

A operacionalidade da política monetária no Brasil após a implantação do Plano Real

Elisângela L. Araújo/UEM
Rodrigo Gustavo de Souza/UFPE

RESUMO

O objetivo deste artigo é analisar a operacionalidade da política monetária a partir da implantação do Plano Real até o ano de 2009, discutindo-se como os instrumentos e as variáveis de política econômica foram utilizados neste período. Inicialmente, analisou-se a condução da política monetária a partir de 1994, quando entrou em vigor o plano de estabilização, até o ano de 1999, momento em que ocorreu a mudança do regime de câmbio administrado para flutuante. A partir de então, tem-se a adoção do Regime Monetário de Metas de Inflação (RMMI), o qual passou a nortear as decisões de política monetária com importantes implicações para a dinâmica macroeconômica do país. As principais conclusões do trabalho apontam para o fato de que a política monetária, no período estudado, teve como objetivo principal a manutenção da estabilidade de preços.

Palavras-chave: Política monetária, Economia brasileira, Metas de Inflação.

1 INTRODUÇÃO

A década de 1990 representou uma fase de profundas transformações para a economia brasileira, marcando a sua passagem a um novo padrão de desenvolvimento e de inserção externa. Diferente do modelo anterior, que desde o segundo pós-guerra¹ até por volta dos anos 1980, logrou alcançar elevadas taxas de crescimento com a significativa participação do Estado, a partir da referida década assistiu-se ao avanço das medidas neoliberais, com a crescente liberalização e desregulamentação da economia.

Dentre os fatos marcantes da política econômica do país destaca-se a implantação da estratégia de estabilização pela adoção do Plano Real, em julho de 1994, o qual passou a exigir novas medidas para sustentação da estabilidade dos preços. Após a implantação do Plano Real, a política monetária tornou-se um dos pilares de contenção do processo inflacionário no Brasil e, para que esta pudesse alcançar seu objetivo houve a necessidade de significativas alterações na forma com que vinha sendo conduzida (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000).

Nesse contexto, o objetivo do presente trabalho é analisar a operacionalização da política monetária após a implantação do Plano Real, enfatizando a sua importância para a contenção do processo inflacionário. Busca-se também caracterizar as mudanças ocorridas ao longo do período 1994 e 2009, bem como as respostas da política monetária a estas mudanças e os resultados alcançados.

Para atingir seu objetivo o presente trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma. Após a introdução, a segunda seção analisa a condução da política monetária no ano de 1994, logo após a implantação do Plano Real, quando verificou-se o controle quantitativo da emissão de moeda. Posteriormente, avalia o período 1995 a 1999, fase caracterizada pelo regime de câmbio semi-fixo (valorizado) e, na sequência, o sub-período 1999 a 2009, quando o país adotou o regime de câmbio flutuante e também o regime monetário de metas inflacionárias (RMMI), na tentativa de estabelecer uma regra, uma âncora nominal para os preços, que pudesse balizar as expectativas dos agentes econômicos e conceder maior transparência à política monetária. Por fim, apresentam-se as considerações finais do trabalho.

2 O COMPORTAMENTO DA POLÍTICA MONETÁRIA PÓS PLANO REAL

Após um longo período convivendo com inflação elevada e de tentativas frustradas de estabilização de preços durante a década de 1980 e início de 1990², o Brasil finalmente alcançou a estabilização dos preços através da adoção do Plano Real. A implantação deste plano foi realizada em três fases distintas.

¹ Ver Serra (1984).

² Na sequência podem ser citados: Plano Cruzado (1986), Plano Bresser (1987), Plano Verão (1989), Planos Collor I (1990) e II (1991). Ver Castro (2005).

A primeira fase, iniciada em 14 de junho de 1993, visava equacionar o problema do déficit público, realizando um rápido ajuste fiscal através da criação do Fundo Social de Emergência (FSE), que permitiria ao governo uma maior flexibilidade no que se refere ao corte de gastos, pois este desvinculava cerca de 20% das receitas orçamentárias. A segunda etapa do Programa de Estabilização foi inaugurada com a publicação da medida provisória de sete de dezembro de 1993 que definiu as linhas gerais do programa e teve continuidade com a edição da medida provisória de fevereiro de 1994 (aprovada pelo congresso em maio de 1994) que criou a URV. O pressuposto básico do Plano, na fase da URV, que vigorou na economia brasileira nos meses de abril, maio e junho, foi a de neutralidade distributiva. Para evitar as distorções que comprometeram o êxito de outras políticas antiinflacionárias seria essencial que a conversão dos contratos e dos preços ocorresse de forma que não comprometesse o equilíbrio econômico. Por fim, a última etapa que consistia na implementação de uma reforma monetária, onde se introduziria uma nova moeda, o Real, entrou em vigor em 1º de julho de 1994 (SAYAD, 1995).

A partir da introdução do Plano Real, a política monetária passou a ser utilizada como um dos pilares de contenção inflacionária. Para tanto, a norma legal que implantou o Plano Real determinou: uma nova configuração para o Conselho Monetário Nacional (CMN), que passaria a ser composto somente pelos Ministros da Fazenda e Planejamento e pelo Presidente do Banco Central Brasil (BACEN); modificações no mecanismo que autorizava as emissões de moeda criando-se limites para estas emissões, que deveriam ser autorizadas pelo CMN e aprovadas pelo Congresso Nacional, estabelecendo-se controles rígidos de emissão de moeda, que poderiam ser alterados pelo CMN apenas em ocasiões especiais, sem que esta alteração ultrapassasse 20% e, por fim, a vinculação da base monetária às reservas internacionais do país. Este lastreamento das reservas seria realizado nas datas e volumes correspondentes ao início dos trimestres em que fosse autorizada a emissão (BACEN, 1994).

