

Análise do desempenho da política monetária no Brasil após o Plano Real[#]

Éverton Luís Pohlmann^{*}
Divanildo Triches^{**}

Title: Analysis of the performance of the monetary policy in the Brazilian economy after the Real Plan

RESUMO

O estudo tem como objetivo investigar o desempenho da política monetária após o Plano Real, enfatizando o comportamento dos condicionantes da base monetária no período de 1994 a 2004. O Plano Real caracterizou-se como a melhor tentativa de estabilização da economia brasileira. A política monetária conduzida pelo Banco Central foi de caráter altamente ativo e restritivo, e os condicionantes da base monetária, em sua grande maioria, foram efetivos em contraí-la, restringindo a oferta de moeda e o multiplicador bancário. A fixação da taxa de juro se constituiu o centro na condução da política monetária, e, com isso, a oferta de moeda passou a ser determinada endogenamente. A mudança do sistema de taxa de câmbio no início de 1999 teve um papel predominante para a adoção de um arranjo monetário de meta de inflação na economia brasileira. Por fim, o desempenho da política monetária praticada sob o novo regime não foi totalmente efetivo no sentido de atingir a meta de inflação, bem como em relação a suas proposições iniciais, ou seja, promover uma estabilidade econômica que fosse compatível com o crescimento econômico de forma sustentada.

Palavras-chave: política monetária, oferta e demanda de moeda, condicionantes da base monetária, meta de inflação.

ABSTRACT

The article investigates the performance of the monetary policy in Brazil after the Real Plan, emphasizing the behavior of the factors that conditioned the monetary base during the period of 1994 to 2004. The Real Plan was the best attempt to stabilize the Brazilian economy. The monetary policy implemented by the Central Bank was highly active and restrictive. The

Recebido em 30.06.2007. Aceito em 21.09.2007.

[#] Esse artigo é resultante do trabalho de monografia, defendida em dez. 2006, para a obtenção de Grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

^{*} Bacharel em Economia pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos). Av. Unisinos, 950, São Leopoldo, 93022-000, RS, Brasil. Tel.: (55 51) 3590 8186, Fax (55 51) 3590 8447. E-mail: evervan@ig.com.br.

^{**} Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Professor e Pesquisador no Instituto de Pesquisa Econômicas e Sociais da Universidade de Caxias do Sul (IPES/UCS) e no Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade do Vale do Rio dos Sinos, PPGE/UNISINOS. Av. Unisinos, 950, São Leopoldo, 93022-000, RS, Brasil. Tel.: (55 51) 3590 8186, Fax (55 51) 3590 8447. E-mails: dtriches@ucs.br. e divanildot@unisinos.br.

conditioning factors of the monetary base were in general effective in contracting it and in restricting the money supply and the banking multiplier. The target of the interest rate was the core of the monetary policy. This process implied the loss of the money supply control. The change of the exchange rate system in the beginning of 1999 played a predominant role in the adoption of a new monetary arrangement for the Brazilian economy based on the inflation target. Finally, the performance of the monetary policy under the new regime was not totally effective in reaching the inflation target, as well as in relation to its initial intent of promoting an economic stability that would be compatible with sustained economic growth.

Keywords: Monetary policy, supply and demand for money, high-powered money factors, inflation target.

JEL Classification: E50, E51, E63.

1 Introdução

O governo brasileiro realizou, nas décadas de 80 e 90, várias tentativas para conter o processo inflacionário, dentre as quais se destacam vários planos econômicos de estabilização. A combinação de condições políticas macroeconômicas permitiu que o governo brasileiro criasse, ainda no final de 1993, as bases para a implementação do Plano Real ¹. Esse programa tentou romper de forma definitiva com a inércia inflacionária sem o uso de controle de preços e salários ou outras variáveis nominais na economia, ou ainda sem o emprego de quaisquer instrumentos de política heterodoxa. A concepção básica foi a introdução gradual de uma nova moeda com paridade fixa em relação ao dólar norte-americano. Reconheceu-se que qualquer estabilização da taxa de câmbio da moeda doméstica não conduziria *per se* à estabilização dos preços, dado que um dos canais da inércia dos preços se fazia pela indexação retroativa dos salários.

O desempenho do Plano Real também se deve, em grande parte, à adoção de uma política monetária restritiva pelas autoridades monetárias, de forma a garantir que o país pudesse retomar, no futuro, uma trajetória das taxas de crescimento econômico auto-sustentáveis e com baixos níveis de inflação. Salienta-se, no entanto, a condução adequada da política monetária constitui-se em tarefa bastante complexa. Em geral, as medidas tomadas pelas autoridades monetárias têm efeitos sobre a economia com defasagem e se manifestam ao longo do tempo, além da imprevisibilidade dos choques no mercado monetário. Há também um intervalo considerável entre a percepção da necessidade de uma medida e sua efetiva realização. Portanto, a condução da política monetária exige do Banco Central ajuste contínuo dos condicionantes monetários ².

A análise do desempenho e da condução da política monetária contribui para a percepção e o entendimento da atuação das autoridades monetárias na economia do país. O objetivo deste estudo é investigar o desempenho da política monetária na condução do Plano Real, enfatizando os condicionantes da base monetária e o comportamento dos instrumentos específicos dessa política no período de 1994 a 2004. Para tanto, o texto está organizado, além dessa introdução, como segue. A seção 2 descreve resumidamente os aspectos teóricos conceituais do mercado monetário, base de atuação da política monetária. O item 3 analisa as etapas da implementação do Plano Real e os principais indicadores macroeconômicos. A avaliação dos impactos e do desempenho na condução da política monetária brasileira pós Real, no período de 1994 a 2004 é tratada na seção 4. Por fim, a seção 5 apresenta as considerações finais e as conclusões.

2 Abordagem teórica do mercado monetário

O mercado monetário é um segmento do mercado financeiro e abrange as operações de curtíssimo prazo, as quais são fortemente influenciadas pelas flutuações do nível geral de preços. O mercado monetário é parte integrante de uma rede de entidades ou órgãos financeiros que operam com moeda ou ativos com elevada liquidez ou liquidez absoluta como é o caso do papel moeda em poder do público e depósitos à vista nos bancos comerciais.

A oferta monetária corresponde aos ativos financeiros que representam a liquidez por excelência da economia, ou seja, a facilidade que esses ativos têm para efetuar transações. Assim, para Triches (1992), se a oferta de moeda for medida numa escala entre zero e a unidade, ela seria igual ao valor unitário, enquanto os demais ativos financeiros, também denominados de quase-moeda, e os bens físicos passariam a ser classificados de acordo com a rapidez com que são trocados. Desse modo, quanto mais rápida for sua troca, mais próximo da unidade será o seu grau de liquidez.

