnicamente consistente, foi anunciado com antecedência e sem surpresas. A discussão no Congresso com os principais agentes econômicos e por meio dos meios de comunicação contribuiu para conferir-lhe maior credibilidade e chances de sucesso. No entanto, para se estabilizar de forma duradoura a economia brasileira, é necessária a realização de uma série de reformas estruturais que dêem sustentação ao processo.

Análise dos impactos da política monetária

Os agregados monetários, base monetária e meios de pagamento têm reflexo direto ou indireto sobre as demais variáveis da economia, como, por exemplo, a taxa de juros, o nível de atividade, investimento, consumo, etc. Um dos motivos que torna a análise da base monetária relevante é sua estreita relação com o grau de liquidez da economia. Entretanto, ela é influenciada por vários condicionantes, isto é, por fatores que criam (emissão) ou destroem (recolhimento) a moeda. Assim, toda operação ou intervenção do Banco Central que resulta em entrega de papel-moeda e/ou crédito em contas bancárias significa expansão monetária. Ao contrário, toda operação ou intervenção do Banco Central que resulta em recebimento e/ou débito em contas bancárias significa contração monetária.

O Banco Central se propõe a administrar a base monetária, porque ela sofre a influência de cinco condicionantes que agem no sentido de expandir ou contrair sua base, sendo que dois deles estão fora do controle do Banco Central. O conjunto desses condicionantes é analisado a seguir.

a) **Operações do Tesouro Nacional** referem-se ao movimento da conta corrente do Tesouro Nacional junto ao BACEN. Assim, os créditos são provenientes da receita tributária da União, ou seja, da arrecadação dos impostos na economia. Os débitos, por sua vez, são relativos aos gastos fiscais do governo federal em custeio e em investimentos. A Tabela 1 mostra que as operações do Tesouro Nacional foram negativas, ou seja, de R\$ 448 milhões em 1994, contribuindo para uma contração na base monetária. Já nos anos de 95 e 96, as operações do Tesouro Nacional pressionaram no sentido de expandir a base monetária, ou seja, constituíram

saldos positivos de R\$ 913 milhões e R\$ 444 milhões, respectivamente. Nos anos de 97, 98 e 2000, essas operações foram novamente negativas. Por fim, nos anos 2001 e 2002, as operações do Tesouro Nacional voltaram a apresentar valores altamente positivos, o que provocou uma forte expansão na base monetária, principalmente no ano de 2001. Isso foi refletido basicamente pelo crédito maior da receita tributária da União em relação a uma compressão nos gastos fiscais do governo federal, implicando, portanto, uma expansão na base monetária.

Tabela 1 - Comportamento dos condicionantes da Base Monetária no período de 1994 a 2002 (milhões de reais)

Condicionantes	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Operação do Tesouro Nacional	-448	913	444	-1.614	-691	221	-90	8.398	197
Operação com títulos federais	6.656	2.456	2.309	9.732	7.008	13.672	9.095	1.537	15.954
Operação do setor externo	-2.789	268	234	-653	-6.554	-2.759	-1.942	-2.232	-4.982
Operações de redesconto	2.092	2.035	205	2.148	-89	-15	0	0	-1
Depósitos das instit. financeiras	-986	-941	-1.399	-572	9	8	-127	-614	-276

Fonte: Boletim do Banco Central (2004a).

b) **Operações com títulos públicos federais** são relativas à administração da dívida pública como instrumento de controle da liquidez do mercado. A venda de títulos contrai a base monetária, enquanto a recompra de títulos a expande. Nota-se ainda, pela Tabela 1, que o comportamento das operações de compra e venda dos títulos da dívida pública brasileira, com a implementação do Plano Real em 1994, apresentou um efeito líquido sobre a expansão da base monetária de R\$ 6.656 milhões. Nos dois anos seguintes, esse impacto foi quase três vezes menor. Tais operações voltaram a pressionar a base nos anos de 1997 a 2002, excetuando apenas o ano de 2001, que registrou um decréscimo de aproximadamente R\$ 1,5 bilhão. As operações com títulos públicos federais, em 2001, foram influenciadas pelo cenário econômico internacional, marcado pela redução do crescimento global, pela crise na Argentina e por seus

reflexos na economia nacional, notadamente as pressões sobre a estrutura a termo da taxa de juros e o crescimento da volatilidade cambial.

c) **Operações do setor externo** dizem respeito à compra e venda de divisas por conta do movimento de entrada (receita de exportação e entrada de capitais externos) e saída (importação e renda líquida enviada ao exterior, incluindo os juros da dívida externa) de divisas, em geral apresentadas em dólares. No ingresso de divisas externas, o Banco Central troca por moeda doméstica, expandindo, assim, a base monetária. Por outro lado, quando os agentes econômicos remetem divisas internacionais para o exterior, o processo é o oposto, isto é, compra-se moeda externa do BACEN contra pagamento de moeda nacional, o que implica uma contração da base monetária.

