UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

Taxas de Juros no Brasil após o Plano Real

Felipe da Silva Costa
Matrícula: 106116240
E-mail: fsc85@globo.com

Orientador: Prof. Fernando Carlos
E-mail: fcgclima@terra.com.br

Agosto de 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

Taxas de Juros no Brasil após o Plano Real

Felipe da Silva Costa
Matrícula: 106116240
E-mail: fsc85@globo.com

Orientador: Prof. Fernando Carlos
E-mail: fcgclima@terra.com.br

Agosto de 2010

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor

Dedico este trabalho aos meus pais e a todos aqueles que contribuíram de alguma forma para a conclusão de minha graduação.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é avaliar a evolução da economia brasileira após a implementação do Plano Real, através do comportamento da taxa básica de juros da economia brasileira, tendo em vista que este comportamento muda substantivamente, dependendo de qual período está sendo analisado. Essas diferenças são avaliadas levando-se em conta as peculiaridades apresentadas pelas duas diferentes âncoras nominais adotadas nesse período, como forma de conter a inflação. Além disso, é apresentada a conjuntura econômica brasileira antes da implementação do plano e de que forma surgiram as idéias que o originaram.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO 1

CAPÍTULO I - O REGIME DE ÂNCORA CAMBIAL 3

I.1 ORIGENS TEÓRICAS DO REGIME 3

I.1.1 Formação da Taxa de Câmbio e as Variantes do Modelo de Âncora Cambial 3

I.1.2 Mecanismos de Atuação da Âncora Cambial 7

I.1.3 Riscos de Operar Uma Economia Ancorada no Câmbio 8

I.2 EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS 11

I.2.1 O Caso Argentino 11

I.2.2 Outras Experiências Internacionais 14

CAPÍTULO II - O PLANO REAL 15

II.1 CONTEXTO E ORIGENS DO PLANO 15

II.1.1 Recrudescimento do Processo Inflacionário e os Planos de Estabilização 15

II.1.2 Teorias de Controle da Inflação e o Surgimento do Plano Real 20

II.2 PERÍODO DE IMPLEMENTAÇÃO 24

II.2.1 O Ajuste Fiscal e a Reforma Monetária 24

II.2.2 Implementação das Âncoras Monetária e Cambial 27

II.2.3 O Período de Implementação em Perspectiva 30

II.3 PERÍODO DE CONSOLIDAÇÃO DA ESTABILIDADE MONETÁRIA 31

II.3.1 Período de Transição 31

II.3.2 O Regime de Metas Inflacionárias 33

CAPÍTULO III - O COMPORTAMENTO DA TAXA DE JUROS 36

III.1 VARIAÇÃO DA SELIC NO CONTEXTO DE ÂNCORA CAMBIAL 36

III.2 VARIAÇÃO DA SELIC NO CONTEXTO DE METAS DE INFLAÇÃO 38

III.3 ANÁLISE DAS DIFERENÇAS NO COMPORTAMENTO DA SELIC..... 40

CONCLUSÃO..... 42

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 43

INTRODUÇÃO

O Plano Real, criado em 1994, tinha como objetivo ser a resposta do governo para o problema crônico da inflação que assolava o país desde a década de 1980. Resolver o problema da inflação era o principal desafio que os formuladores de política econômica enfrentavam nesse período, pois, após os sucessivos fracassos dos Planos Cruzado, Bresser, Verão e Collor, estes formuladores se encontravam numa situação de grande descrédito diante da população. Contudo, o Plano Real acabou se mostrando extremamente eficaz no combate ao aumento de preços e, como se pode constatar posteriormente, se tornou a resposta definitiva para esse mal, na economia brasileira.

O período de implementação do Plano Real, se baseou em um sistema de âncora cambial, no qual o governo brasileiro mantinha a moeda sobrevalorizada artificialmente. Essa política, juntamente com a abertura externa que também fazia parte do plano, fez com que os produtores internos sofressem forte concorrência de produtos importados acarretando, dessa forma, que o setor produtivo doméstico perdesse a autonomia para formar preços, impedindo assim que se deflagrasse um processo inflacionário.

A âncora cambial é abandonada após uma grande fuga de capitais motivada principalmente pela crise da Rússia e com isso surge a necessidade da adoção de uma nova âncora nominal mantenedora da estabilidade de preços. Para suprir essa necessidade é instituído o Regime de Metas Inflacionárias. Neste regime, as metas são definidas para um indicador de inflação específico. No caso do Brasil foi adotado pelo Conselho Monetário Nacional o IPCA, que é calculado pelo IBGE. Visando o atingimento destas metas é definida uma taxa de juros básica (Selic), que assim como seu viés ou tendência é definida nas reuniões do Comitê de Política Monetária do Banco Central (COPOM).

Sendo assim, a taxa de juros desempenha papel fundamental no controle de preços em ambos os contextos, já que é utilizada nos dois períodos como instrumental para que se atinja tanto as metas cambiais como as metas de inflação.

A presente monografia tem o objetivo de analisar se as variações da taxa de juros durante os anos posteriores ao Plano Real estão relacionadas com o tipo de âncora utilizado para conter a inflação. Como objetivo específico, pretende-se identificar os impactos de ambos os tipos de âncora utilizados no Plano Real sobre a economia brasileira.