Desse modo, a oferta de moeda, M^S , é definida pela soma do papel-moeda em poder do público, $PMPP$, mais o total dos depósitos à vista junto aos bancos comerciais, DA , ou alternativamente corresponde aos meios de pagamentos no seu conceito mais restrito, $M1$, ou seja:

$$M^s = PMPP + DA = M1 \quad (1)$$

As relações funcionais da oferta de moeda expressam o comportamento do público bancário e não-bancário com relação às transações e aos meios de pagamentos utilizados, que são:

$$\beta = \frac{PMPP}{M1} \text{ ou } \frac{PMPP}{DA} \quad (2)$$

onde β mede a proporção de depósitos à vista ou papel-moeda em poder do público usado para pagamentos dos gastos realizados na economia. A segunda relação funcional mede as decisões do setor bancário em função do volume de reservas sobre os depósitos à vista a ser mantido. Tal fato depende das obrigatoriedades exigidas pelas autoridades monetárias via depósito compulsório e das reservas técnicas, devido ao fluxo de operações diárias dos bancos. Essa relação expressa a proporção, ρ , das reservas totais requeridas, R , sobre montante dos depósitos, isto é:

$$\rho = \frac{R}{DA} \quad (3)$$

A oferta de moeda depende crucialmente do volume de moeda emitido na economia que representado pela Base monetária (BM). Esse componente é definido como moeda de alto poder de expansão (*high-powered money*) ou é a soma do papel-moeda em poder do público e das reservas totais. A base monetária é influenciada ainda por cinco condicionantes que agem no sentido de expandir ou contrair o volume de papel-moeda emitido, que são: (a) operações do Tesouro Nacional referem-se ao movimento da conta corrente do Tesouro Nacional junto ao Banco Central. Os créditos são provenientes da receita tributária da União, e os débitos são relativos aos gastos fiscais do governo federal em custeio e em investimentos; (b) operações com títulos públicos federais são relativas à administração da dívida pública, como instrumento de controle da liquidez do mercado, juntamente com a necessidade de o governo financiar os déficits fiscais; (c) operações do setor externo dizem respeito à compra e venda de divisas por conta do movimento de entrada e saída de recursos; (d) operações de redesconto são destinadas a atender

às necessidades de liquidez dos bancos comerciais; (e) depósitos das instituições financeiras são recursos depositados na forma depósitos compulsórios e voluntários, que essas instituições mantêm na conta no Banco Central.

A ligação entre a base monetária e a oferta de moeda se dá por intermédio do multiplicador dos meios de pagamentos. Tal multiplicador mede o grau de variação da liquidez devida a uma mudança na base monetária e é determinado por relações comportamentais (2) e (3), ou seja, a preferência da sociedade por instrumento monetário para fazer transações, usando depósito à vista dos bancos comerciais ou meio de papel moeda em poder do público. Dessa forma, a oferta de moeda pode ser representada pela equação (4) em que as proporções β e ρ influem negativamente, e BM , positivamente sobre os estoques de saldos monetários ofertados.

$$M^S = M^S(\beta, \rho, BM) + \eta \quad (4)$$

onde η é a variável aleatória com ruído branco, portanto, serialmente não-correlacionada, com média igual a zero e variância constante.

A moeda, por sua vez, é demandada pelos agentes econômicos porque ela desempenha três funções básicas, ou seja, meio de troca, unidade de medida e reserva de valor. Assim, a demanda por moeda, M_t^D , depende dos gastos em bens e serviços, que podem ser representados no nível de renda (Y) e da taxa de juros (i), a qual expressa o custo-oportunidade. Isso significa que, para manter moeda, os indivíduos deixam de ganhar os rendimentos sobre as aplicações no mercado financeiro. A relação funcional da demanda por moeda é definida pela equação (5)

$$\frac{M_t^D}{P_t} = ky_t - hi_t + \varepsilon_t. \quad (5)$$

onde ε é a variável aleatória com ruído branco, portanto, serialmente não-correlacionada, também com média igual a zero e variância constante. k e h são parâmetros, e P_t o nível de preços.

No mercado monetário em equilíbrio, as autoridades monetárias não podem determinar perfeitamente o estoque de moeda e a taxa de juros. Isso porque existe fonte de imprevisibilidade no comportamento dos bancos e do público que sugere a presença de um termo de perturbação estocástica tanto na função oferta como na função demanda por moeda, medida por η e ε . Assim, as autoridades podem incorrer em erros na previsão de y_t , p_t , em consequência dessas perturbações aleatórias não-previstas³.

3 Análise dos principais eventos econômicos durante e após o Plano Real

A preparação de um plano de estabilização, o Plano Real, foi iniciada em 1993 com Fernando Henrique Cardoso assumindo o Ministério da Fazenda. As medidas do Plano foram anunciadas em 7 de dezembro de 1993. Ele tinha o propósito de não incorrer nos equívocos dos planos anteriores. Diferentemente, o novo plano seria implantado de forma transparente e gradativamente, sem quaisquer possibilidades de congelamento de preços. Os ajustes dos desequilíbrios existentes na economia ocorreriam paralelamente com a substituição da moeda. O Plano Real fazia parte de um projeto maior com o objetivo de melhorar a inserção externa da economia brasileira, promovendo um novo padrão de desenvolvimento.

Assim, numa conjuntura favorável à inserção internacional, a economia brasileira dispunha de um volume significativo de reservas para a cobertura cambial que permitiu a implantação do Plano Real. Esse processo se deu em três fases: (a) ajuste fiscal; (b) indexação completa da economia através da URV (Unidade Real de Valor); (c) reforma monetária, na qual a URV viria a ser a nova moeda, o R\$ (Real).

Assim, a primeira etapa caracterizou-se pela chamada ‘âncora fiscal’ dos preços. Nesse caso, o objetivo proposto era o de equilibrar o orçamento governamental, ou seja, os gastos deveriam ser iguais ao que fosse arrecadado, sem a emissão de títulos e moeda ou geração de receitas advindas do processo inflacionário. A referida medida não logrou o sucesso esperado em função de uma série de distúrbios futuros na economia internacional.

A segunda fase do plano, com início em 1º de março de 1994, promoveu um sistema de indexação baseado na indexação diária e um processo de substituição gradativa de moeda, corrigindo assim os desequilíbrios dos preços relativos. Com a criação da URV (Unidade Real de Valor), o cruzeiro real passou a ser corrigido de forma diária, através da taxa de inflação. Nessa etapa, a URV manteve paridade fixa com o dólar. Com a conversão instantânea de preços, contratos, salários e impostos, os demais preços foram sendo convertidos espontaneamente ou de forma induzida pelos agentes econômicos. Instituiu-se, assim, um sistema bi-monetário em que a URV se tornou uma unidade de conta. As transações eram efetuadas em cruzeiros reais, e a inflação persistia, mas não na unidade de conta que era corrigida pela própria inflação da moeda CR\$.