Novamente, a Tabela 1 exibe a evolução das operações do setor externo no período de 1994 a 2002. Observa-se que, na maior parte do período, elas foram negativas. Por exemplo, em 1994, as operações externas registram um efeito contracionista na base monetária de R\$ 2,789 bilhões e pressionaram de forma positiva nos anos 1995 e 1996, com R\$ 268 milhões e R\$ 234 milhões, respectivamente. Já no período 1997 a 2002, as operações do setor externo voltaram a ser negativas, registrando uma queda mais acentuada em 1998, com uma diminuição de R\$ 6.554. Isso se deveu ao fato de os agentes econômicos terem aumentado a remessa de divisas internacionais, em decorrência da incerteza e da instabilidade provocadas pelas crises internacionais. Claramente, essa forte procura por moedas internacionais teve efeito no sentido de contrair a base monetária.

d) **Operações de redesconto** são destinadas a atender às necessidades de caixa dos bancos comerciais. Assim, quando o Bacen concede empréstimo, ou seja, quando socorre um banco, dentre as várias alternativas ele pode emitir moeda. Nesse caso, evidentemente, ocorre uma expansão da base monetária. Contudo, com a recuperação ou com a estabilização da instituição financeira, os recursos são devolvidos ao Banco Central, tendo efeito de retração da base.

As operações de redesconto do Banco Central apresentaram saldos positivos nos anos de 94 a 95, com R\$ 2.092 milhões e R\$ 2.035 milhões, respectivamente, caindo para R\$ 205, no ano

de 1996. Essas operações, após alcançar o seu nível máximo em 1997, com R\$ 2.148 milhões, foram praticamente extintas no período de 1998 a 2002. Desse modo, observa-se que, ao longo dos anos de 1994 a 1997, o Banco Central atuou como prestador líquido de recursos financeiros ao sistema bancário em dificuldade. Tal fato teve o efeito de expandir a base monetária. Já nos anos de 1998 a 2002, houve uma sensível melhora nas instituições financeiras, o que permitiu o retorno de recursos ao Banco Central previamente emprestados. Isso provocou, por consequência, uma contração da base monetária. Além disso, o setor bancário passou a desenvolver um mercado de crédito interbancário, o qual tem desempenhado o papel de ofertar recursos para suprir a necessidade de liquidez.

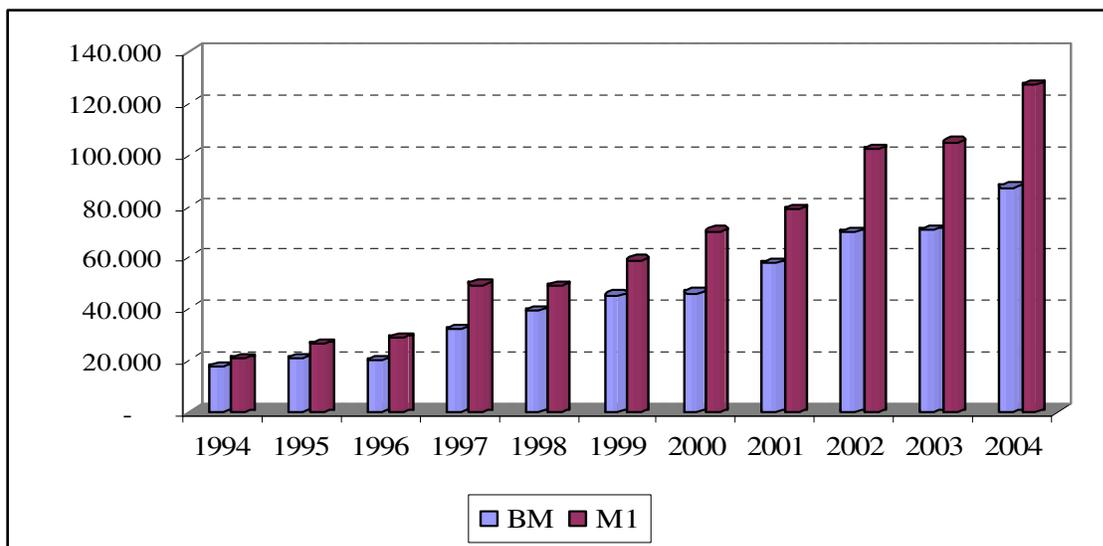
e) **Depósito das instituições financeiras:** trata-se de recursos depositados na conta no Banco Central. Assim, quando as instituições financeiras aumentam seu saldo na conta do Banco Central, isso implica uma redução na base monetária ou no estoque de moeda em circulação, e vice-versa. Tais depósitos correspondem aos depósitos compulsórios exigidos pela autoridade monetária e pelos depósitos voluntários, os quais são usados para fazer frente ao fluxo de caixa da compensação de cheques.