A metodologia consistirá em uma revisão bibliográfica sobre o contexto no qual foi implementado o Plano Real, além de artigos e textos sobre a opção inicial pela âncora

cambial. Serão analisados também, dados econômicos de países que optaram pela adoção do sistema de metas cambiais. Finalmente, serão comparados os dois períodos do Plano Real (âncora cambial e âncora monetária), de forma a analisar a variação ocorrida na taxa de juros em cada um deles.

A monografia será composta de três capítulos, além de introdução e conclusão. O primeiro capítulo apresentará as origens teóricas do regime de âncora cambial além de efetuar uma análise de alguns países que a adotaram. No segundo será apresentado o Plano Real em si, sua origem e os dois períodos nos quais ele subdivide-se. O terceiro e último capítulo investigará a variação da taxa de juros e suas mudanças durante esses anos.

CAPÍTULO I - O REGIME DE ÂNCORA CAMBIAL[1]

O capítulo tem por objetivo apresentar o regime de âncora cambial adotado pelo Brasil no período de implementação do Plano Real, tendo em vista que este é crucial para que se possa entender o que ocorre no período subseqüente do Plano, já que o regime apresenta características que influenciaram diretamente as medidas de política econômica adotadas posteriormente. Este capítulo apresenta em sua primeira parte os fundamentos teóricos que levaram à adoção do regime e em sua segunda parte uma análise das vantagens de sua adoção e dos riscos advindos da mesma.

I.1 Origens Teóricas do Regime

A presente seção deste capítulo visa mostrar como age a âncora cambial (AC) no processo de estabilização da economia de países que vivem um processo de inflação crônica e qual modelo os defensores do regime têm em mente. Os programas de estabilização baseados em AC ganham força a partir do final da década de 1970 e revelam-se como o mais exitoso dos diversos modelos heterodoxos que tinham como objetivo principal pôr um fim nos processos de alta inflação nos quais diversos países estavam inseridos.

I.1.1 Formação da Taxa de Câmbio e as Variantes do Modelo de Âncora Cambial

A diferença marcante entre os tratamentos heterodoxos e ortodoxos para o problema inflacionário está no privilégio dado na estratégia antiinflacionária dos primeiros, aos mecanismos microeconômicos de formação e correção de preços, em detrimento dos fatores "de demanda", que detém o foco dos planos ortodoxos. Esse pensamento está de acordo com os diversos planos, ditos heterodoxos, que foram lançados com o intuito de se resolver o problema da inflação crônica, no qual, diversos países, entre eles o Brasil, estavam imersos.

Os processos de inflação crônica acirram os conflitos distributivos e dão origem a comportamentos defensivos por parte dos agentes econômicos, que agregam continuamente, nesses casos, novos elementos em suas expectativas de formação de preços. Para que o processo inflacionário fosse interrompido se fazia necessário que houvesse um balizador confiável para as expectativas de inflação dos agentes. É nesse contexto, que os planos de

[1] Exceto quando especificado, todos os dados contidos neste trabalho foram retirados de Modenesi (2005).

estabilização baseados em um sistema de AC (ou metas cambiais, como preferem alguns autores) aparecem como um modelo extremamente eficaz no que concerne a interrupção do processo inflacionário, por tornar a taxa de câmbio o indexador que os agentes necessitavam para o valor da moeda doméstica.

Sendo assim, é de grande importância que se explique pormenorizadamente, o que é um modelo de estabilização por AC, uma vez que, sem o entendimento de suas peculiaridades, não é possível compreender o sucesso deste modelo na estabilização de preços, nas diversas economias em que foi utilizado.

Um regime monetário de metas cambiais pode assumir, *a priori*, três formas diferentes. A primeira delas é a fixação do valor da moeda doméstica em relação ao valor de uma *commodity*, como, por exemplo, o ouro. Esse caso, diz respeito ao que se verificou entre 1880 e 1914, durante o período que ficou conhecido como padrão-ouro clássico. Nesse regime monetário, as moedas possuíam uma taxa de câmbio fixa em relação ao ouro, e por conseqüência, possuíam também, uma taxa de câmbio fixa entre si. A segunda forma é a fixação da moeda doméstica em relação à moeda de um país com histórico de inflação reduzida. Esse regime ficou comumente conhecido como sistema de Bretton-Woods (ou padrão ouro-dólar) e vigorou internacionalmente no período compreendido entre 1946 e 1971. O regime se caracterizou pela conversibilidade em ouro do dólar, o qual, por sua vez, guardava uma paridade fixa com as demais moedas. O dólar foi escolhido como moeda-base do sistema por conta do histórico de baixa inflação apresentado pelos Estados Unidos. Essa variante do regime de metas cambiais foi utilizada com grande êxito pelo governo alemão durante a sua reforma monetária de 1923, com o objetivo de interromper o processo hiperinflacionário iniciado após a 1ª Guerra Mundial. A terceira e última forma que pode ser assumida por um regime de metas cambiais é a vinculação do valor da moeda de um país ao valor de uma moeda considerável estável, através de alguma regra ou medida de política econômica. Essa estratégia foi adotada por muitos países em um passado recente e se caracteriza por fornecer uma âncora para os preços internos que é mais flexível do que aquelas instituídas nas outras duas formas. De fato, vinculando-se a evolução do valor da moeda nacional ao valor da moeda do país-âncora, não necessariamente há uma fixação da taxa de câmbio em relação à moeda estável ou ao ouro, como nos modelos anteriores. Uma variante extrema desse regime, que cabe destacar, é a opção pela substituição da moeda nacional pela moeda estável em contextos de hiperinflação, caso em que o país abre mão de qualquer controle sobre sua política monetária.