No que se refere aos limites quantitativos impostos à emissão de moeda, o objetivo foi criar uma regra monetária que possibilitasse o controle da oferta de moeda e que impedisse o financiamento inflacionário do déficit público. Criaram-se, então, metas quantitativas trimestrais para a base monetária, com o objetivo de sinalizar aos agentes econômicos que não ocorreriam emissões destinadas ao financiamento do déficit público. O intuito era que Autoridade Monetária conseguisse manter o crescimento constante e moderado da emissão monetária. Dessa forma, seguindo esta regra, possibilitaria uma importante contribuição para promover a estabilização da economia.

Inicialmente, as metas estabelecidas para o ano de 1994 objetivavam que o crescimento da oferta de moeda não ultrapassasse R\$ 7,5 bilhões, entre o período de 01-07-1994 a 30-09-1994 e R\$ 8,5 bilhões entre 01-10-1994 a 31-12-1994 (BACEN, 1994). Apesar da programação monetária, verificou-se um rápido crescimento da base monetária, o que denunciava uma política incapaz de manter as metas pré-estabelecidas.

Face a este problema, as metas para a programação foram revistas e o crescimento da oferta de moeda não deveria ultrapassar R\$ 9 bilhões entre o período de 01-07-1994 a 30-09-1994 e R\$ 15 bilhões entre 01-10-1994 a 31-12-1994. Após esta alteração verificou-se o cumprimento das metas, conforme aponta a Tabela 1.

Tabela 1. Programação monetária para o segundo semestre de 1994.

Período	Programação inicial (em R\$ bilhões)	Nova programação (em R\$ bilhões)	Saldo atingido (em R\$ bilhões)
01-07-94 a 30-09-94	7,5	9,0	8,9
01-10-94 a 31-12-94	8,5	15,0	14,8

Fonte: Elaborado a partir de BACEN (2009).

Dada a dificuldade para controlar a expansão monetária, o BACEN passou a utilizar outros instrumentos para a contenção da moeda e do crédito. Assim, em julho de 1994, o BACEN fixou a taxa de recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista em 100% e em 20% a taxa sobre os depósitos de poupança e a prazo, os quais no mês de agosto foram elevados para 30%, como pode

ser visto na Tabela 2. Estas medidas restritivas foram mantidas durante todo o ano de 1994, embora tivessem se mostrado pouco eficientes no que refere à contenção da base monetária.

Tabela 2. Alíquota de depósito compulsório – 1994.

Período	Depósitos à vista	Depósitos a prazo	Depósitos de poupança
Antes do Plano	40%	-	15%
Jun/1994	100%	20%	20%
Ago/1994	100%	30%	30%
Out/1994	100%	30%	30%
Dez/1994	90%	27%	30%

Fonte: Elaborado a partir de BACEN (2009).

A expansão da quantidade de moeda na economia, além do limite fixado, era explicada pelo governo através da dificuldade de se prever qual seria o efetivo aumento da liquidez que ocorreria após a queda da inflação. Outra explicação era que a remonetização da economia ocorria devido ao aumento da demanda por papel moeda e depósito à vista por parte dos agentes econômicos.

Portanto, o que se verificou neste período foi a tentativa da Autoridade Monetária em manter a quantidade de moeda dentro dos limites da programação monetária, utilizando-se para isso medidas de restrição da moeda e do crédito o que, no entanto, se mostrou pouco eficiente no cumprimento de tal objetivo.

Ainda no fim de 1994, a economia brasileira começou a sentir os efeitos da crise mexicana, que ocorreu devido à incapacidade do México em financiar o seu balanço de pagamentos. Em virtude desta crise, os investidores passaram a ter expectativas pessimistas com relação aos mercados emergentes. Como a taxa de câmbio no Brasil estava valorizada, havia expectativas de que o país poderia desvalorizar sua moeda caso tivesse dificuldades para financiar seu balanço de pagamentos, o chamado efeito “tequila”. Isto levou a fugas de capitais do país e novamente a adoção de mais medidas restritivas, como por exemplo, a elevação da taxa de juros para 65% a.a., no mês de março de 1995 (BATISTA JR, 1997).

A crise mexicana, que foi a primeira crise internacional após a implantação do Plano Real, representou um abandono da política monetária que vinha sendo adotada até então, verificando-se o fim do controle quantitativo da expansão da oferta de moeda e da flexibilidade cambial. Entretanto, o governo continuava ainda com a preocupação de controlar a quantidade de moeda através de restrições ao crédito, elevação das taxas de juros e depósitos compulsórios.

2.1 OS NOVOS CONDICIONANTES DA POLÍTICA MONETÁRIA APÓS 1995

A crise mexicana revelou o abandono da política monetária adotada desde o início do Plano Real. No início de 1995, as metas de expansão monetária deixaram de ser fixadas por lei, passando a ser estimadas por programação monetária trimestral elaborada pelo BACEN, posteriormente aprovada pelo CMN e, por último, encaminhada ao Congresso Nacional. Neste mesmo ano, o BACEN passou a operar por meio de bandas cambiais (câmbio administrado), que seriam definidas mediante a divulgação prévia de um limite superior e inferior de intervenção. Para manter o câmbio dentro das faixas estabelecidas, o BACEN interviria no mercado (BACHA, 1997).

No fim deste ano, como os indicadores econômicos já davam sinais de melhora, teve início a um processo gradual de flexibilização da política monetária, com a redução das alíquotas de recolhimento compulsório, conforme mostra a Tabela 3. Também a taxa de juros seguiu uma trajetória declinante, passando de 65% a.a. para 31% a.a., em dezembro de 1995. Cabe ressaltar, que durante o ano de 1995 a taxa Selic nominal média foi de 53,1% a.a. e o Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI) registrou 14,8% neste ano, ou seja, a taxa real de juros foi superior a 36% a.a. (BACEN, 1995).

Tabela 3. Alíquota de depósito compulsório – 1995.

Período	Depósitos à vista	Depósitos a prazo	Depósitos de poupança
Abr/1995	90%	30%	30%
Mai/1995	90%	30%	30%
Jun/1995	90%	30%	30%
Jul/1995	83%	30%	30%
Ago/1995	83%	20%	15%
Set/1995	83%	20%	15%
Nov/1995	83%	20%	15%

Fonte: Elaborado a partir de BACEN (2009).