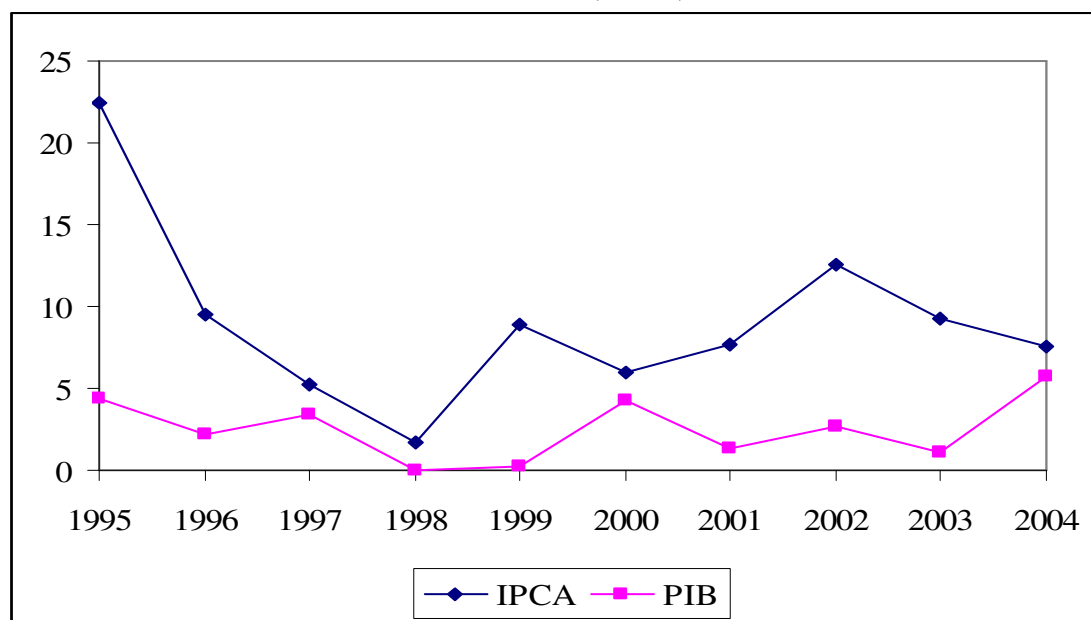
A terceira e última fase de implantação do Plano Real ocorreu com a introdução da nova moeda, a partir de 1º de julho de 1994. Constituiu-se na transformação da URV em Real, na proporção de 1 URV para R\$ 1,00, que era equivalente CR\$ 2.750 na moeda antiga ou ainda US\$ 1,00. Sob a ótica da reforma monetária, o montante de reais a ser emitido teria por base metas trimestrais, o que daria respaldo ao novo padrão monetário implantado. O que se verificou, no entanto, foi o não-cumprimento das metas estipuladas, em função da rápida remonetização da economia, apesar de vigorar uma política de forte elevação das taxas de juros. A política cambial tem sido uma questão mais relevante, ao longo da vigência do Plano Real. A valorização da moeda doméstica permitiu também assegurar os preços dos bens e serviços domésticos. Isso ocorreu não apenas pelo incentivo às importações, em detrimento do produto nacional, mas principalmente pelo desestímulo às exportações. Nos primeiros meses de implantação do Real, a inflação ainda continuava elevada em relação aos preços externos dos parceiros comerciais do Brasil.

A taxa de crescimento produto e taxa de inflação da economia brasileira, nos dez anos de Real, ou seja, 1995 a 2004, estão reportadas na Figura 1. Observa-se que ambas as variáveis revelam uma forte flutuação ao longo do período. Nos anos de 1995 e 1996, o crescimento do produto se deu na ordem de 5,85% e 4,22%, respectivamente. Já a taxa de inflação medida pelo IPCA declinou continuamente até 1998. No biênio 1998 e 1999, a taxa de crescimento do produto se manteve praticamente estagnada com o retorno da elevação dos preços. Esses efeitos

foram provocados pelas crises internacionais que afetaram a economia doméstica. No período entre os anos de 2000 a 2004, o crescimento do produto oscilou num intervalo de 4,36% a 0,55% e a taxa de inflação voltou a superar a barreira dos dois dígitos, embora essa tendência se revertisse, encerrando o ano de 2004 na faixa de 7%. Em síntese, a economia brasileira apresentou um crescimento médio anual de 1,93% no período de 1995 a 2004.

No início da década de 90, a economia brasileira atravessou um forte processo de abertura comercial, promovendo privatizações, renegociação da dívida externa e desregulamentação de mercado. O alcance da estabilidade econômica se configurava como um grande desafio ao governo brasileiro. O combate efetivo à inflação se iniciou no final de 1993, através de um plano amplo de estabilização econômica como foi previamente abordado.

Figura 1: Evolução da Taxa de variação real anual do PIB e da taxa de inflação da economia brasileira de 1995 a 2004 (% a.a.).



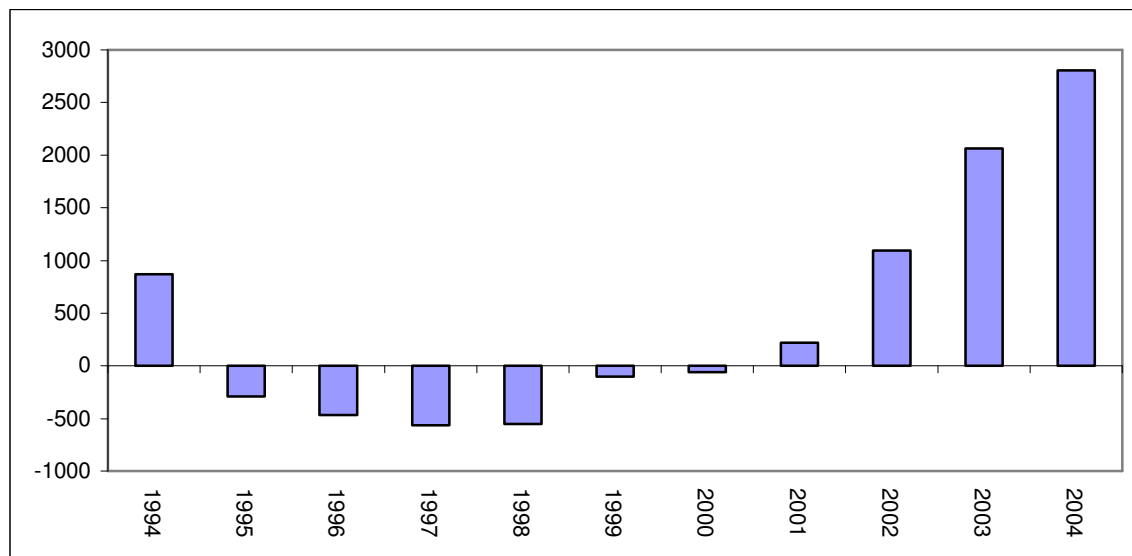
Fonte: Ipeadata (2006).