Os sistemas cambiais, além disso, podem ser organizados de acordo com o grau de rigidez da taxa de câmbio. Fazendo essa distinção, tal qual observado por Modenesi (2005),

verifica-se a existência de 8 variantes, que estão listadas abaixo de acordo com o seu grau de rigidez.

Os 3 primeiros sistemas são baseados na instituição das chamadas bandas cambiais. Nesse modelo, a taxa de câmbio varia em um intervalo predeterminado pelas autoridades monetárias. Essas, por sua vez, intervêm no mercado apenas se existir a ameaça de que a taxa de câmbio ultrapasse os limites desse intervalo. Já nos demais sistemas, a taxa é fixada, não havendo espaço para eventuais flutuações no valor da mesma.

(i) **Banda Cambial Rastejante (Crawling Band):** Nesse desdobramento do sistema de bandas cambiais, o centro e/ou a amplitude da banda, variam de forma sistemática ao longo do tempo de acordo com uma regra estabelecida.

(ii) **Banda Cambial Deslizante (Sliding Band):** Caracteriza-se pelo não comprometimento em se manter por tempo indefinido a amplitude da banda, como no caso anterior. Porém, no sistema de banda deslizante não há o comprometimento com nenhuma regra pré-definida, ajustando-se o intervalo de variação sem a necessidade de nenhum aviso prévio.

(iii) **Banda Cambial Fixa (Target Zone):** O ponto central e o intervalo de variação são fixos e não podem ser reajustados.

(iv) **Minidesvalorizações (Crawling Peg):** Nesse sistema, a taxa de câmbio nominal é reajustada de tempos em tempos de acordo com algum indexador. Comumente utiliza-se o diferencial entre inflação interna e externa como indexador, de forma a garantir a competitividade dos produtos nacionais.

(v) **Câmbio Fixo Ajustável:** A taxa de câmbio nominal é fixada, porém, não por tempo indeterminado, havendo espaço, portanto, para alterações eventuais, caso se julgue necessário.

(vi) **Câmbio Fixo:** Esse é o sistema clássico de fixação do câmbio, onde a paridade entre as moedas é mantida indefinidamente. É considerado por muitos, apenas uma situação hipotética.

(vii) **Conselho da Moeda (Currency Board):** O sistema baseado na criação de um conselho da moeda caracteriza-se pela delegação da responsabilidade de emissão da moeda doméstica a alguma entidade, que deve assegurar a paridade fixa entre essa e uma moeda estrangeira.

(viii) **Dolarização Plena:** Trata-se da substituição da moeda doméstica, por uma moeda historicamente estável. Conseqüentemente, deixa de existir uma taxa de câmbio, entre a moeda adotada e aquela que foi substituída.

Diante dos modelos apresentados, cabe definir como a taxa de câmbio é mantida em determinado patamar pelas autoridades monetárias. Pode-se entender que a taxa de câmbio, quando fixada, funciona como um suporte de preço, já que ela é definida como o preço de determinada moeda estrangeira em termos da moeda nacional. Por sua vez, ela pode ser fixada em um patamar acima ou abaixo da taxa que vigoraria caso o câmbio fosse flexível, ou seja, fosse definido pela interação das forças de mercado. Se o câmbio for fixado em um nível abaixo do nível de equilíbrio, esta taxa de câmbio estará sobrevalorizando a moeda doméstica e gerará um excesso de demanda pela moeda estrangeira. Isso fará com que a taxa de câmbio seja pressionada para cima e, nesse caso, a autoridade monetária deverá intervir no mercado vendendo divisas para que a taxa seja mantida no patamar fixado. Se o contrário ocorrer, ou seja, a taxa for fixada em um patamar acima do nível de equilíbrio de mercado haverá um excesso de oferta de divisas, empurrando para baixo a taxa de câmbio caso não haja intervenção da autoridade monetária comprando divisas. Sendo assim, as distorções geradas pela fixação na taxa de câmbio devem ser absorvidas pela autoridade monetária de forma que não causem alterações na taxa determinada.

A grande diferença entre os modelos de câmbio fixo e os modelos nos quais o câmbio flutua livremente é a discricionariedade da política monetária nestes últimos, ou seja, a política monetária nesses casos pode ser usada ativamente pela autoridade monetária. Nos sistemas de cambio fixo a política monetária fica restringida em algum grau pela taxa câmbio fixada, que precisa ser mantida pela autoridade monetária através de intervenções no mercado cambial, conforme discutido anteriormente. Nesse sentido, os sistemas de banda e o de minidesvalorizações conferem ainda alguma flexibilidade à política monetária, já que é permitido ao câmbio variar dentro de um intervalo. Nos modelos mais rígidos de câmbio (fixo, fixo ajustável, conselho da moeda e dolarização plena), a política monetária é governada por um mecanismo automático, atrelado ao resultado do Balanço de Pagamentos (BP) do país. Pode-se dizer então, que nos modelos em que a taxa de câmbio é determinada pelo mercado, a oferta monetária é determinada de maneira exógena, por uma decisão simples das autoridades monetárias. Já naqueles em que o câmbio é fixado, a oferta monetária é endógena, pois, o excesso/escassez de divisas deve ser enxugado/suprido pela autoridade monetária para que a taxa de câmbio não se mova, alterando nesse processo a base monetária. Portanto, a vinculação da moeda doméstica à moeda-âncora possui o papel de coordenar as expectativas inflacionárias dos agentes, além de balizar a formação de preços, tendo em vista que há o compromisso de se manter a taxa de câmbio fixada. Os proponentes dos regimes de AC postulam que a livre utilização dos instrumentos de política monetária pode originar um comportamento irresponsável por parte das autoridades, ou seja, pode ser