Entretanto, a alíquota de depósito compulsório e a taxa de juros ainda continuavam altas se comparado ao período anterior ao plano. Devido a política monetária restritiva, verificou-se uma fragilização do sistema financeiro, muitas instituições como o Banco Nacional, Banco Bamerindus e o Banco Econômico passaram a enfrentar problemas de liquidez e solvência. Assim, o BACEN passou a intervir no sistema e foi criado, em 03 de novembro de 1995, o Programa de Estímulo à Reestruturação do Sistema Financeiro (PROER), com o objetivo de organizar processos de fusões e incorporações de bancos (BACHA, 1997).

Em 1996, a política monetária foi conduzida com o objetivo de fornecer condições para a retomada do crescimento econômico, por meio da redução gradual das taxas de juros e de estímulo à oferta de crédito, sem perder de vista a manutenção da estabilidade da moeda. Para a consecução desses objetivos deu-se continuidade à disciplina monetária, compreendida nas programações trimestrais estipuladas e, gradualmente, a Selic caiu de 31% a.a., em janeiro, para 24% a.a. em dezembro (BACEN, 1996).

Apesar da continuidade das metas monetárias, estas não eram mais a essência do Plano Real. O objetivo da manutenção das metas era evitar a expansão descontrolada da demanda agregada, inviabilizando o objetivo final da política, que era a estabilidade de preços (CAVALHEIRO, 2002).

Outro fato marcante ocorrido neste período, foi a reformulação da assistência de liquidez, através da redefinição das operações de redesconto. Esta medida estabelecia um novo modelo de política monetária, com uma maior transparência na definição dos objetivos da Autoridade Monetária (BACEN, 1996). A zeragem automática, que passaria a ser feita via assistência de liquidez, colocava o Banco Central em posição passiva na sua tarefa de gerenciamento de liquidez, tendo em vista que a iniciativa do processo passaria a ser dos bancos. Segundo Torres (1999), a retirada do caráter punitivo da assistência de liquidez foi um acontecimento marcante da década de 1990, pois permitiu a recuperação da assistência de liquidez como instrumento efetivo de política monetária.

A operacionalidade da política monetária no decorrer de 1997 esteve, em parte, condicionada à evolução das condições de liquidez no mercado financeiro internacional, tendo em vista a ocorrência de uma crise financeira, desta vez originada no sudeste asiático. Em função das indefinições da trajetória da economia mundial, o processo de redução gradual da taxa Selic foi interrompido, o que pode ser visualizado na Tabela 4.

Tanto a taxa de juros, como as taxas de câmbio, foram manejadas de forma que a demanda interna não viesse a contribuir para a deterioração das contas externas, viabilizando assim a entrada de capitais para financiamento do balanço de pagamentos. Devido à crise externa verificou-se pressão de baixa sobre a moeda brasileira, o que levou a grande fuga de capitais (PASTORE; PINOTTI, 1999). Uma das medidas para conter este processo foi a elevação da taxa de juros para 43,30% a.a. em novembro de 1997.

Também no ano seguinte, 1998, a política monetária foi dependente da evolução das condições de liquidez no mercado financeiro internacional. Assim, no primeiro semestre do ano, quando os efeitos da crise do sudeste asiático sobre os movimentos de capitais davam mostras de arrefecimento, o Banco Central deu continuidade à flexibilização gradual da política monetária e as taxas de juros atingiram patamares próximos ao vigente antes da crise.

Assim, até por volta do mês de agosto, as taxas básicas de juros apresentaram trajetória declinante, com a taxa Selic passando de 42,1% a.a., em dezembro de 1997, para 19,2% a.a., em agosto de 1998.

Entretanto, quando o influxo de capitais externos passou a sofrer restrições em função de expectativas pessimistas em virtude da Crise Russa, verificou-se a atuação defensiva por parte das instituições financeiras, que passaram a se posicionar em ativos de maior liquidez. O Banco Central, então, promoveu mudanças na condução da política monetária objetivando a manutenção das taxas de juros em patamar condizente com a nova situação (CAVALHEIRO, 2002).

Tabela 4. Taxa de juros Over-Selic (% a.a) - 1995 a 2009.

Ano	Taxa de Juros (acumulado do ano)
1995	43,36
1996	24,47
1997	22,36
1998	25,58
1999	23,01
2000	16,17
2001	16,07
2002	17,67
2003	21,16
2004	15,14
2005	17,56
2006	14,12
2007	11,27
2008	11,82
2009	9,50

Fonte: Elaborado a partir de BACEN (2009).

Desta forma, a partir de setembro, a taxa situou-se em patamar mais elevado, reflexo da deterioração do cenário econômico internacional, atingindo 36,3% a.a., em média, no último quadrimestre do ano. Portanto, tanto durante a Crise Asiática (1997), quanto na Crise Russa (1998), a taxa de juros se mostrou como a principal variável de ajuste.

A elevada taxa de juros verificada durante 1998 foi um dos fatores que contribuiu para que as reservas internacionais do país atingssem R\$ 74,6 bilhões neste ano, pois significava um atrativo para a entrada de capitais de curto prazo. Esta entrada de capitais externos no país exercia pressão sobre a base monetária mas, mesmo ante a necessidade de recursos externos, o governo não deveria permitir o crescimento acentuado da base monetária. Assim, para evitar pressões sobre a demanda agregada que pudessem afetar a estabilidade de preços o governo passou a emitir títulos da dívida interna, impedindo assim que o crescimento das reservas internacionais fosse repassado a base monetária (COUTO, 1999).

Também em virtude das saídas de capitais ocorridas durante a Crise do México (1994), Ásia (1997) e Rússia (1998) o governo Fernando Henrique Cardoso começou a negociar com o Tesouro americano e com o Fundo Monetário Internacional, um acordo de empréstimo que estabeleceu novas regras para o funcionamento do governo brasileiro. Essencialmente, ficou acordado um grande empréstimo logo após as eleições, desde que o presidente anunciasse formalmente as novas regras para o gasto do dinheiro público estabelecendo, como prioridade para o orçamento público, um superávit entre receitas e despesas. No dia 13 de novembro foi divulgado o valor do empréstimo feito no acordo com o Fundo Monetário Internacional que seria de US\$ 41,5 bilhões. A previsão era de que o país economizaria o equivalente a 2,6% do PIB em 1999, 2,8% em 2000 e 3,0% em 2001, evitando assim que a dívida crescesse e se tornasse impagável. Com isso, o governo acreditava que a dívida pública se estabilizaria em torno de 48% do PIB.