A inserção internacional produziu mudanças profundas nas contas externas do país, como mostra a Figura 2. O saldo comercial, que fora altamente positivo em 1994, atingindo US\$ 872 milhões, dando assim cobertura a pelo menos parte da dívida externa brasileira, tornou-se deficitário no período de 1995 até 2000. O déficit da balança comercial brasileira atingiu cifras na

ordem de US\$ 288 e US\$ 467 milhões em 1995/96, respectivamente, passando para US\$ 563 e US\$ 548 milhões no biênio seguinte. Em 1999 e 2000, com a desvalorização da taxa de câmbio do Real frente ao dólar norte-americano, os déficits reduziram para um intervalo de US\$ 100 e US\$ 58 milhões. A balança comercial voltou a ser superavitária somente a partir de 2001, quando atingiu US\$ 221 milhões, aumentando para US\$ 2.066 milhões em 2003. Fechou o ano de 2004 com US\$ 2.803 milhões.

Do ponto de vista das reservas externas se verificou, no biênio 97 e 98 – anos que antecederam a mudança de regime cambial – um movimento mais forte de saída de capitais de curto prazo. Tal fato se refletia em perdas de reservas por parte do Banco Central, configurando-se numa ameaça à manutenção do regime de câmbio, obrigando o Banco Central a elevar a taxa de juros doméstica, de forma a induzir a reversão do movimento de fuga de capitais. Com a mudança do regime cambial, em 1999, o fluxo de saída de capitais passou a se refletir também na taxa de câmbio, cuja desvalorização colocaria em risco a estabilidade da taxa de inflação. O Banco Central foi forçado a elevar a taxa de juros, no intuito de reverter o fluxo de saída dos capitais e de impedir o aumento da inflação, afetando o crescimento econômico.

Figura 2: Saldo da balança comercial brasileira no período 1994 a 2004 (US\$ milhões).



Fonte: Ipeadata (2006).

Salienta-se ainda que o cerne da política econômica do governo FHC partia da constatação de que a poupança interna não seria capaz de financiar o crescimento do país e que as estatais eram ineficientes e onerosas. Com base nesses fatos, o governo acelerou o processo de privatizações, liberando o fluxo de recursos financeiros; removeu algumas barreiras econômicas com o propósito de atrair capitais externos; reduziu o Estado social e estabeleceu superávits primários; manteve a taxa de juros reais como uma das mais elevadas do mundo. O objetivo final, com essas medidas, era viabilizar a entrada dos fluxos de investimentos estrangeiros diretos de forma vigorosa, a ponto de impulsionar o crescimento econômico.

Os choques macroeconômicos ocorridos na administração do governo FHC exigiram, portanto, uma política de altas taxas de juros. Tal fato foi justificado como mecanismo de redução da aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais e da incerteza sobre a condução e os rumos da política econômica a ser empregada pela futura administração do Brasil. Além disso, essa política teve impactos no crescimento da dívida pública, que passou de 55,5% do PIB, em 2002, para 58,2% do PIB, no final de 2003, ou, em termos absolutos, ela significou R\$ 913,1 bilhões, conforme o Banco Central (2006a).

De uma forma geral, constata-se que a política adotada pelo governo Lula, em seu primeiro biênio, não se diferenciou da política praticada pelo governo FHC. Como consequência, os resultados foram semelhantes. De um lado, alívio momentâneo da pressão sobre o câmbio e a taxa de inflação, retorno dos capitais especulativos e melhoria dos indicadores de curto prazo para o capital financeiro. De outro, baixo crescimento econômico, queda do investimento, crescimento do desemprego, aumento da dívida pública.

4 Avaliação do desempenho da política monetária

A política monetária é, tradicionalmente, caracterizada pelo controle da oferta de moeda e da taxa de juros, cuja finalidade é atingir os objetivos da política macroeconômica global. Assim, o Banco Central tem por finalidade administrar a base monetária, que é influenciada por cinco condicionantes básicos que agem no sentido de expandir ou contrair sua base. A Tabela 1 demonstra o comportamento desses fatores ao longo dos anos de 1994 a 2004. Observa-se que as

operações do Tesouro Nacional, no início do período, foram negativas, na ordem de R\$ 448 milhões, de forma a contribuir para a contração da base monetária. Nos anos seguintes, 1995 e 1996, as operações do Tesouro Nacional pressionaram a expansão da base monetária, pois consistiram em saldos positivos na ordem de R\$ 913 milhões e de R\$ 444 milhões, respectivamente. Entre os anos de 1997 a 2000. Essas operações foram, em boa parte, negativas. Esse comportamento se reverteu no triênio seguinte, o que ocasionou forte expansão da base monetária, principalmente em 2003. Tal resultado foi alcançado em virtude dos créditos maiores, oriundos da receita tributária da União, em relação aos gastos fiscais do governo.

Com relação às operações com títulos públicos federais, ainda conforme a Tabela 1, observa-se que, na vigência do Plano Real, o comportamento das operações de compra e venda dos títulos da dívida pública do Brasil apresentou efeito líquido sobre a expansão da base monetária na ordem de R\$ 6.656 milhões. Essas operações voltaram a pressionar de forma significativa a base monetária, nos anos de 1997 a 2004, exceto nos anos de 2001 e 2003, em que houve decréscimo na ordem de R\$ 1,5 bilhão e R\$ 3,2 bilhões, respectivamente. Tal fato deu-se em virtude de turbulências no cenário econômico mundial, caracterizado pela redução do crescimento global e por crises em determinados países como a Argentina.

Tabela 1: Evolução dos condicionantes da base monetária no período de 1994 a 2004 (milhões de reais).

Condicionantes	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Operações do Tesouro Nacional	-448	913	444	-1.614	-691	221	-90	8.398	197	11.712	-2.789
Operações com Títulos Federais	6.656	2.456	2.309	9.732	7.008	13.672	9.095	1.537	15.954	3.231	12.184
Operações do Setor Externo	-2.789	268	234	-653	-6.554	-2.759	-1.942	-2.232	-4.982	13	7.186
Operações de Redesconto	2.092	2.035	205	2.148	-89	-15	0	0	-1	-4	-1
Dep. Compulsório das Inst. Financeiras	-986	-941	-1.399	-572	9	8	-127	-614	-276	-1.666	-1.578

Fonte: Banco Central do Brasil (2006b).