Os depósitos das instituições financeiras representaram um fator de contração da base monetária em praticamente todo o período de 1994 a 2002. A exceção ocorreu apenas nos anos de 98 e 99, com uma expansão de 9 e 8 milhões de reais, respectivamente. Nos três primeiros anos do Plano Real, os depósitos das instituições financeiras contribuíram fortemente para a redução da liquidez na economia, principalmente no ano de 1996, com uma retração de R\$ 1,3 bilhão. Claramente esses resultados foram diretamente associados à política adotada pelo Banco Central em manter as taxas de recolhimento dos depósitos compulsórios elevadas.

O resultado líquido da variação desses condicionantes define o comportamento da base monetária que, por sua vez, via efeito multiplicador dos depósitos bancários, afetam diretamente os demais meios de pagamento da economia. As Figuras 1 e 2 detalham a evolução da base monetária e do agregado monetário mais restrito, bem como seus respectivos componentes: papel-moeda em poder do público, reservas totais e depósito à vista nos bancos comerciais. Claramente observa-se uma forte restrição imposta pelo Banco Central sobre a liquidez na

economia brasileira nos primeiros três anos da adoção do Plano Real. A redução da base monetária foi também acompanhada pela elevação das taxas de recolhimentos dos depósitos compulsórios. Tal fato implicou uma queda acentuada no valor do multiplicado dos meios de pagamento, o qual se situou na faixa de 1,1 a 1,3. No período 96 e 97, houve uma ligeira flexibilização na taxa compulsória sobre os depósitos à vista. Isso permitiu um leve crescimento no efeito multiplicador sobre a liquidez, passando para cerca de 1,5. Entretanto, quando o efeito da crise russa tornou-se mais intenso na economia brasileira, o que implicou a saída de capitais, novamente fez-se necessária a adoção de uma política monetária restritiva com elevação da taxa de juros e redução do multiplicador da criação de liquidez por parte do sistema bancário para 1,2. Esse fato pode ser observado com o estreitamento do diferencial entre a base monetária e o conceito mais restrito de meios de pagamento nos anos de 98 e 99.

Figura 1: Comportamento da base monetária e dos meios de pagamento no período de 1994 a 2004 (milhões de Reais)



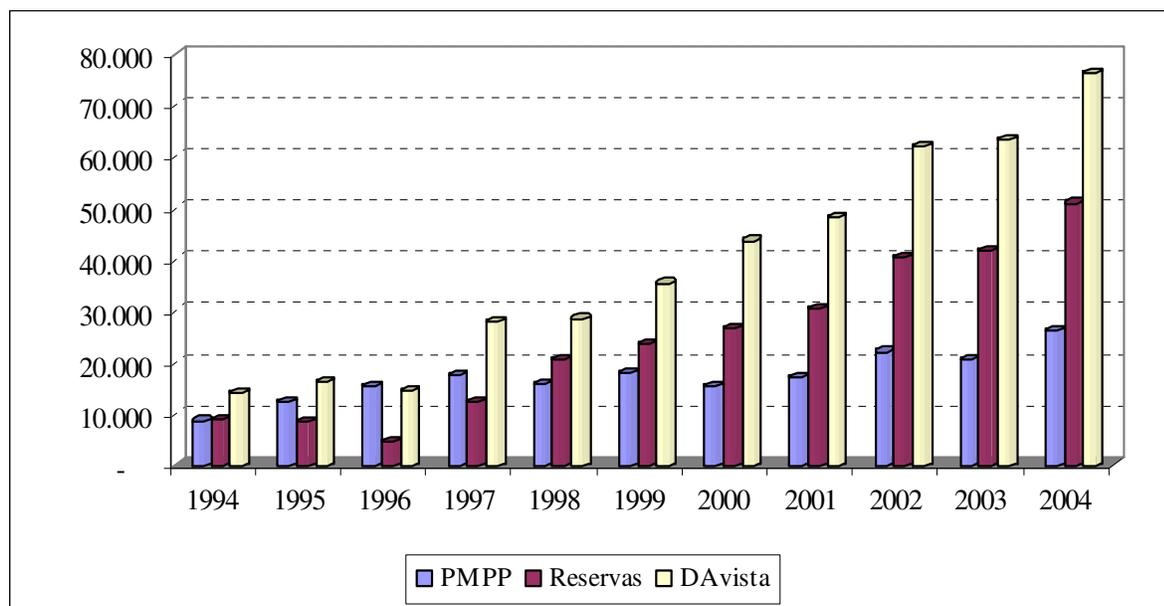
Fonte: Banco Central do Brasil (2004a)