Outro fator relevante, consequência das crises financeiras ocorridas, foi a forte saída de capitais do país, que culminou com o declínio do regime de bandas cambiais vigente desde 1995. Face a isto, em janeiro de 1999 o país abandonou o regime de bandas e adotou o regime de taxas de câmbio flutuante. Assim, a política monetária neste ano foi caracterizada pela reformulação das regras operacionais relativas à fixação da taxa básica de juros pelo Banco Central, a qual deveria ser compatibilizada com o regime de taxas de câmbio flutuantes e o estabelecimento de metas para a inflação. Esse será objeto de análise da próxima seção.

2.2 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O início do ano de 1999 foi marcado pela desvalorização cambial abrupta e desorganizada e pelas dificuldades econômicas que se seguiram. Um exemplo foi a moratória das dívidas de Minas Gerais, a qual ficou conhecida como efeito “pão de queijo”, que piorou as expectativas por parte dos agentes econômicos da vulnerabilidade da economia brasileira.

O aumento da desconfiança dos agentes levou a dúvidas quanto a solvência brasileira, provocando a saída de recursos do país. No dia 13 de janeiro de 1999 houve uma grande desvalorização cambial culminando na queda de Gustavo Franco, presidente do Banco Central e principal ideólogo da âncora cambial.

A partir de então, Francisco Lopes assumiu seu posto e anunciou um alargamento controlado da banda cambial, com a desvalorização de 9% da moeda doméstica. Houve queda na bolsa de valores e fuga de capitais pressionando o câmbio e, no dia 15 de janeiro, o câmbio foi liberado e o Real se desvalorizou mais 10%, o que fez com que os mercados começassem a se acalmar. Porém, a especulação se acentuou com a explicitação da desorganização da equipe econômica, levando FHC a pressionar o Congresso Nacional para a aprovação de várias medidas de impacto fiscal. Novamente, o presidente do BACEN foi substituído, saindo Francisco Lopes e assumindo o cargo Armínio Fraga.

Assim, pode-se perceber que, no ano de 1999, a política monetária brasileira encontrava-se em profundo descrédito. Havia também o risco da aceleração da inflação, tendo em vista a desvalorização cambial ocorrida. Portanto, era preciso resgatar a credibilidade da política monetária e, foi neste contexto, que o regime de metas para a inflação passou a ser cogitado como solução para conter as expectativas negativas dos agentes e dar maior credibilidade à política monetária.

Dessa forma, em junho de 1999, foi introduzido o regime de metas de inflação no Brasil. Esse regime pressupõe: a adoção pública de uma meta a ser perseguida pela Autoridade Monetária para determinado período de tempo, o compromisso institucional com a busca da estabilidade de preços, maior transparência para o público no que se refere à condução da política monetária e a reduzida importância de metas intermediárias (ROMER, 2000).

Com a adoção deste sistema, o IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo) passou a ser a referência para as metas a serem estabelecidas, permitindo-se uma margem de flutuação desse índice, para mais ou para menos, relativamente à meta estabelecida. As metas para inflação e os valores efetivamente registrados no período de 1999 a 2010 estão demonstrados na Tabela 5.

Tabela 5. Metas para a inflação, 1999 a 2010, (em %).

Ano	Limite inferior	Meta	Limite superior	Inflação registrada
1999	6	8	10	8,94
2000	4	6	8	5,97
2001	2	4	6	7,77
2002	1,5	3,5	5,5	12,5
2003*	1,5	4	6,5	9,3
2004*	3	5,5	8	7,60
2005	2	4,5	7	5,69
2006	2,5	4,5	6,5	3,14
2007	2,5	4,5	6,5	4,46
2008	2,5	4,5	6,5	5,90
2009	2,5	4,5	6,5	4,31
2010	2,5	4,5	6,5	--

Fonte: Elaborado a partir de BACEN (2010).

*Metas revisadas.

O estabelecimento do regime de metas de inflação associado à melhora nas expectativas dos agentes econômicos possibilitou a Autoridade Monetária iniciar um processo gradual de redução da taxa Selic, que atingiu 19% a.a., no mês de dezembro de 1999. Além de iniciar o processo de redução da taxa de juros, o BACEN diminuiu o *spread* bancário, através da redução do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e do depósito compulsório (BACEN, 1999).

Esta nova forma de condução da política monetária trouxe resultados satisfatórios no ano de 1999, verificando-se o cumprimento da meta de inflação, que atingiu 8,94% a.a., mantendo-se dentro dos limites estabelecidos pelo Banco Central, como apontado na Tabela 4.

Também no ano de 2000, a política monetária mostrou-se eficiente no que diz respeito ao cumprimento da meta inflacionária, visto que a inflação atingiu 5,97% a.a., ficando abaixo do limite estabelecido, como demonstrado na Tabela 4. No decorrer de 2000, entretanto, a gestão da política monetária foi condicionada por incertezas no cenário externo, assinalando-se as elevações dos preços internacionais do petróleo, ocorridas desde o início do ano, as indefinições quanto ao rumo e aos resultados da política monetária norte-americana, assim como as dificuldades enfrentadas pela Argentina, com possíveis reflexos nas avaliações de risco, por parte dos agentes externos, menos favoráveis também para o Brasil (BACEN, 2000)

Dentro deste contexto, a meta para a taxa Selic foi reduzida ao longo do ano, embora tenha se imprimido rigidez em fases de maiores incertezas, identificando-se dois patamares para a referida meta no ano 2000. Assim, no primeiro semestre, a meta permaneceu em 19% a.a. até abril, quando foi reduzida para 18,5% a.a. e mantida nesse patamar por dois meses. Em meados do ano, o arrefecimento das incertezas na conjuntura internacional permitiu a redução no patamar de taxa de juros, com a meta passando para 17,5% a.a. em junho e para 16,5% a.a. em julho. No segundo semestre, o recrudescimento do cenário de incertezas na conjuntura internacional determinou a interrupção do processo de redução da meta para a taxa Selic, que voltou a ser reduzida apenas em dezembro, para 15,75% a.a. (BACEN, 2000).