gerida de forma excessivamente expansionista, gerando um crescimento da inflação no longo prazo. Sendo assim, se por um lado, a autoridade monetária tem liberdade para utilizar livremente a política monetária, por outro a economia estará sujeita a comportamentos temporalmente inconsistentes dessa mesma autoridade, que pode lançar mão dos mecanismos de política para redução do desemprego no curto prazo mesmo que isso gere um aumento da inflação no longo.

Mesmo nos casos em que o câmbio passa a ser fixado pela autoridade monetária, existe a possibilidade que o regime venha a sofrer alterações, ou seja, que não se honre o compromisso em manter a taxa fixada. Isso se reflete na existência de um diferencial entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros externa, que é um prêmio aos investidores pelo risco de se investir no país e pela existência de uma expectativa de que a taxa de câmbio possa ser desvalorizada.

I.1.2 Mecanismos de Atuação da Âncora Cambial

Para os proponentes do regime de âncora cambial, este possui alguns mecanismos que atuam na economia de forma benéfica, não encontrados nos regimes em que o câmbio flutua livremente. Para eles, esses mecanismos podem ser chamados de vantagens dos regimes de metas cambiais e podem ser resumidos nos quatro pontos seguintes: (i) subordina a variação dos preços dos bens transacionáveis à inflação externa, contribuindo para o controle da inflação interna; (ii) coordena as expectativas inflacionárias, que passam a ser balizadas pela inflação do país-âncora; (iii) funciona como uma garantia de comprometimento da autoridade monetária, e com isso tende a reduzir o seu viés inflacionário; (iv) é de fácil compreensão por parte do público, ao sinalizar com clareza os objetivos da política monetária.

Segundo Edwards (2001) a âncora cambial acaba por impor um limite superior aos preços internos, gerando uma convergência entre as inflações interna e externa.

Já Obstfeld e Rogoff (1995) acreditam que a estabilidade do valor da moeda conseguida através do sistema de metas cambiais, favorece o crescimento econômico por proteger a economia dos fatores negativos sobre o PIB, comércio exterior e investimento, decorrentes das variações de valor da moeda estrangeira.

No entanto, para que a estabilização por um regime de âncora cambial seja bem sucedida, alguns fatores devem estar presentes na economia em questão. São eles: a liberdade para comercializar com o exterior, ou seja, a abertura econômica para o comércio com os demais países e a instituição de uma taxa de câmbio sobrevalorizada, que garanta a competitividade dos produtos importados em relação aos produzidos domesticamente. Assim,

a eficácia do combate à inflação está negativamente relacionada com a quantidade de barreiras à importação e negativamente relacionada com o grau de sobrevalorização da taxa de câmbio, pois, essa combinação de fatores, tende a deslocar uma parcela significativa da demanda doméstica para os produtos importados, exercendo uma pressão baixista nos preços dos bens comercializáveis ("tradables") com o exterior que posteriormente se transfere também para os bens não comercializáveis ("non-tradables"). Como a manutenção do câmbio fixado, depende da acumulação de divisas, que devido ao processo de abertura comercial tendem a se tornar cada vez mais escassas, por conta do déficit comercial apresentado após o mesmo, é necessário que o país realize a liberalização da sua conta de capitais, para conseguir, dessa forma, acumular as divisas que precisa para sustentar o regime implementado.

Normalmente, além desses fatores, economias que se utilizam de algum modelo de metas cambiais para se livrar de longos processos de inflação crônica, realizam uma reforma monetária antes de fixarem sua taxa de câmbio. Essa mudança da moeda doméstica tem por objetivo, reduzir o ritmo das correções de preços sistemáticas efetuadas pelos agentes, prática comum em economias que passam por problemas crônicos de inflação, já que costumam ser fortemente indexadas. Essa mudança na moeda doméstica, juntamente com a fixação da nova moeda em relação à moeda estrangeira, restaura a credibilidade dos agentes econômicos.

I.1.3 Riscos de Operar uma Economia Ancorada no Câmbio

Conforme discutido na seção anterior, as economias que desejam se estabilizar através de um regime de âncora cambial devem passar por uma série de adaptações em sua política econômica. Essas adaptações trazem em sua essência algumas desvantagens para os formuladores de política econômica desse país, dentre as quais cabe destacar: (i) a perda de autonomia na condução da política monetária; (ii) impossibilita o Banco Central de exercer o seu papel de emprestador de última instância, já que este não pode mais emitir moeda livremente; (iii) cria a possibilidade de que choques na economia âncora sejam transmitidos diretamente à economia doméstica, pois, as taxas de juros de ambas passam a ser diretamente correlacionadas; (iv) aumenta a suscetibilidade de ataques especulativos contra moeda doméstica.