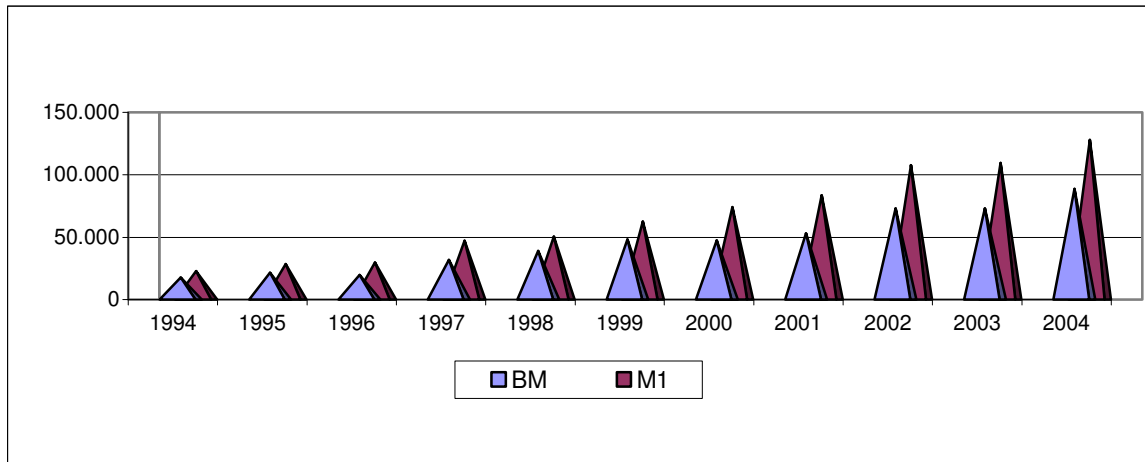
As operações do setor externo, por sua vez, pressionaram a expansão da base monetária, em geral, de forma negativa. Em 1994, esse efeito foi contracionista, na ordem de R\$ 2,789 bilhões, ao passo que, em 1995 e 1996, o impacto foi expansivo, com R\$ 268 milhões e R\$ 234 milhões respectivamente. No período entre 1997 e 2002, porém, as operações retomaram cifras negativas, acentuando-se em 1998, através da diminuição na ordem de R\$ 6.554 milhões. Isso ocorreu em detrimento de os dos agentes econômicos terem aumentado a remessa de divisas, resultado da incerteza e das turbulências ocasionadas pelas crises internacionais.

No que tange às operações de redesconto, elas apresentaram saldos positivos nos anos de 1994 e 1995, na ordem de R\$ 2,00 bilhões, diminuindo para R\$ 205 milhões em 1996. Apesar de dessas operações terem atingido seu pico em 1997, com R\$ 2.148 milhões, praticamente extinguiram-se entre 1998 e 2004. Assim, segundo mostra a Tabela 1, o Banco Central atuou como financiador de recursos financeiros ao sistema bancário em dificuldade entre 1994 e 1997, ocorrendo a expansão da base monetária. Em contrapartida, nos anos de 1998 a 2004, houve uma sensível recuperação das instituições financeiras, o que permitiu o retorno dos recursos emprestados para o Banco Central. Ademais, o setor bancário desenvolveu um mercado de crédito interbancário, o qual permitiu ofertar recursos para suprir a falta de liquidez do setor.

Os depósitos das instituições financeiras representaram fator de contração da base monetária em quase todo o período de 1994 a 2004. Exceção ocorreu somente nos anos de 1998 e 1999, quando houve expansão da base na ordem de R\$ 9 milhões e R\$ 8 milhões, respectivamente. Em contraponto, verifica-se que, nos três primeiros anos do Plano Real e nos anos de 2003 e 2004, os depósitos compulsórios contribuíram significativamente para a redução da liquidez na economia. Principalmente nos anos de 1996, com uma contração correspondente a R\$ 1,3 bilhão, e de 2003 e 2004, em que a redução da base foi na ordem de R\$ 1,66 bilhão e R\$ 1,58 bilhão, respectivamente.

O resultado líquido das variações dos condicionantes mostrou, na grande maioria, efeitos no sentido de contrair a base monetária. A exceção ficou a cargo do comportamento das operações de títulos públicos federais, que pressionaram de maneira consistente a expansão desse agregado monetário, principalmente a partir do ano de 1997.

Figura 3: Evolução da base monetária e dos meios de pagamentos no período de 1994 a 2004 (milhões de reais).



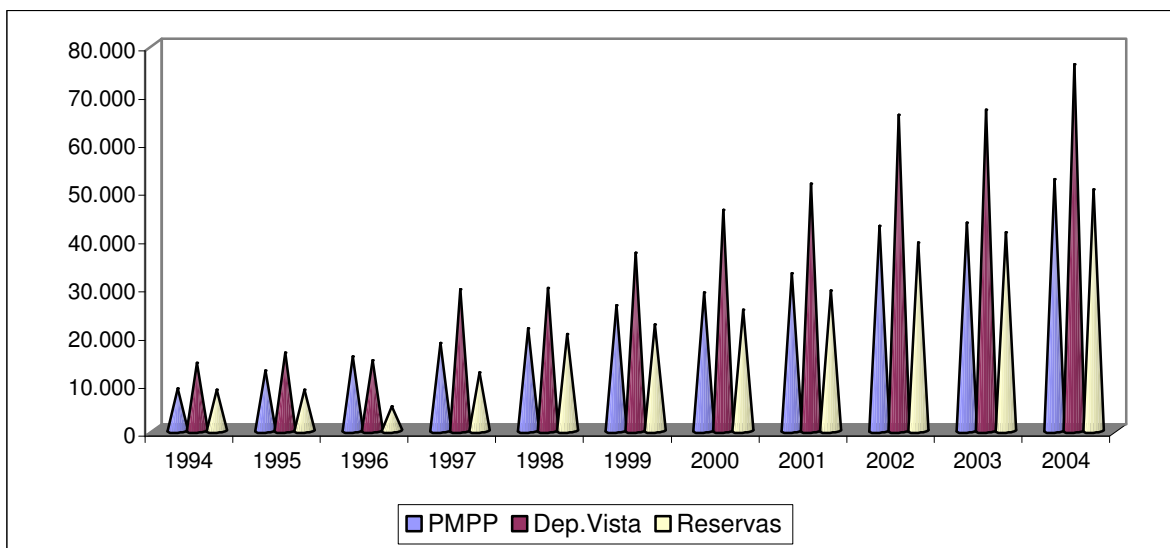
Fonte: Ipeadata (2006).

O controle da expansão da base monetária pelo Banco Central tem ligação direta com o efeito multiplicador dos meios de pagamento ou oferta de moeda na economia. A Figura 3 mostra a existência de forte restrição da liquidez da economia brasileira por parte do Banco Central, entre 1994 e 1996, no início do Plano Real. Com a elevação das taxas de recolhimento dos depósitos compulsórios dos bancos, a autoridade monetária promoveu a redução da base monetária, fazendo com que o valor do multiplicador dos meios de pagamentos se situasse na ordem de 1,1 a 1,3. No biênio 1996/1997, ocorreu uma ligeira flexibilização na taxa compulsória sobre os depósitos à vista, o que permitiu a pequena elevação no efeito multiplicador sobre a liquidez, passando para a faixa de 1,5.

Entretanto, sob a influência de crises externas, como a da Rússia, quando o influxo de capitais na economia brasileira se tornou mais intenso, a retomada da política monetária mais restritiva, baseada na alta dos juros, fez-se presente, reduzindo-se, assim, o multiplicador de liquidez para a faixa de 1,3. Esse fato explica o estreitamento do hiato entre a base monetária e o conceito restrito (M1), nos anos de 1998/1999. Nos anos de 2000 a 2004, observa-se estabilidade do multiplicador dos meios de pagamentos na ordem de 1,4 a 1,5, embora em nível superior aos existentes nos anos de 1998 e 1999.