Há que se destacar, que a meta para a taxa Selic, neste ano, atingiu o nível mais baixo desde a implantação do Plano Real. Entretanto, no ano de 2001, face à depreciação cambial e às pressões exercidas pela falta de energia elétrica, a Autoridade Monetária promoveu o aumento da oferta de moeda estrangeira no mercado interno através de elevações da meta para a taxa Selic, que atingiu 19% a.a. Foram adotadas, ainda, medidas adicionais no sentido de desestimular a retenção de moeda estrangeira, tais como a elevação do depósito compulsório sobre os depósitos a prazo de 0% para 10% e o aumento da exigibilidade de reservas bancárias (BACEN, 2000).

Assim, neste ano, a meta estabelecida para a inflação que era de 4% a.a. com uma margem de erro de 2% não foi cumprida, pois a inflação atingiu 7,7% a.a., ficando acima do limite estabelecido, conforme mostrado na Tabela 4. Também no ano de 2001, verificou-se a continuidade do crescimento da dívida pública, apesar do ajuste anunciado por Fernando Henrique Cardoso em 1998. Sendo assim, em 3 de agosto de 2001, o comunicado do Ministério da Fazenda anunciava novo acordo: um empréstimo desta vez de US\$ 15 bilhões, com o compromisso de um superávit primário maior, de 3,35% do PIB em 2001 e 3,5% em 2002. Em 2001, a dívida pública estava em 51% do PIB. E no dia 4 de setembro deste ano, se anunciava o terceiro acordo com o FMI, desta vez para um empréstimo de US\$ 30 bilhões, com o compromisso de um superávit primário de 3,75% do PIB em 2003, 2004 e 2005.

Já no ano de 2002, a conjuntura econômica vigente no primeiro trimestre caracterizou-se por eventos favoráveis, destacando-se os níveis baixos e estáveis da inflação, a relativa estabilização dos preços internacionais do petróleo e da taxa de câmbio, assim como a considerável margem de capacidade ociosa na indústria, gerada a partir dos choques de oferta ocorridos em 2001. Levando-se em conta as condições de demanda, com moderada expansão do crédito e ausência de pressões salariais, os indicadores disponíveis evidenciaram condições para que a política monetária pudesse ser gradualmente flexibilizada. Assim, o Copom reduziu a meta para a taxa de juros que se encontrava em 18,5% a.a. fixando-a em 18% (BACEN, 2002).

No entanto, no último trimestre deste ano, a condução da política monetária foi conservadora, tendo em vista o aumento na preferência por liquidez. O baixo crescimento mundial, as incertezas quanto à futura política econômica interna no período pré-eleitoral, a maior aversão ao risco por parte dos investidores internacionais e as perspectivas de guerra no Golfo Pérsico, principalmente por gerarem condições para movimentos especulativos, induziram excessiva volatilidade no mercado cambial e escassez de oferta de recursos externos.

Algumas medidas foram adotadas visando equilibrar a liquidez do sistema bancário. Destacam-se a elevação dos recolhimentos compulsórios sobre depósitos a prazo e de poupança e a instituição de exigibilidade adicional sobre depósitos. Há que se destacar ainda, as incertezas associadas à condução da política econômica, em vista do processo eleitoral no qual o candidato de esquerda Luiz Inácio Lula da Silva era apontado como favorito ao governo, afetando a trajetória da taxa de câmbio que saltou de um patamar médio de R\$ 2,55, no quarto trimestre de 2001, para R\$ 3,67, no quarto trimestre de 2002, pressionando significativamente os preços internos (MENDONÇA, 2000).

Assim, em resposta às pressões inflacionárias decorrentes da depreciação cambial verificadas no fim do ano de 2002 e, no intuito de buscar a convergência da trajetória futura dos índices de preços às metas de inflação estabelecidas, o Banco Central elevou, em três ocasiões, a meta para a taxa Selic, de 18% a.a. para 21% a.a. em outubro, 22% a.a. em novembro e 25% a.a. ao final de 2002 (BACEN, 2002).

Em face às turbulências ocorridas na economia brasileira durante o ano de 2002, a meta estabelecida para a inflação que era de 3,5% a.a. não foi novamente cumprida e a inflação alcançou neste ano 12,5%.

Como visto, desde a adoção do sistema de metas de inflação em 1999, a política monetária voltou-se para o cumprimento de tais metas. Em momentos em que ocorreram eventos externos que pressionaram a inflação, como nos anos de 2001 e 2002, a Autoridade Monetária atuava elevando a taxa de juros. Ao contrário, as taxas de juros foram reduzidas em períodos em que se observava retração dos índices de preços.

A análise da política monetária, no ano de 2003, mostra que a meta de inflação fixada em 8,5%, não foi novamente cumprida, pois o IPCA fechou o ano em 9,3%. a.a. (Tabela 4). Apesar da taxa de inflação ter se situado acima da meta perseguida pelo governo, manteve-se dentro do limite de tolerância e, portanto, quando se considera que as expectativas no começo do ano de 2003 eram bastante negativas, o resultado atingido foi, até certo ponto, satisfatório (BACEN, 2004).

Quanto ao comportamento da taxa de juros neste ano, verifica-se que o governo começou o ano aumentando a taxa de juros de 25% a.a., no mês janeiro, para 25,5% a.a. em fevereiro, 26% a.a. em março e 26,5% a.a. em abril. Entretanto, tendo em vista a convergência da inflação para a trajetória das metas, as perspectivas favoráveis para a evolução da atividade econômica e o cenário internacional reduziu a taxa Selic para 16,5% a.a. em dezembro de 2003. Quando se analisa o acumulado do ano de janeiro a dezembro observa-se que a taxa Selic caiu 8,5 pontos percentuais, em 2003, embora continuasse entre as taxas de juros mais altas do mundo, superior a outros países como México, Chile e Argentina.