Como visto anteriormente, a perda de autonomia da política monetária é tão maior quanto maior a rigidez do regime cambial. Sendo assim, nos casos mais rígidos, a política monetária não poderá ser utilizada para atenuar efeitos negativos de distúrbios que possam vir a ocorrer na economia doméstica. Um segundo efeito, decorrente também da perda de

discricionariedade no controle da oferta monetária, é a perda, por parte do Banco Central, de um de seus principais papéis, o de emprestador de última instância. Significa dizer, que o Banco Central não poderá prestar socorro aos bancos comerciais que estejam passando por problemas de liquidez. Com isso, qualquer problema pontual de liquidez em determinado banco pode se transformar em um problema sistêmico, afetando o conjunto da economia. A abertura financeira necessária para a acumulação de divisas, em uma economia estabilizada por um modelo de âncora cambial, implica em uma vinculação entre a taxa de juros doméstica e externa. Com isso, em última instância, a taxa doméstica é determinada por variações dos juros externos, o que agrava o problema da perda de graus de liberdade na condução da política monetária. Cabe dizer, que a vinculação entre as taxas de juros do país e a taxa externa não quer dizer, que exista necessariamente uma convergência dessas duas para um mesmo valor. Normalmente as duas se diferenciam pelo risco soberano e pela expectativa de desvalorização cambial nas economias recém-estabilizadas, expectativa essa, que existe mesmo nos casos mais rígidos de metas cambiais. Dessa forma, pode-se deduzir a seguinte equação:

$$i = i^* + \rho + \delta$$

Onde:

i = taxa de juros doméstica;

i^* = taxa de juros externa;

ρ = prêmio pelo risco soberano;

δ = expectativa de desvalorização cambial.

Conclui-se que uma variação da taxa de juros externa, mantendo-se os demais termos constantes, determina uma variação, no mesmo sentido, na taxa interna, ou seja, as taxas passam a ser positivamente correlacionadas. No entanto, partindo do modelo de Mundell (1963 e 1964) e Fleming (1962), verifica-se que a expressão acima não representa corretamente o que acontece de fato. A partir da equação, qualquer variação em um de seus fatores, determina uma variação no outro. Nesse caso, uma variação da taxa de juros interna implicaria em uma variação da taxa externa, fato que não ocorre na prática. Com isso, a igualdade expressa na equação só é válida do segundo termo para o primeiro.

A vinculação da taxa de juros interna com a externa é o que dá origem a terceira desvantagem identificada nos modelos de âncora cambial, pois, choques que venham a incidir sobre o país-âncora, serão diretamente transmitidos à economia doméstica. Como as

taxas de juros dos dois países passam a se correlacionar positivamente, qualquer pressão inflacionária no país-âncora, que exija aumentos da taxa de juros para ser controlada, determinará um aumento nos juros internos, mesmo na ausência de pressões inflacionárias no país ancorado. Caso este último mantenha sua taxa de juros inalterada, corre o risco sofrer com o problema da fuga de capitais, já que os investidores procurarão títulos mais rentáveis no país-âncora.

Por último, verifica-se nos países recém estabilizados, uma grande dificuldade em se manter a paridade cambial por conta da grande suscetibilidade a ataques especulativos. A abertura do país aos fluxos de capitais externos, ao mesmo tempo em que se faz necessária para o sucesso do plano de estabilização, pode se transformar num grande problema para as autoridades monetárias. Com o crescimento do fluxo internacional de capitais observado nas últimas décadas, os ataques especulativos se tornaram de difícil administração por parte das autoridades monetárias, que diante de corridas contra a moeda doméstica são obrigados a tomarem medidas drásticas de política monetária para que seja mantida a paridade cambial. O que ocorre normalmente em economias sob ataques especulativos é o forte aumento da taxa de juros de curto prazo, o que gera efeitos negativos sobre os níveis de emprego e investimento. A contração monetária acaba colocando em conflito a manutenção do sistema cambial e os demais objetivos de política econômica, chegando até mesmo a inviabilizar a continuidade da paridade do câmbio. Então, a credibilidade do regime cambial é comprometida também, pela vulnerabilidade do país em sofrer ataques especulativos contra sua moeda. Para muitos autores, a credibilidade da política monetária não é conseguida a partir da mera adoção de um regime de metas cambiais, sendo necessário que sejam implementadas concomitantemente a esse, uma política fiscal austera. Para Svensson (1993), um dos autores que defende esta teoria, o regime de metas cambiais só contribui para a estabilidade de preços no curto prazo. No longo prazo, o funcionamento lento do ajuste automático e a dificuldade em se manter a paridade cambial fazem com que o regime perca sua eficácia.

Diante das dificuldades em se manter a paridade cambial, expostas nessa seção, conclui-se que a adoção de um regime de metas cambiais deve se configurar apenas como um primeiro passo na obtenção da estabilidade de preços e não como um instrumento permanente de condução da política monetária. Sendo assim, a âncora cambial deve ser substituída por outros mecanismos assim que se obtenha a estabilidade de preços.

I.2 Experiências Internacionais

Nesta seção, serão apresentadas experiências internacionais de estabilização de preços baseadas em alguma variação regime de metas cambiais. Será dada uma maior ênfase ao caso argentino, que se baseou na implementação de um conselho da moeda e será o assunto tratado na primeira subseção. Na segunda subseção, serão discutidos casos de outros países que merecem ser destacados.

I.2.1 O Caso Argentino

Após diversas tentativas fracassadas de estabilização de preços a Argentina adotou em 1991 o Conselho da Moeda através do chamado Plano de Conversibilidade. Esse plano determinou também a criação de uma nova moeda, o peso argentino, que inicialmente teve sua paridade cambial, de 1 para 1 com o dólar, fixada por lei.