A partir de 1999, muito em função de choques externos negativos, a política monetária foi conduzida por metas para os agregados monetários e pelo arranjo cambial com flutuações da taxa de câmbio dentro de bandas determinadas de forma implícita ou explícita. A opção da autoridade monetária foi por uma política caracterizada por metas de inflação, alicerçada na expectativa de comportamento para a taxa de juros. Dessa forma, no período de 2000 a 2004, possibilitou-se uma margem maior para o multiplicador dos meios de pagamentos, apesar da postura austera do Banco Central na busca de uma meta para a taxa de juros.

Figura 4: Evolução dos componentes da base monetária e dos meios de pagamentos no período de 1994 a 2004 (milhões de reais).

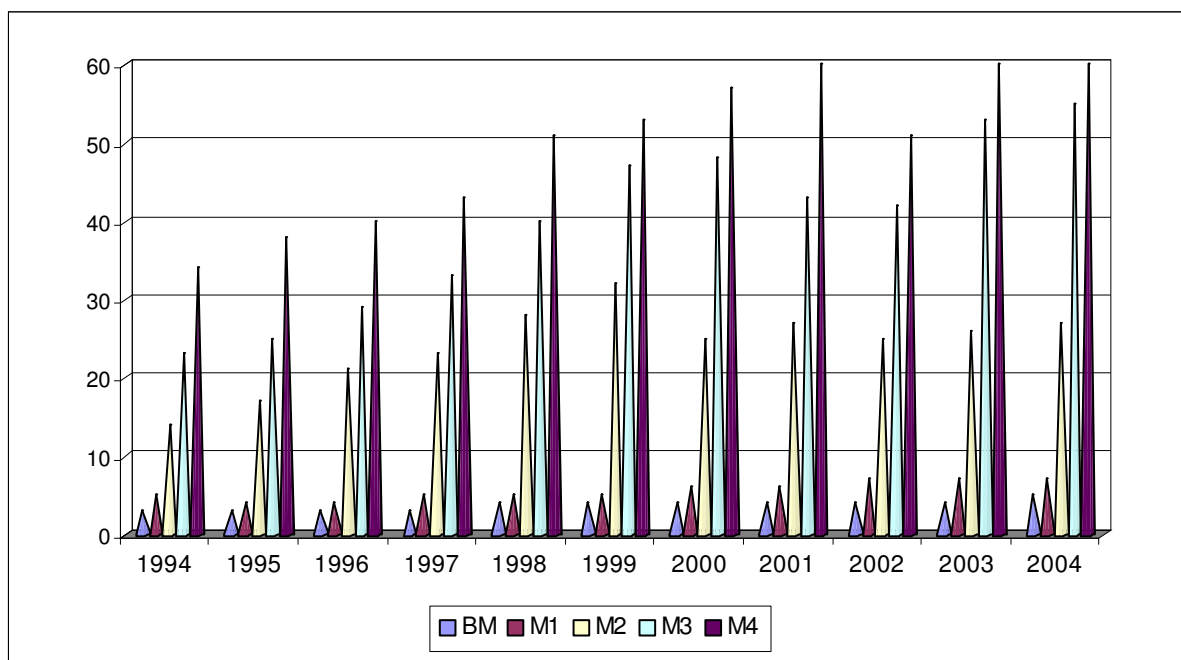


Fonte: Banco Central do Brasil (2005).

Os componentes mais líquidos da economia brasileira se mantiveram bastante restritivos nos primeiros anos do Plano Real o que corrobora o efeito multiplicador dos meios de pagamentos previamente analisados, conforme mostra a Figura 4. Nota-se que a maioria das transações efetuadas na economia ocorreu com a utilização do papel-moeda, principalmente nos anos de 1995 e 1996. Um fato importante de análise se configura no nivelamento existente entre os depósitos à vista e o papel-moeda em poder do público, no segundo e terceiro anos do Plano Real. Em 1997, os saldos dos depósitos à vista das instituições financeiras comerciais se aceleraram em relação ao estoque de papel-moeda em poder do público, atingindo, em 2004, a proporção de 3 para 1.

Quanto à participação dos agregados monetários no do país, observa-se a existência de assimetria entre as proporções, conforme revela a Figura 5. A base monetária como relação ao PIB manteve uma trajetória relativamente constante ao longo do período, oscilando entre 2,5% em 1996 e 4,8% em 2004. De forma similar, o conceito mais restrito dos meios de pagamentos (M1) se manteve constante, porém em nível de 3,7% a 6,9%. Os demais agregados monetários, também classificados de quase-moeda, tiveram, ao contrário, suas proporções com base no produto da economia de forma mais variável. O conceito mais ampliado dos meios de pagamentos, M4, era, em 1994, equivalente a quase 35% do PIB, passando para mais de 60% do produto em 2004. Com base nesses dados, verifica-se que o estoque da riqueza financeira do país correspondeu a quase dois terços da soma de todos os bens e serviços produzidos pelo país durante todo o exercício de um ano.

Figura 5: Evolução dos agregados monetários como participação no PIB no período 1994 a 2004 (%).



Fonte: Banco Central do Brasil (2005).

As variações ocorridas nas proporções dos meios de pagamentos mais amplos ou quase-moeda no produto foram resultantes do comportamento dos investidores, em função dos instrumentos de política monetária adotados pelo Banco Central, isto é, o início da cobrança da

CPMF; desregulamentações dos fundos de investimentos; alteração da alíquota de recolhimento dos compulsórios sobre os fundos de curto prazo, etc.

A política monetária, desde o início do Plano Real até a mudança do regime cambial, em 1999, passou por três fases no controle de inflação. A primeira se estendeu até a crise mexicana; a taxa de câmbio possuía teto rígido e controle rigoroso, os quais foram ultrapassados em virtude da remonetização da economia e da entrada de capitais especulativos. A segunda ocorreu após a crise do México, em que a monetização da economia passou a ser controlada via aumento das taxas de juros e do depósito compulsório das instituições financeiras. Já a terceira fase começou a partir da crise dos países asiáticos, em que as metas monetárias se tornaram mais flexíveis, com a taxa de juros variando de acordo com a necessidade de financiamento do balanço de pagamentos.

Com a mudança de regime cambial em junho de 1999 e com a adoção de câmbio flutuante e aliado à política de metas inflacionárias, deu-se a quarta fase. Dessa forma, a taxa de juros, juntamente com os depósitos compulsórios e a política de crédito passaram a ser os instrumentos fundamentais de controle da inflação, monitorando o grau de desvalorização do real e o nível de atividade econômica⁴. A adoção de um sistema explícito de metas de inflação ocorreu por meio da resolução nº 2.615 de junho de 1999, conforme evidencia a Tabela 2⁵. O observa-se que a inflação realizada nos anos de 1999 e 2000 se situou dentro das metas e de suas respectivas margens de tolerância de 6% a 10%, em que a realizada foi de 8,94, e das margens de 4% a 8%, sendo que a efetiva ficou em 5,97%.