No ano de 2004, a política monetária continuou na busca pela manutenção dos preços, num ambiente de intensificação do nível de atividade econômica interna, de liquidez internacional e do aumento dos preços das *commodities*, em razão do crescimento da economia mundial (BACEN, 2005).

Dessa forma, para que se cumprisse a meta para a inflação, a trajetória de flexibilização da política monetária foi interrompida. Nas duas primeiras reuniões do Copom foram cortados 0,25 pontos percentuais e a Selic caiu de 16,5 para 16% a.a. mantendo-se inalterada nas duas reuniões seguintes.

Devido a alguns fatores que pressionavam os preços, trazendo a ameaça do descumprimento da meta, tais como o alto nível de utilização da capacidade instalada da indústria e a desvalorização cambial ocorrida no segundo trimestre. Em setembro, a Selic foi ajustada em 0,25 pontos percentuais, seguida por ajustes consecutivos de 0,50, tendo fechado este ano em 17,75% a.a. A inflação registrou, neste ano, 7,6% enquanto que o centro da meta era de 5,5%. (BACEN, 2004)

No ano de 2005, a política monetária seguiu momentos distintos, pois até o início do segundo semestre manteve a tendência de elevação dos juros, motivada pela busca de conter a demanda agregada, ante a deterioração do cenário externo e dos elevados preços do petróleo. A Selic elevou-se 0,50 pontos percentuais por três meses seguidos, passando a 19,25%. Posteriormente, elevou-se 0,25 pontos percentuais, chegando, em maio, a 19,75% a.a (BACEN, 2005).

A partir daí, com a avaliação pela autoridade monetária de melhora do ambiente econômico, a Selic manteve-se inalterada e, em setembro iniciou trajetória de redução caindo 0,25. Nos meses de outubro, novembro e dezembro, houve o corte de 0,50 ponto percentual e fechou o ano de 2005 em 18% a.a.

No ano de 2006 a política monetária também continuou na busca pela manutenção da estabilidade de preços, em vista da meta para inflação de 4,5% a.a. A inexistência de pressões inflacionárias levou a uma redução da Selic de 4,75% pontos percentuais, encerrando o ano em 13,75%.

Colaborou para esse cenário o comportamento do câmbio, que exerceu influência positiva sobre o nível de preços, possibilitou a acumulação de reservas, a redução da dívida em moeda estrangeira, melhorando a percepção dos agentes, o que contribuiu com a redução do risco-país que atingiu níveis históricos, abaixo de 200 pontos. Nesse ano, desde a implantação do sistema de metas de inflação, o IPCA atingiu 3,14% a.a. e, pela primeira vez, ficou dentro da programação estipulada.

Em 2007 a condução da política monetária objetivou isolar a economia de fatores externos, tais como a elevação dos preços das *commodities*, bem como fatores internos: elevação do emprego e da renda, impulsos fiscais e transferências governamentais realizadas em 2006. Esses fatores levaram a um ritmo menor nos cortes na taxas de juros, que nas três primeiras reuniões do ano caiu 0,25 pontos. Nos meses de junho e julho aumentaram-se o ritmo dos cortes que foram de 0,50 pontos percentuais e, nos meses seguintes a fim de não comprometer a estabilidade de preços a Selic foi mantida inalterada em 11,25% a.a. Em 2007 a inflação atingiu seu terceiro menor nível desde 1980, fechando o ano em 4,46% a.a. dentro da meta fixada que foi 4,5% a.a. (BACEN, 2008).

A partir de fenômenos como a evolução do cenário econômico mundial e a aceleração do aquecimento da economia doméstica, em 2008, o Banco Central interrompeu a trajetória de queda da taxa Selic em evolução desde 2005. Inicialmente, o Copom optou por mantê-la sem alterações em 11,25%, nas duas primeiras reuniões do ano, elevando-a em 2,50 pontos percentuais nas quatro reuniões seguintes (sendo aumentos consecutivos de 0,50 nas duas primeiras e 0,75 nas duas reuniões posteriores) motivado pelas perspectivas incertas, dos efeitos da crise internacional, deflagrada no último trimestre daquele ano. Nas últimas reuniões do ano, outubro e dezembro, os efeitos contracionistas exercidos pela crise, sobre o crédito e a demanda, implicaram na decisão de manter a taxa Selic em 13,75% a.a. (IPEA, 2009).

No ano de 2009, a condução da política monetária foi influenciada pelos desdobramentos dos efeitos da crise mundial sobre a atividade econômica interna, a qual levou a restrições importantes no mercado de crédito, ao aumento da aversão ao risco e à deterioração de expectativas dos agentes.

Dessa forma, no ano de 2009, o BACEN reduziu significativamente a taxa Selic em 5,0 pontos percentuais. Inicialmente, nas duas primeiras reuniões, de janeiro e março, a Selic foi reduzida em 1,0 e 1,50 ponto percentual, respectivamente e, dada a evolução de um cenário inflacionário consistente com a trajetória das metas, assim como o desaquecimento da demanda, nas reuniões seguintes de abril e junho, o Copom promoveu reduções iguais de, 1,0 ponto na Selic.

Como se verificava a recuperação gradual da atividade econômica, na reunião de julho, a taxa básica foi reduzida em 0,50 ponto percentual, chegando a 8,75% a.a. Nas reuniões de setembro, outubro e dezembro, o Copom manteve a taxa Selic em 8,75%., dado que a trajetória do IPCA evoluía de forma consistente com a trajetória das metas de inflação.

3 CONSIDERAÇÕES SOBRE O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

A longa trajetória inflacionária que vivenciou a economia brasileira, desde dos anos 1980, levou a que se implantassem mecanismos de estabilização que restabelecessem o controle de preços na economia. Nesse contexto, adoção do Plano Real em 1994, cujo êxito na estabilização da inflação foi inegável, utilizou-se primeiramente da âncora cambial e após 1999, do regime de metas de inflação.