A Argentina vivia à época no contexto de uma economia devastada por sucessivas crises e, além disso, vários planos ortodoxos e heterodoxos de estabilização monetária fracassaram. O Plano de Conversibilidade, anunciado pelo então ministro da economia, Domingo Cavallo, consistiu na implantação de um rígido sistema de conselho da moeda ("Currency Board"), objetivando pôr fim, definitivamente, ao processo inflacionário. Para fornecer credibilidade ao plano, o ministro o submeteu ao congresso, transformando-o em lei.

Um dos pontos do plano foi a instituição de uma nova moeda, o peso argentino, que passou a vigorar após a aprovação do plano e que teve sua taxa de câmbio fixada em relação ao dólar. A taxa de câmbio fixa foi de $1 dólar para $1 peso e qualquer alteração na mesma, deveria ser autorizada pelos membros do Poder Legislativo. A paridade cambial era assegurada pelo conselho da moeda, que garantia a vinculação entre a variação nos meios de pagamentos e a variação das reservas internacionais, nesse caso, o dólar. Com isso, fica configurada a abdicação, por parte do governo, de conduzir a política monetária discricionariamente, já que qualquer alteração da base monetária só poderia ocorrer em função do aumento do número de reservas.

Além disso, também foram eliminadas várias restrições a operações cambiais, sendo liberada a circulação de capital. O dólar passou a ser aceito em estabelecimentos especializados, em bancos e até em hotéis. Permitiu-se, inclusive, a abertura de contas bancárias em dólar, além de a moeda americana ser aceita também, em transações comerciais. Diante disso, segundo Modenesi (2005), o peso acabou sendo utilizada exclusivamente nas

contas públicas, para o pagamento de impostos e salários, contabilidade de empresas e crédito imobiliário.

Foram tomadas algumas outras medidas complementares ao plano que, na prática, diminuíram a influência do Estado e deixaram a economia argentina extremamente sujeita às decisões do mercado. Promoveu-se nesse período: um processo de abertura comercial, com grande diminuição de impostos de importação; um processo de privatização de inúmeras estatais, inclusive as de grande porte; uma grande desregulamentação da economia; uma flexibilização da presença de grandes bancos estrangeiros no país; e o incentivo a previdência privada.

O Plano de Conversibilidade foi um sucesso, quando avaliado à luz de seus resultados imediatos, porém, no longo prazo acabou por impor à economia argentina uma série de limitações que não permitiram o avanço do plano após o ano de 2001. Logo no primeiro ano do plano, se destacam alguns indicadores, que poderiam fazer crer que a economia argentina estivesse entrando em um longo período de crescimento e estabilidade.

A inflação, já em 1991, sofreu uma queda acentuada quando comparada ao ano imediatamente anterior. Em 1990, a inflação registrada pelo ministério da economia foi de mais de 2.300% a.a., enquanto que no ano seguinte se registra uma inflação de 172% a.a., ainda alta para os padrões de uma economia estabilizada. A inflação continuou sua trajetória de queda até o ano de 1995, chegando em 1996 a uma taxa inferior a 1% a.a., patamar no qual se manteve até o final do plano.

O PIB argentino também observou um grande crescimento nos primeiros anos do plano, devido ao grande otimismo gerado pelo estancamento do processo inflacionário e pela existência de elevada capacidade ociosa na indústria. Em 1991, verificou-se um expressivo crescimento de 10% do PIB, principalmente quando comparado com a média da década anterior, que foi de -0,5% a.a.. O PIB continuou com uma trajetória de crescimento positivo até 1996, quando o país sofreu a influência negativa da crise mexicana e voltou a observar uma contração do PIB. Nos dois anos seguintes, porém, o crescimento já volta a ser positivo.

Outros indicadores também demonstravam a conjuntura favorável para a economia, tais como, o aumento da produtividade ocasionado pelas privatizações e pelo processo de abertura comercial efetuado, que obriga as empresas nacionais a se modernizarem para fazer frente à concorrência externa, e o comércio com o exterior que dobrou no decorrer dos dez anos de plano.

No entanto, apesar das indicações favoráveis com relação ao futuro da economia argentina, a trajetória do seu modelo de conselho da moeda passou a revelar uma grande dificuldade na administração das contas públicas e das contas externas. As contas públicas