A política monetária até o ano de 1999, por consequência, foi conduzida por metas estipuladas aos agregados monetários e pelo arranjo cambial com flutuações da taxa de câmbio dentro de determinados limites implícita ou explicitamente determinados. A partir disso, optou-se pela escolha de uma política caracterizada por uma meta de inflação baseada num nível esperado para a taxa de juros básica na economia. Em outras palavras, as autoridades monetárias passaram

a controlar o comportamento da taxa de juros por meio das taxas referenciais, aplicáveis às transações monetárias básicas, que servem de base para as demais operações financeiras. Assim, no período de 2000 a 2004, ainda conforme ilustra a Figura 1, o Banco Central, embora tenha mantido uma postura de austeridade na política monetária para perseguir a meta para a taxa de juros, possibilitou uma margem maior para o multiplicador de meios de pagamento.

A análise da Figura 2 vem confirmar, de forma um pouco mais detalhada, que todos os componentes da liquidez da economia foram mantidos bastante restritivos nos primeiros três ou quatro anos da adoção do Plano Real. Observa-se que boa parcela das intermediações realizadas pela economia foi por meio da utilização do papel-moeda, sobretudo nos anos de 95 e 96. É interessante notar que, no segundo ano do Plano Real, os depósitos à vista e o papel-moeda em poder do público se mantiveram praticamente no mesmo nível. Os depósitos à vista nos bancos comerciais somente passaram a se acelerar a partir de 1999. A proporção do estoque do papel-moeda em poder do público em relação aos saldos dos depósitos era pouco mais da metade em 1997 e caiu vertiginosamente para quase um terço em 2004.

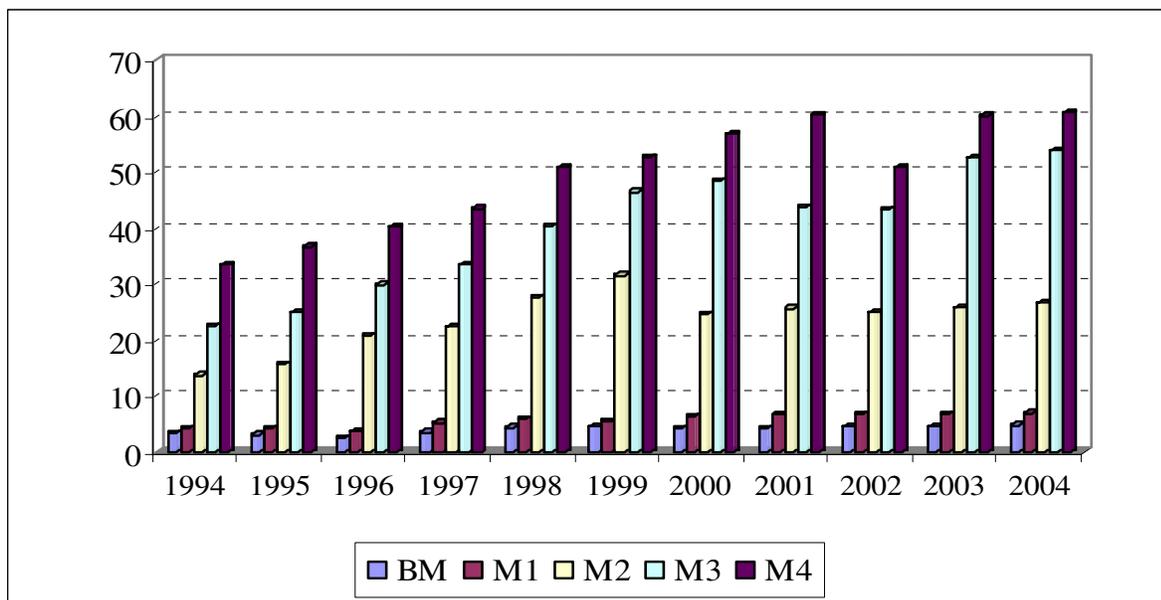
Figura 2: Evolução dos componentes da base monetária e dos meios de pagamento no período de 1994 a 2004 (milhões de Reais)



Fonte: Banco Central do Brasil (2004a)

No que concerne à participação dos agregados monetários em relação ao Produto Interno Brasileiro (PIB), a trajetória apresentada tende a ser relativamente disforme, como revela a Figura 3. Nota-se primeiramente que a base monetária tem mantido sua proporção, com base no PIB, quase constante ao longo do tempo. As variações observadas estão dispersas na faixa de 2,5% a 4,8%, sendo que a menor ocorreu no ano de 96 e a maior em 2004. Essa constância na participação do PIB também é, de certa forma, verificada com respeito ao conceito mais restrito de meios de pagamento (M1), mas em um nível mais elevado, ou seja, de 3,7% a 6,9%.