Como verificado ao longo desse estudo, apesar das metas estabelecidas para a inflação não serem cumpridas em alguns anos, de forma geral, o Banco Central conseguiu restabelecer a credibilidade da política monetária, visto que os agentes acreditavam que o BACEN era capaz de cumprir as metas fixadas.

Não obstante tenha sido alcançada a estabilidade de preços e resgatado a confiança dos agentes, alguns autores apontam alguns problemas quanto ao sistema de metas de inflação. Mercadante (2005) e Sicsú (2009) discutem alguns efeitos da fixação de metas baixas em um país como o Brasil.

Na visão de Mercadante, (2005) a fixação de metas muito baixas em um período curto de tempo tem efeitos perversos sobre o crescimento (empregos e salários) com elevados custos sociais e enfatiza a experiência de outros países como o Chile e a Inglaterra, que optaram por reduzir a inflação segundo uma estratégia gradualista e obtiveram êxito sem o sacrifício do crescimento econômico.

O autor também discute que a utilização das taxas de juros como instrumento de controle inflacionário não é recomendado já que tem forte impacto sobre a dívida pública, a entrada de capitais que valorizam o câmbio, o que vulnerabiliza demasiadamente a economia.

Sicsú (2009) destaca os “sete pecados” que apresenta esse regime. O primeiro refere-se ao irrealismo – o regime de metas está baseado em uma teoria que não guarda nexos com a realidade, afirmando que a política monetária não é capaz de estimular o investimento e reduzir o desemprego, ou que a redução da taxa de juros objetivando o crescimento somente pode causar efeitos reais passageiros e efeitos inflacionários permanentes, gerando exclusivamente inflação.

O segundo destaca o Unicismo – o regime de metas baseia-se na concepção de simples e único, onde o que é único é considerado simples (e vice-versa). Então, BACEN atribui-se apenas um objetivo: manter a inflação sob controle e um único instrumento é utilizado para combater a inflação, independentemente de sua causa: a elevação da taxa de juros.

O terceiro diz respeito ao isolacionismo – o regime de metas postula que o BACEN deve se manter isolado (sem influência) da sociedade e do governo, a chamada autonomia ou independência do BACEN. Isto decorre do fato que consideram que governantes, empresários e trabalhadores possuem uma propensão a gerar inflação (viés inflacionário), desejando reduções das taxas de juros.

Um quarto aspecto refere-se ao conservadorismo – o regime de metas é conservador em relação à determinação do nível da taxa de juros básica que é mantida em patamares elevadíssimos e que se movimenta de forma vagarosa. Assim, a economia brasileira devido ao seu passado inflacionário deve estar sob vigilância cuidadosa e o BACEN é vagaroso para movimentar a taxa de juros, cuja lentidão, assume um aspecto de serenidade e responsabilidade.

Em quinto lugar aparece o mercadismo – o BACEN possui uma proximidade ao mercado financeiro que é inaceitável, sendo as suas previsões de inflação utilizadas e divulgadas segundo as previsões de um conjunto composto quase que exclusivamente por instituições financeiras, sem a participação de entidades representativas dos empresários (do setor produtivo e do comércio) e dos trabalhadores.

Um sexto aspecto é o globalizacionismo – o regime de metas está associado à abertura financeira que propicia a realização de atividades especulativas. Assim, postulam de forma simplista que se a taxa de juros é reduzida “irresponsavelmente” haverá uma fuga de capitais e, em consequência, uma desvalorização cambial que obrigaria o retorno da taxa de juros a altos patamares.

Finalmente, Sicsú (2009) destaca o fatalismo – as decisões são tomadas acreditando que o curso da vida econômica está previamente fixado, sendo a vontade e a iniciativa impotentes para dirigi-lo ou alterá-lo e assim, para entender o futuro, projetam o passado com o uso de técnicas econométricas, de acordo com suas ideologias, como por exemplo, a de que o crescimento econômico está necessariamente associado à possibilidade de retomada de processos inflacionários e por isso processos de crescimento devem ser abortados para proteger a economia do mal maior que seria a inflação.

Finalmente, o autor defende que existem alternativas ao regime de metas de inflação que poderiam ser utilizadas, a exemplo das que apoiariam um projeto de desenvolvimento para o Brasil, sem cometer os equívocos que recentemente tem sido o impedimento para que isso ocorra (SICSÚ, 2009).

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste trabalho buscou-se descrever a operacionalidade da política monetária pós Plano Real. Observou-se que, no início do Plano, o país adotou uma âncora monetária que se baseava em um conjunto de regras cujos objetivos eram restringir a emissão de moeda pelo Banco Central. Entretanto, as adversidades enfrentadas pela economia brasileira no início de 1995, levaram ao abandono da âncora

monetária criando espaço para a adoção de uma âncora cambial que estaria ligada à taxa de juros. Assim, a taxa Selic passou a ser manipulada de forma a impedir que os movimentos de capitais desviassem a cotação da moeda doméstica do intervalo imposto pela banda cambial, visto que a estabilização de preços estaria então ligada à âncora cambial.

Ainda neste momento, as metas estabelecidas para os agregados monetários perderam a importância que lhe fora atribuída no início do Plano, embora continuasse a existir limite à emissão de moeda. A partir de 1996, observa-se como fato marcante a utilização da taxa de juros como variável de ajuste em episódios como a Crise da Ásia (1997) e Crise da Rússia (1998), não sobrando espaço para realização de programações monetárias.

No ano de 1999, verificou-se o fim do sistema de bandas cambiais e a adoção da taxa de câmbio flutuante. Neste período temia-se que o câmbio livre trouxesse a inflação de volta, entretanto, estas expectativas não foram confirmadas e, ainda neste ano, o país adotou o regime de metas para a inflação (RMMI). Durante os primeiros dois anos de vigência deste regime, obtiveram-se êxitos no que se refere ao cumprimento das metas estabelecidas para inflação. No entanto, nos anos de 2001 e 2002 tais metas não foram cumpridas, pois estes anos foram um período de profundas dificuldades à economia brasileira. Também em 2003, a taxa de inflação não se situou dentro do limite estabelecido, mas mesmo assim o governo conseguiu efetivar redução de 8,5 pontos percentuais na taxa Selic, alcançando menor índice atingido desde 2001.