nunca registraram, apesar do forte crescimento econômico verificado, um comportamento condizente com a administração de uma âncora cambial. No início do plano, o desequilíbrio fiscal foi disfarçado pela venda das diversas empresas estatais, sendo revelado mais claramente no momento em que foi esgotado o processo de privatizações. A partir de 1996, o quadro fiscal apresentado, começou a corroer a credibilidade da paridade cambial junto aos agentes, o que tendia a abalar a conversibilidade do peso em dólar. Além disso, a dívida externa quase triplicou entre 1991 e 2001, sendo o montante pago em 2001, o equivalente a 89,7% do valor das exportações neste mesmo ano, dificultando ainda mais a manutenção do sistema de "currency board". O Balanço de Pagamentos argentino, também apresentava uma situação delicada, porém, natural em uma economia que adota um regime de metas cambiais. O déficit na conta corrente provocado pelo câmbio favorável às importações era compensado pela entrada líquida de recursos através da conta de capital, sendo, portanto, dependente do fluxo de capitais externos. Como a entrada de recursos externos através da conta de capital pode ser revertida a qualquer momento, o equilíbrio do Balanço de Pagamentos está constantemente ameaçado por uma fuga abrupta de capitais. Foi o que aconteceu no ano de 2001, em que o fluxo líquido de capitais foi negativo. Outros grandes, senão principais, fatores de insatisfação da sociedade com os rumos tomados pelo Plano de Conversibilidade foram os crescentes índices de desemprego e desigualdade de renda. Nos primeiros anos, a queda do nível de emprego foi conseqüência da falência de muitas empresas, que não conseguiram resistir à concorrência das empresas estrangeiras, da diminuição de pessoal nos quadros públicos e da redução dos postos de trabalho em conseqüência do aumento da produtividade. Acompanhando o aumento do desemprego, cresceram também os níveis de desigualdade social. Durante os anos do plano, os 10% mais ricos da população elevaram a sua participação na renda total para 42%, enquanto que os 40% mais pobres foram responsáveis por apenas 13,5% da mesma.

Todos esses problemas do Plano de Conversibilidade acabaram gerando pressões populares que tornaram o regime insustentável no ano de 2001. Apesar do Conselho da Moeda ter conseguindo sucesso inicial no seu intento de frear a inflação, a sua implantação não foi acompanhada das reformas estruturais necessárias para que o plano se mantivesse por mais tempo. Apesar do receio em abandonar a conversibilidade em dólar do peso, os fatores de pressão social se sobrepuseram a estes, só restando ao governo abandoná-lo traumaticamente em 2001.

I.2.2 Outras Experiências Internacionais

Muitos países adotaram algum sistema de fixação do câmbio como forma de controlar a inflação. Tanto países desenvolvidos quanto países emergentes utilizaram a fixação do câmbio, normalmente em relação a um país com um histórico de baixa inflação, para recuperar o controle sobre a variação de preços.

A França, por exemplo, apesar de ser um país desenvolvido e com uma inflação historicamente controlada, resolveu em 1987 indexar sua taxa de câmbio ao marco alemão. Nesse ano, a inflação francesa atingiu 3%, dois pontos percentuais a mais do que a inflação verificada pela Alemanha no mesmo ano. Já em 1992, a inflação francesa foi de 2%, menor até mesmo do que a taxa alemã. As duas taxas, porém, convergiram já em 1996 para o mesmo patamar, um pouco abaixo dos 2% a.a.

Assim como a França, o Reino Unido também atrelou o valor da libra ao do marco alemão em 1990, obtendo grande sucesso no controle inflacionário. De 1990 a 1992, quando teve que abandonar o sistema, sua taxa de inflação havia caído de 10% a.a. para 3% a.a., uma queda expressiva de 7% em apenas dois anos[2].

Muitos países subdesenvolvidos e em desenvolvimento também aderiram ao sistema de metas cambiais. Israel, por exemplo, adotou inicialmente um sistema de banda cambial deslizante de 1989 até o final de 1991, quando optou por outro tipo de metas cambiais, o sistema de banda cambial rastejante. O Chile, assim como a Itália entre 1979 e 1991, também utilizou o sistema de bandas rastejantes no período que vai de 1986 a 1998. A banda chilena se caracterizava por ter um amplo intervalo de variação.

Além do caso argentino, que foi discutido anteriormente, alguns outros países, em geral países subdesenvolvidos, utilizaram o sistema de Conselho da Moeda. Alguns exemplos desses países são: Bósnia, Brunei, Bulgária, Estônia, Hong Kong e Lituânia.

O caso mais interessante de dolarização plena observado até hoje é o caso do Panamá. A dolarização resiste desde 1904, tendo se mostrado relativamente bem sucedida. As taxas de inflação e crescimento apresentam níveis satisfatórios quando analisa-se o intervalo de 30 anos compreendido entre meados da década de 1950 e 1998. A inflação média no período foi de apenas 2,4% a.a. enquanto que o crescimento médio do PIB atingiu a excelente taxa de 5,3% a.a.

Apesar de algum sucesso temporário, a maioria dos países que adotaram sistemas de metas cambiais, foram forçados a abandoná-los após algum tempo por conta das dificuldades em sua administração no longo prazo.

[2] Dados sobre a inflação da França e do Reino Unido retirados de Mishkin (1999).

CAPÍTULO II – O PLANO REAL

Este capítulo visa, em sua primeira parte, a contextualizar o Plano Real com o ambiente econômico vivido pelo Brasil no final da década de 1980 e início da década de 1990, além de apresentar as principais teorias que surgiram à época com o objetivo de estancar o processo inflacionário em curso. Nas duas partes subseqüentes é demonstrado como o plano em si, agiu de forma a estabilizar a economia brasileira através, em um primeiro momento, do modelo de metas cambiais e posteriormente através de um regime de metas inflacionárias.

II.1 Contexto e Origens do Plano

Esta primeira seção mostrará como o cenário econômico brasileiro de alta inflação que se arrastou por toda a década de 1980, e que levou ao fracasso de diversos planos de estabilização, fez com que surgissem diversas teorias de controle inflacionário no final da década. Uma dessas propostas de combate à inflação, a proposta Larida, foi adaptada e deu origem ao Plano Real.