Figura 3: Evolução dos agregados monetários como participação do PIB no período 1994 a 2004 (%)



Fonte: Boletim do Banco Central (2004a).

Os demais agregados monetários, também chamados de quase-moeda, não revelaram tal característica, ou seja, suas relativas participações, como base no produto de economia brasileira, têm sido mais variáveis. Por exemplo, o conceito mais ampliado, ainda conforme a Figura 3, era equivalente a 30% do produto em 1994. Dez anos mais tarde, essa razão saltou para mais de 60%. Isso significa que o estoque da riqueza financeira do país corresponde a quase dois terços da soma de todos os bens e serviços produzidos pelo país durante um ano. Na realidade, as variações apresentadas nas razões dos conceitos de meios de pagamento mais amplos como M2, M3, M4 e do produto estão em função do comportamento dos investidores, no que se refere a instrumentos

de política do Banco Central, como; a) a mudança da alíquota do recolhimento dos depósitos compulsórios sobre os fundos de curto prazo, b) início da cobrança da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira, CPMF, c) desregulamentação dos fundos de investimentos, entre outros.

Outro marco importante, no que tange à orientação da política monetária, foi a criação pelo Banco Central do Brasil do Comitê de Política Monetária (Copom) em 1996. O objetivo básico desse órgão tem sido estabelecer as diretrizes gerais da política monetária, além de passar a definir as taxas de juros básicas da economia. A introdução do Copom representou um grande avanço na institucionalização de um processo mais transparente no gerenciamento da política monetária. Além disso, essa nova sistemática passou a conferir maior credibilidade para a política monetária e para a determinação das taxas de juros consideradas básicas na economia brasileira. Dentre elas, salientam-se:

a) **Taxa Referencial (TR):** foi criada no Plano Collor II, no começo da década de 90. É caracterizada como taxa referencial básica e serve como indicador para o rendimento dos recursos financeiros aplicados em Caderneta de Poupança e no Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS);

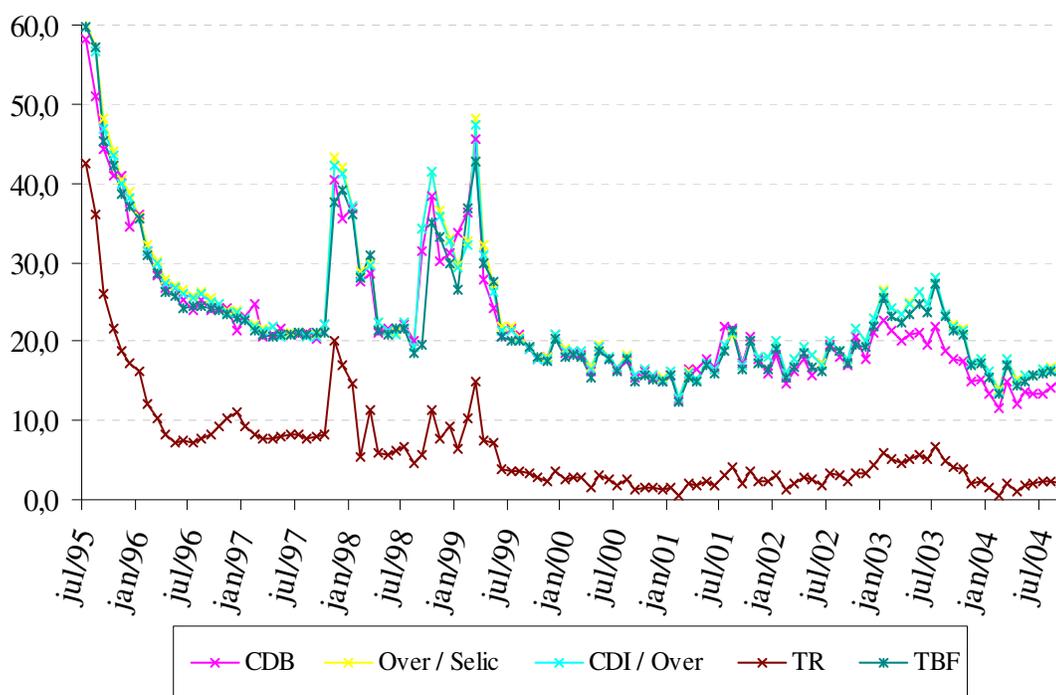
b) **Taxa Básica Financeira (TBF):** instituída em junho de 1995, tinha a finalidade de alongar o perfil das aplicações. Sua fórmula de cálculo corresponde à média das taxas de juros dos Certificados de Depósitos Bancários (CDBs) das 30 maiores instituições financeiras por volume de captação de depósitos a prazo. Salienta-se que os valores extremos observados são retirados da metodologia de cálculo:

c) **Taxa Over/Selic:** é aplicável às operações interbancárias e a empréstimos de reservas bancárias lastreadas em títulos federais. Constitui-se na taxa básica de juros da economia. A taxa Over/Selic é fixada, como meta a ser seguida, pelo Comitê de Política Monetária. Para isso, são tomados por base a evolução dos indicadores e os objetivos macroeconômicos, especialmente a meta da taxa de inflação;

d) **Taxa Over/CDI:** é a taxa de juros relativa a transações realizadas por um dia (*overnight*) com Certificado de Depósito Interbancário (CDI), o qual é mantido pela Central de Custódia e Liquidação de Títulos (CETIP). Nesse segmento, portanto, são transacionados os títulos privados. Desse modo, a taxa Over/CDI é aplicada às transações financeiras de curtíssimo prazo;

e) **Taxa CDB:** é aplicada aos Certificados de Depósitos Bancários (CDB). Esse tipo de título é o principal meio de captação de recursos dos bancos comerciais, correspondendo aos depósitos de prazo fixo (30, 60, 90, 120 dias, etc.). A taxa CDB influi diretamente sobre os custos aplicados pelos bancos sobre os empréstimos⁸.

Figura 4: Evolução da taxa de juros de curto prazo da economia brasileira no período de julho de 1995 a julho de 2004 (% ao ano)



Fonte: Boletim do Banco Central (2004a), IPEADATA e Triches & Caldart (2005)

Dessa forma, a Figura 4 mostra o comportamento das taxas de juros básicas da economia brasileira, no período de julho de 1995 a julho de 2004. Nota-se que, a partir da implementação do Plano Real, as taxas de juros nominais ingressaram numa trajetória altamente declinante, que

somente foi revertida com o efeito transmissão da crise dos países asiáticos, eclodida inicialmente na Tailândia.⁹ Esse forte crescimento da taxa de juros induzida pelo Banco Central deveu-se, sobretudo, na piora das expectativas internacionais sobre a economia brasileira que imediatamente elevou o risco soberano do país. Tal efeito reduziu a pressão sobre a saída de capitais internacionais, mas comprometeu o desempenho da economia conforme discutem Triches & Caldart (2005).

Todavia, a política monetária caracterizada de taxas de juros elevadas gerou um crescimento da dívida pública interna resultante basicamente por dois mecanismos: o primeiro refere-se à incorporação do custo financeiro da própria dívida; o segundo é derivado dos efeitos da monetização da entrada de capitais internacionais os quais foram transformados em acumulação de reservas. Entretanto, esse último fator foi extremamente benéfico porque instituiu ao Banco Central credibilidade adicional para implementar e gerenciar o Plano Real com relativo êxito.

Além disso, imediatamente após a adoção do Plano Real, o governo deixou a taxa de câmbio flutuar livremente entre junho e dezembro de 1994, com o objetivo de reduzir mais rapidamente a inflação. Entretanto, com a apreciação cambial resultante, o comércio externo tornou-se mais intenso devido ao aquecimento do consumo interno. Esse fato implicou déficits crescentes em conta corrente. A crise mexicana ocorreu no momento em que tanto o consumo como o déficit em transações correntes atingia níveis extremamente elevados. Dessa forma, o governo continuou a praticar política monetária mais restritiva. A estratégia era baseada na taxa de juros doméstica de curto prazo e nas exigências de reservas altas sobre os bancos para controlar a expansão do crédito.

Em síntese, as expectativas de mercado têm apontado, em diversos períodos, para uma diminuição das taxas de juros da economia brasileira, em virtude da retomada do crescimento da economia mundial, em particular a da economia norte-americana, da redução do risco-país e de uma sensível melhora nos fundamentos macroeconômicos. Entretanto, em outros momentos, a elevação da volatilidade nos mercados de câmbio e juros, provocada por choques internos e externos e pela maior aversão dos investidores internacionais, devido às incertezas inerentes às

questões políticas domésticas foram grandes obstáculos à interrupção da trajetória de queda nas taxas de juros observada no período pós Plano Real.