A exceção ocorreu, como ainda ilustra a Tabela 2, em 2001. A taxa de inflação realizada ultrapassou a meta de 4% e sua margem de tolerância, atingindo 7,67%. Já o maior distanciamento da inflação de sua meta foi verificado em 2002. A taxa de inflação efetiva foi de 12,53%, contra uma meta de tolerância máxima de 5,5%. No biênio 2003 e 2004, após várias revisões e de ajustes das metas e de suas respectivas tolerâncias, a inflação realizada se enquadrou dentro de suas estimativas, atingindo as taxas de 9,3% e 7,6%, respectivamente.

A taxa básica de juros medida pela Selic apresentou forte oscilação no período de 1994 a 2004, como revela a Tabela 3. Em dezembro de 1997, a taxa básica de juros atingiu seu nível

máximo, com 38% a.a. Tal fato teve a finalidade de enfrentar a crise cambial provocada pelos choques negativos provenientes dos países asiáticos que ocasionaram fortes perdas de reservas internacionais. A partir disso, a taxa de juros Selic passou a apresentar uma trajetória declinante, situando-se em 15,75% no final de 2000.

Tabela 2: Comparativo da meta de inflação com a realizada no Brasil no período 1999 a 2004 (%).

Ano	Meta	Margem de erro	Realizado
1999	8	+ / - 2	8,94
2000	6	+ / - 2	5,97
2001	4	+ / - 2	7,67
2002	3,5	+ / - 2	12,53
2003	3,25, 4 e 8,5	+ / - 2,5	9,3
2004	3,75 e 5,5	+ / - 2,5	7,6

Fonte: Banco Central do Brasil (2006a).

Outro fato que reverteu a tendência de queda na taxa de juros básica foi a expectativas negativas geradas pelo mercado quanto à eleição e à posse de nova administração. Como ainda mostra a Tabela 5, a taxa básica passou para 19% no final de 2001 e para 25% no fim do ano seguinte. Isso significa uma taxa de juro real – comparando com dados da Tabela 2 – de aproximadamente 12% a.a. Apesar das quedas e retrocessos gradativos nas taxas básicas de juros ocorridos nesse período, ela ainda se situava como uma das mais altas taxas de juros do mundo. Como resultado, a economia brasileira experimentou obstáculos adicionais ao estímulo do investimento e, por conseguinte, ao crescimento do produto, além de ter elevado consideravelmente o serviço da dívida pública. Salienta-se ainda que a taxa de juros básica efetiva tem se mantido muito próximo da meta perseguida pela autoridade monetária brasileira, sobretudo no período em que se consolidou a sistemática de meta de taxa de juros.

A análise de correlação foi empregada para averiguar o grau de relação entre os indicadores macroeconômicos selecionados, no período de janeiro de 1994 a dezembro de 2004,

como ilustra a Tabela 4. Nota-se que os coeficientes de correlação entre as variáveis com periodicidade trimestral são bastante variados. Entretanto, o grau de correlação mais elevado foi verificado entre a taxa de inflação e a taxa de juros Selic com 1,00. Já entre a base monetária e M1, esse coeficiente é da ordem de 0,99. Tal magnitude era esperada de detrimento aos seus conceitos e controle pelo Banco Central. Em seguida aparece a forte correlação positiva entre os dois agregados monetários e a dívida líquida do setor público, situando-se acima de 0,98 e entre a dívida líquida do setor público e a taxa de câmbio, em que o foi de 0,90. Com relação ao PIB, ainda por meio da Tabela 4, grau de correlação com os agregados monetários gira na faixa de 0,89.

Tabela 3: Evolução das taxas básicas de juros no período 1994 a 2004* (%).

Reunião	Data	Meta Selic	Taxa Selic efetiva
1 ^a	26/06/96	1,90	23,28
7 ^a	18/12/96	1,70	21,73
20 ^a	17/12/97	38,00	37,47
31 ^a	17/12/98	29,00	29,21
42 ^a	15/12/99	19,00	19,00
54 ^a	20/12/00	15,75	15,76
66 ^a	19/12/01	19,00	19,05
79 ^a	18/12/02	25,00	24,90
91 ^a	17/12/03	16,50	16,32
103 ^a	16/12/04	17,75	17,74

Fonte: Banco Central do Brasil (2006a).

*Refere-se à taxa de dez./dez.

Ao passo que o maior grau de correlação inversa foi verificado entre a taxa de inflação e a taxa de câmbio, com 0,75, entre a dívida do setor público e a taxa de investimento, com 0,72, e a taxa de juros Selic e o PIB, com 0,65, o menor grau de correlação negativa foi registrado entre a taxa de investimento e a taxa de juros Selic com 0,03 e entre a taxa de investimento e a taxa de inflação, com 0,06.

Tabela 4: Coeficiente de correlação entre as variáveis macroeconômicas selecionadas no período de 1994 a 2004 (informações trimestrais).

Variáveis	BM	M1	PIB	DLSP	Selic	Des	Inv	Camb	Inf	DC
BM	1,00									
M1	0,99	1,00								
PIB	0,88	0,89	1,00							
DLSP	0,98	0,99	0,86	1,00						
Selic	-0,45	-0,43	-0,67	-0,39	1,00					
Dês	0,75	0,71	0,68	0,76	-0,32	1,00				
Inv	-0,64	-0,63	-0,45	-0,72	-0,03	-0,56	1,00			
Camb	0,85	0,85	0,67	0,90	-0,18	0,63	-0,75	1,00		
Inf	-0,42	-0,39	-0,65	-0,35	1,00	-0,30	-0,06	-0,13	1,00	
DC	0,84	0,83	0,72	0,79	-0,34	0,57	-0,47	0,59	-0,32	1,00
OM	0,83	0,85	0,66	0,87	-0,21	0,57	-0,72	0,83	-0,17	0,69

Fonte: Ipeadata (2006).

Nota: BM refere-se à base monetária, M1, meios de pagamentos (conceito mais restrito), PIB, Produto Interno Bruto, DLSP, dívida líquida do setor público, Selic, taxa de juros Selic, Des, Taxa de desemprego, Camb, taxa de câmbio real frente ao dólar norte-americano, Inf., taxa de inflação, DC, depósitos compulsórios, e OM representa as operações de mercado aberto.

A condução da política monetária efetuada pela autoridade monetária do governo brasileiro, sem dúvida, usou mecanismos restritivos. Tais instrumentos foram, principalmente, altas taxas de juros e aumento dos recolhimentos compulsórios, como modo de restringir a expansão da base monetária. Conclui-se disso que a política monetária conduzida pelas autoridades monetárias não obteve sucesso na sua totalidade no que tange ao cumprimento das metas de inflação e da taxa de juros. Essas medidas, contudo, tenderam a dificultar a realização de investimentos necessários para o crescimento econômico.

5 Conclusões e considerações finais

A política monetária tem como característica básica manter e promover a estabilidade econômica por meio do controle pela autoridade monetária, da oferta de moeda em circulação e do nível das taxas de juros, visando à expansão da produção e do emprego. No entanto, a condução da política monetária a partir da administração FHC e no início da administração Lula, criou um dilema de escolha entre a estabilidade monetária e o crescimento.