Nos anos de 2004 e 2005, percebe-se que a condução da política monetária continuou atuando no sentido de manter o controle dos preços internos, promovendo elevações da taxa de juros, a partir da avaliação de fatores internos e externos, a exemplo dos aumentos dos preços internacionais (*commodities*) e também da evolução da demanda interna, que encontrava-se aquecida.

De 2005 a 2008, iniciou-se uma trajetória de queda significativa das taxas Selic, que se seguiu até 2008, quando a deflagração da crise financeira mundial, no último trimestre deste ano, logrou interromper a trajetória anterior. A partir da crise internacional, inicialmente a política monetária foi restritiva, na tentativa de conter possíveis desvalorizações e novamente tendo como norte a estabilidade dos preços. Mas, ao se constatarem os efeitos recessivos daquele contexto, optou-se por reduzir a taxa de juros, que fechou o ano em 8,75%, momento em que as taxas de inflação evoluíam favoravelmente para o cumprimento das metas.

A partir dos dados em apreço, observa-se que o sistema de metas de inflação, embora não tenha cumprido na íntegra as metas estabelecidas, notadamente em alguns contextos de turbulência, este regime conseguiu atingir o objetivo inicial a que se propunha, que era restabelecer a credibilidade da política monetária. A sua adequabilidade ao desenvolvimento brasileiro, contudo, é contestada, especialmente por autores que defendem questões como o gradualismo, a utilização de outros instrumentos adicionais, visando propiciar um ambiente de retomada do crescimento, como os que foram discutidos neste trabalho.

Por fim, vale destacar, que no período posterior à implantação do Plano Real a política monetária foi norteada pelo objetivo do controle inflacionário. Embora a estabilidade de preços seja de fundamental importância para a economia, a política monetária pode perseguir outros objetivos como estimular o crescimento econômico e o emprego, como muitas vezes lhe foi proposto.

ABSTRACT

This article analyzes the monetary policy operability from the Real Plan until 2009, discussing how the instruments and the economic policy variables were used in this period. Firstly, we analyzed the conduct of monetary policy since 1994, when the stabilization plan was adopted until 1999, when occurred the change of the fixed exchange rate to floating regime. Since then, we have the adoption of the Monetary Regime of Inflation Targeting, which became the base for monetary policy decisions, with important implications for macroeconomic dynamics in the country. The main conclusions of this study show that the monetary policy, during the studied period, had as main objective to keep the prices stability.

Keywords: Monetary policy, Brazilian Economy, Inflation Targeting.

REFERÊNCIAS

- AVERBUG, A; GIAMBIAGI, F. *A crise brasileira de 1998/1999: Origens e consequências*. Rio de Janeiro: BNDES, 2000. Texto para discussão, n. 77.
- BACHA, E. Plano real: uma avaliação. In: MERCADANTE, A. (Org.). *O Brasil pós-real*. Campinas, SP: Unicamp, 1997. p. 11-67.
- BATISTA JR., P.N. O plano real à luz das experiências mexicana e argentina. **Estudos Avançados**, nº 28, set/dez, 1996.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Relatórios anuais 1994 a 2009. [www..bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br). Acesso em 15-07-2010 as 18:00.
- CASTRO, Lavinia B. de. Esperança, frustração e aprendizado na nova república (1985-1989). In: GIAMBIAGI, Fábio, VILLELA, André; CASTRO, Lavinia B. de; HERMANN, Jennifer (Org). **Economia Brasileira contemporânea** (1945-2004). Rio de Janeiro: Campus, 2005.
- CAVALHEIRO, N. A. A política monetária no Brasil pós-Real. **Pesquisa & Debate**. São Paulo, v. 13, n. 1(21), p. 5-29, 2002.
- COUTO, M. A Fábula do Cavalo Morto ou o Déficit Público do Plano Real. **Economia em Revista**. Vol. 07, nº 02, Dez/1999.
- FRANCO, G. **O Plano Real e Outros Ensaios**. R.J., Francisco Alves, cap. 3, 1995.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>. *A crise internacional e possíveis repercussões*: primeiras análises. Brasília, DF: IPEA, 2009. Comunicado da Presidência n. 16.
- MENDONÇA, H. F. Metas de inflação: uma análise preliminar para o caso brasileiro. **Economia Aplicada**, São paulo, v. 30, n. 1, p. 101-127, jan/mar. 2000
- MERCADANTE, A. Desafios de política econômica. (2005). Disponível em <www.scielo.br>. Acesso em 20/12/2008.
- PASTORE, A.C. e PINOTTI, M.C. Inflação e estabilização: algumas lições da experiência brasileira. **Revista Brasileira de Economia**, vol. 53, nº 1, jan/mar, 1999.
- PEREIRA, E. A. Taxa de câmbio e mudança estrutural da indústria brasileira. In: PEREIRA, L. C. B. **Crise global e o Brasil**. São Paulo: FGV, 2010.
- ROMER, D. **Advanced Macroeconomics**. McGraw-Hill, 2000.
- SAYAD, J. Observações sobre o Plano Real, **Estudos Econômicos**, vol. 25, nº especial, 1995/96.
- SERRA, J. Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira do pós-guerra. In: BELLUZZO, L. G. M.; COUTINHO, R. **Desenvolvimento capitalista no Brasil**. São Paulo: Brasiliense, 1984
- SICSÚ, J. Os sete pecados capitais. **Revista carta Capital**. Ed. 529. 21/01/2009. Disponível em <www.carta.capital.com.br>. Acesso em 25/01/09.
- TORRES, M. J. R. Operacionalidade da política monetária e formação da taxa de juros. In: COSTA, F. N. **Economia monetária e Financeira: uma abordagem pluralista**. São Paulo: Makron Books, 1999. p. 191-214.