Conclusão e considerações finais

A política monetária desempenhou um papel inequivocamente ativo e restritivo na administração do Plano Real. Isso provocou uma brusca elevação das taxas de juros reais na economia brasileira. Tal fato implicou, por um lado, uma expansão acentuada do crescimento da dívida pública interna e, por outro, forte entrada de capitais externos, que permitiria a acumulação de reservas internacionais. Essa condição foi fundamental para dar maior credibilidade e, portanto, êxito ao Plano Real, sobretudo durante as várias crises internacionais como a mexicana, a asiática, a russa e a argentina.

Os resultados mostraram que os condicionantes da base monetária, na sua maioria, produziram efeitos no sentido de restringir a base monetária. A exceção, no entanto, ficou por conta do comportamento das operações com títulos públicos federais, que pressionaram fortemente a expansão da base monetária, em particular no período pós 1997.

A análise, particularmente, dos agregados monetários mostrou que o seu comportamento ao longo do período de 1994 a 2004 foi afetado por vários fatores. Os principais são as mudanças da composição nas aplicações financeiras; a alteração da alíquota do recolhimento compulsório sobre fundos de investimento nas aplicações de curto prazo, no sentido de torná-las mais longas; o estabelecimento de metas da programação monetária; a instituição da CPMF e a realocação dos haveres monetários e financeiros por parte dos agentes econômicos.

As taxas de juros básicas têm se constituído numas das mais importantes variáveis macroeconômicas na condução da política monetária e no desempenho da economia brasileira. Isso ocorre porque a meta estabelecida para a taxa de juros e, por conseqüência, o seu controle direto pela política monetária têm a característica de tornar endógena a oferta de moeda. Assim, passa a haver uma forte ligação entre as taxas de juros básicas e as demais taxas de mercado mais amplas, afetando sobretudo os gastos em investimentos e em consumo.

Por último, a ausência de um horizonte previsível, na adequação dos problemas estruturais apresentados pela economia, tem deixado reduzidíssimas margens para a queda na taxa de juros. Essas questões estão eminentemente associadas ao endividamento público interno e externo, ao elevado custo comparativo do país e à baixa resposta da oferta agregada. Claramente a escolha de política monetária pelo Banco Central tem sido evitar a forte saída de capitais e, principalmente, manter controle rígido das pressões inflacionárias verificadas na economia.

Referências

BACHA, Edmar L. 1998. Plano Real: uma avaliação preliminar. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, BNDES, 2(3):3-26, jun.

BAER, Werner. 2002. *A economia brasileira*. São Paulo, Nobel, 491 p.

BATISTA JÚNIOR, Paulo N. 1999. O Brasil depois do Plano Real. *Revista Economia Aplicada*, São Paulo, FEA/USP-FIPE, 3(especial):95-107.

BAUMANN, Renato (org.). 1996. *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro, Campus, 231 p.

BERCHIELLI, Francisco O. 2000. *Economia monetária*. São Paulo, Saraiva, 287 p.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2004a. *Relatório anual de 1996 a 2004*. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/banual>. Acesso em: 11/09/04, 45 p.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2004b. *Reformulação dos meios de pagamento: notas metodológicas*. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/banual> Acesso em: 11/10/04, 65 p.

CYSNE, Rubens P. e DA COSTA, Sérgio G. 1997. Reflexos do Plano Real sobre as financeiras. *Revista Economia e Empresa*, São Paulo, FEA/USP-FIPE, 4(1):84-89, jan./mar.

GREMAUD, Amaury P. et al. 2002. *Economia brasileira contemporânea*. 4ª ed. São Paulo, Atlas, 500 p.

HILLBRECHT, Ronald. 1999. *Economia monetária*. São Paulo, Atlas, 256 p.

LACERDA, Antonio C. et al. 2001. *Economia brasileira*. São Paulo, Saraiva, 249 p.

LANZANA, Antonio E. T. 2002. *Economia brasileira: fundamentos e atualidade*. 2ª ed. São Paulo, Atlas, 287 p.

LEITE, José A. A. 2000. *Macroeconomia: teoria, modelos e instrumentos de política econômica*. 2ª ed. São Paulo, Atlas, 637 p.

LOPES, João do C. e ROSSETTI, José P. 2002. *Economia monetária*. 7ª ed. São Paulo, Atlas, 491 p.

LOPES, Luis Martins Lopes e VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de (orgs.). 2000. *Manual de macroeconomia: nível básico e nível intermediário*. 2ª ed. São Paulo, Atlas, 387 p.

MOREIRA, Ajax R. B. *et al.* 1998. Os impactos das políticas monetária e cambial no Brasil Pós-Plano Real. *In: A economia brasileira em perspectiva 1998*. São Paulo, IPEA, p. 27-112.