Os resultados dessa análise revelaram que os condicionantes, na sua grande maioria, foram efetivos no sentido de restringir a base monetária, no período de 1994 a 2004, e, por consequência, diminuir a oferta de moeda em circulação na economia, excetuando-se o comportamento das operações com títulos públicos federais, que agiu fortemente no sentido de expandir a base monetária. O multiplicador bancário situou-se, na média, entre 1,3 e 1,4 na maior parte do período de 1994 a 2004.

Em relação às metas de inflação criadas a partir de 1999, os resultados apontaram que, nos anos de 2001 e 2002, as metas não foram atingidas, enquanto nos anos subsequentes, ou seja, 2003 e 2004, somente foram atingidas após várias revisões. Quanto às taxas básicas de juros, os resultados revelaram que elas se enquadraram, na maioria das vezes, dentro das metas preestabelecidas pelo Comitê de Política Econômica.

As análises, particularmente das correlações efetuadas, procuraram evidenciar o grau de influência, direta ou indireta, que a base monetária e o agregado monetário mais restrito (M1) exerciam sobre as variáveis macroeconômicas. O resultado mostrou alto grau de correlação da base monetária com a dívida líquida do setor público (DLSP), em função da compra e venda dos títulos da dívida, o que se constituiu em efeito de expansão da base monetária. O grau de correlação também é positivamente elevado entre os agregados monetários e o PIB, taxa de câmbio e dívida líquida do setor público (DLSP).

A política monetária conduzida pelo Banco Central, desde o início no governo FHC até o primeiro biênio do governo Lula, ou seja, de 1994 a 2004, desempenhou papel bastante restritivo.

Como consequência, houve bruscas elevações nas taxas de juros reais na economia do país, o que implicou o rápido crescimento da dívida pública interna, mas, em contrapartida, oportunizou a forte entrada de capitais externos, resultando no acúmulo de reservas internacionais. Tais ações foram, portanto, fundamentais para o resgate da credibilidade que permitiu o sucesso do Real, principalmente em períodos de crises externas. Por fim, salienta-se que o desempenho da política monetária praticada no Plano Real não foi tão efetivo em relação a seus propósitos iniciais, ou seja, de promover uma estabilidade econômica de forma duradoura que fosse compatível com o crescimento econômico de forma sustentada.

Referências

- ALMEIDA, M.; FONTES, R.; ARBEX, M.A. 2000. Retrospectiva dos regimes cambiais brasileiros com ênfase em bandas de câmbio. *Ensaio FEE*, **21**(1):7-43.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2005. *Relatório anual de 1994 a 2004*. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/banual>, acesso em: 06/09/2006. 150 p.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2006a *Histórico das taxas de juros fixadas pelo COPOM e evolução da taxa Selic*. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/COPOM/JUROS>, acesso em: 13/10/2006. 10 p.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2006b. *Coeficientes de comportamento monetário*. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>, acesso em: 10/10/2006.
- CARVALHO, F.J.C. de; SOUZA, F.E.P. de; SICSÚ, J.; PAULA, L.F.R. de; STUDART, R. 2001. *Economia monetária e financeira*. Rio de Janeiro, Ed. Campus, 475 p.
- DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. 1992. *Macroeconomia*. São Paulo, McGraw-Hill do Brasil, 903 p.
- FILGUEIRAS, L.A.M. 1999. O Plano Real: Antes e depois da crise cambial. *Revista Bahia Análises & Dados*, **9**(3):8-21.
- FILGUEIRAS, L.A.M. 2000. *História do Plano Real*. São Paulo, Ed. Boitempo, 250 p.
- HILLBRECHT, R. 1999. *Economia monetária*. São Paulo, Atlas, 387 p.
- LOPES J.C.; ROSSETTI, J.P. 2002. *Economia monetária*. 8ª ed., São Paulo, Atlas, 494 p.
- LOURENÇO, G.M. 2005. A crise política e os onze anos de Real. *Análise de Conjuntura*, **27**:5-6.

McCALLUM, B.T. 1989. *Monetary economics: Theory and policy*. New York, Macmillan Publishing Company, 356 p.

PORTUGAL, M.S. 1995. Estabilização dos preços, âncora cambial e balanço de pagamentos: Brasil, Argentina e México da história latino-americana recente. *Indicadores Econômicos FEE*, **23**(2):200-223.

SACHS, J.; ZINI Jr., Á. 1995. A inflação brasileira no Plano. *Revista de Economia Política*, **15**(2/58):26-49.

SILVA, M.L.F. 2002. Plano Real e âncora cambial. *Revista de Economia Política*, **22**(3):1-42.

TRICHES, D. 1992. *Demanda por moeda no Brasil e a causalidade entre as variáveis monetárias e a taxa de inflação: 1972/87*. Rio de Janeiro, 16º Prêmio BNDES de Economia, BNDES, 115 p.

TRICHES, D. 2003. *Economia política do Mercosul e aspectos monetários, cambiais e o Euro em perspectiva*. Caxias do Sul, Educs, 261 p.

TRICHES, D.; SIMONETTO, M.L. 2006. A análise da condução da política monetária após a implementação do Plano Real: 1994 a 2004. *Revista Perspectiva Econômica*, **2**(1):299-322.

ZINI JR., Á.A. 1996. Política cambial com liberdade ao câmbio. In: R. BAUMANN (ed.), *O Brasil e a economia global*. 5ª ed., Rio de Janeiro, Campus, p. 109-131.

¹ Uma abordagem sobre os efeitos da implementação do Plano Real na economia brasileira pode ser encontrada em Almeida *et al.* (2000), Filgueiras (1999; 2000), Lourenço (2005), Portugal (1995), Sachs e Zini Jr. (1995), Silva (2002), Triches (2003), Zini Jr. (1996), etc.

² Uma abordagem mais detalhada sobre esse tema encontra-se em Carvalho *et al.* (2001), Dornbusch e Fischer (1992), Hillbrecht (1999), Lopes e Rossetti (2002), Triches e Simonetto (2006), entre outros.

³ Com base nessa imprevisibilidade, McCallum (1989) analisa e procura identificar qual o instrumento de política monetária mais adequado entre o controle ou meta para a taxa de juros e o controle ou meta para a base monetária. Claramente, o instrumento ótimo será aquele que gerar menor volatilidade no mercado monetário.

⁴ Núcleo de inflação ou *core inflation* é a taxa do núcleo de inflação calculada pelo Instituto Brasileiro de Economia (IBRE) da Fundação Getúlio Vargas (FGV). Essa taxa tem por objetivo eliminar, via instrumentos estatísticos, informações de preços que são transitórias. O objetivo do núcleo de inflação não se configura como substituição de índices de inflação tradicionais, mas como indicador auxiliar para as autoridades monetárias. A metodologia utilizada pelo IBRE baseou-se na técnica de “médias aparadas”, que consiste em remover as maiores e menores variações de preços da distribuição *cross section* dos componentes do nível do IPC Brasil da FGV.

⁵ O índice escolhido para as metas de inflação foi o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do IBGE, que mede a inflação das famílias com renda de até 40 salários mínimos, com abrangência nacional.