PASTORE, Affonso C. e PINOTTI, Maria C. 1999. Inflação e estabilização: algumas lições da experiência brasileira. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, FGV, **1**(1):3-40, set.

PEREIRA Miguel, P. 2001. Arbitragem de taxa de juros e fluxo de capitais para o Brasil a partir de 1992. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, BNDES, v.1, n.1, p. 74-104.

SACHS, Jeffrey D. e LARRAIN B. F. 2000. *Macroeconomia*. São Paulo, Makron Books, 848 p.

TEIXEIRA, Ernani. 2002. *Economia monetária: a macroeconomia no contexto monetário*. São Paulo, Saraiva, 337 p.

TRICHES, Divanildo. 1992. *Demanda por moeda no Brasil e a causalidade entre as variáveis monetárias e a taxa de inflação: 1972/87*. Rio de Janeiro, Lidador/BNDES (prêmio BNDES 1992), 115 p.

TRICHES, Divanildo. 1999. A nova ordem internacional e a crise asiática. *Política Externa*, São Paulo, USP/Paz e Terra, **7**(4): 3-18, mar./maio.

TRICHES, Divanildo e CALDART, Wilson L. 2005. As teorias da estrutura a termo das taxas de juros da economia brasileira: uma análise da causalidade de setembro 1999 a setembro 2004. *In: Divanildo TRICHES, Valter R. CASARA e Wilson L. CALDART. Economia regional e integração internacional*. Caxias do Sul, Educs, cap. 12, p. 231-251.

¹ Esses planos foram os Planos Cruzado I, Cruzado II, Bresser, Verão, Collor I e Collor II.

² Os conceitos dos agregados monetários tendem a apresentar algumas variações de economia para economia.

³ A partir de julho de 2001, o Banco Central modificou o conceito e a metodologia dos agregados monetários, passando para a seguinte denominação: M1 = permaneceu inalterado (papel-moeda em poder do público + depósitos à vista); M2 = M1 + depósitos especiais remunerados + depósitos de poupança + títulos emitidos por instituições depositárias; M3 = M2 + quotas de fundos de renda fixa + operações compromissadas registradas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC); M4 = M3 + títulos públicos de alta liquidez. A presente reformulação conceitual e metodológica teve como base o Padrão Especial de Disseminação de Dados (PEDD) e as tendências internacionais na área. Conceitualmente, a ênfase foi deslocada dos graus de liquidez para os sistemas emissores. Metodologicamente, todo levantamento de dados passou a ser efetuado tendo como fonte os demonstrativos contábeis encaminhados ao Banco Central, com base no Plano Contábil das Instituições do Sistema

Financeiro Nacional (Cosif) e nas informações oficiais de títulos públicos em mercado, expressas em posição de custódia do setor não emissor, como se pode ver no Boletim do Banco Central (2004b).

⁴ A soma dessas duas taxas indica taxa global de reservas bancárias.

⁵ A Teoria Quantitativa da Moeda, desenvolvida a partir dos preceitos da Escola Clássica, encontra suas formas mais acabadas nas obras dos economistas Alfred Marshall, A. C. Pigou, Irving Fischer e Knut Wicksell.

⁶ Os modelos teóricos da demanda por estoques foram demonstrados de forma independente por William J. Baumol em 1952 e James Tobin em 1958. Veja-se Hillbrecht (1999), Cysne & Da Costa (1997), Leite (2000), Lopes & Rossetti (2002), Teixeira (2002), Triches (1992), entre outros.

⁷ Para um maior detalhamento sobre essa discussão, ver Bacha (1998), Baer (2002), Batista Jr. (1999), Baumann (1996), Gremaud *et al.* (2002), Moreira *et al.* (1998), Oliveira Filho (1996), Pastores & Pinotti (1999), Pereira (2001), entre outros.

⁸ Há ainda a taxa de juros de longo prazo (TJLP), criada em novembro de 1994 para estimular os investimentos nos setores de infra-estrutura e consumo. A TJLP é aplicada a três fundos compulsórios: Programa de Integração Social (PIS)/Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP), Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e Fundo de Marinha Mercante. A partir de janeiro de 1999, a TJLP passou a ser calculada com base na inflação média prevista para os próximos 12 meses (meta da inflação), acrescida de um prêmio de risco. É fixada pelo Banco Central e aplicável às operações financeiras de longo prazo realizada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). É calculada, para o trimestre seguinte, com base na média ponderada, do trimestre anterior, nas taxas dos títulos da dívida externa federal, com peso de 0,75, e no títulos da dívida interna, com peso de 0,25.

⁹ Uma discussão pormenorizada sobre a crise dos países asiáticos pode ser encontrada em Triches (1999).