II.1.1 Recrudescimento do Processo Inflacionário e os Planos de Estabilização

Os anos 1980 ficaram marcados na economia brasileira como um período em que o país retrocedeu economicamente. De fato, a década perdida, como ficou conhecida, se caracterizou, em toda sua duração, como um período em que predominaram os altos índices de inflação e baixo crescimento econômico.

O ciclo de expansão verificado na década de 1970, foi invertido por conta de uma série de fatores, dentre os quais cabe destacar, o fim do fluxo de capitais externos, que se deve principalmente à 2ª crise de petróleo e à crise mexicana. O padrão de crescimento brasileiro, baseado no financiamento externo, foi fortemente afetado por essas crises.

Durante os anos setenta, a abundância de recursos em poder dos bancos internacionais viabilizou o crescente endividamento dos países da América Latina, que ultrapassou em 1982 os US$ 300 bilhões. No entanto, desde 1979, os bancos credores já davam sinais de preocupação e impaciência, ao pressionarem os devedores com a recusa da concessão de novos empréstimos, deixando claro que era necessário realizar um processo de ajuste na

economia dos países devedores, adotando políticas econômicas ortodoxas com o objetivo de aumentar as exportações, reduzir as importações e combater a inflação, que já se encontrava em níveis bastante acentuados (FERNANDES & PAIS, 1992).

Estas políticas passaram a ser sugeridas pelos credores, em virtude da crescente desconfiança, quanto ao pagamento dos empréstimos realizados. A queda na confiança dos emprestadores se deve a três choques externos ocorridos no final da década. Em 1979, ocorre o 2º choque do petróleo, no qual, os principais países exportadores de petróleo promovem a triplicação dos preços desse produto. Além do choque do petróleo, ocorre uma brusca elevação das taxas de juros internacionais e, concomitantemente a isso, ainda se verifica, na economia americana, o início de um processo recessivo, que duraria até o ano de 1982. A triplicação dos preços do petróleo aumentava sensivelmente o valor das importações da maioria dos países latino-americanos, particularmente as do Brasil. O aumento da taxa de juros elevava o montante pago anualmente com este encargo, tendo em vista o grande volume de financiamentos externos tomados a taxas pós-fixadas durante a década de 70. Por fim, a recessão norte-americana, reduzia as exportações latino-americanas para aquele país, claramente o seu principal parceiro comercial (FERNANDES & PAIS, 1992).

Essa situação externa desfavorável, só poderia ter sido compensada, com uma aceleração do endividamento externo, o que era impensável frente ao elevado grau de endividamento já adquirido nos anos 70. Dado o desequilíbrio externo, expresso por elevados déficits na conta corrente do balanço de pagamentos e frente à decisão dos bancos internacionais de não continuarem a financiar esse déficit com o aumento da dívida externa, era inevitável que se estabelecesse um processo de ajustamento que fosse capaz de equilibrar a balança comercial, reduzindo importações e aumentando exportações (FERNANDES & PAIS, 1992).

A pressão por parte dos bancos credores aumentou ainda mais com a declaração de moratória feita pelo México em 1982. Cabe ressaltar, que as pressões eram avalizadas por seus países de origem e pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), organismo que ajudou a determinar os termos do ajustamento a ser realizado pelos países devedores. Com isso, depois de tomadas algumas medidas de ajuste, os países latino-americanos passaram de importadores líquidos de capital nos anos 70, para exportadores líquidos de capital nos anos 80. Na primeira metade da década, 5% de todo o PIB desses países era enviado diretamente ao exterior como forma de saldar a dívida (FERNANDES & PAIS, 1992).

O Brasil iniciou, nesse contexto, a década que os economistas viriam a chamar de década perdida, um período que se tornou notável por conta de numa série de tentativas de estabilização, tanto ortodoxas quanto heterodoxas, fracassadas. Segundo Fernandes e Pais

(1992), a interrupção do forte crescimento que caracterizou o Brasil nos anos 1970 é resultado de um amplo conjunto de causas entre as quais, o peso insustentável da dívida externa, o atraso da indústria nacional gerado pela excessiva proteção a mesma, o fracasso dos programas de estabilização no combate à inflação e o esgotamento do modelo de desenvolvimento por substituição de importações, baseado na forte intervenção do Estado na economia.

O País teve seu ciclo de crescimento da década anterior interrompido já em 1981. Em um primeiro momento, entre 1981 e 1983, a diminuição do ritmo de crescimento do PIB (-4,5% em 81, 0,5% em 82 e -3,5% em 83) foi devida ao grande esforço de ajustamento ortodoxo imposto pela crise da dívida e pelos choques externos já citados. Entre os anos de 1984 e 1986, o ritmo de crescimento do PIB, voltou a ser acelerado, dando falsos indícios de que a crise estaria superada. Nesse período, o Brasil cresceu em média 6,93%, porém, entrou novamente em crise em 1987, voltando a apresentar contração no ano seguinte (-0,1% em 1988) (FERNANDES & PAIS, 1992).

A aceleração da inflação neste período pode ser associada à crise fiscal e à dívida externa, porém, o que se configurou como o maior agravante do processo inflacionário brasileiro foi o conflito distributivo que caracterizava nossa economia, conflito esse, que possui origem na forte concentração de renda observada. A dívida externa, que terminou por agravar direta ou indiretamente o conflito distributivo, teve um papel importante como fator alimentador da inflação.

Entre 1984 e 1986, anos em que se acreditou que a crise estava superada, por conta do restabelecimento do equilíbrio da conta corrente do BP e da retomada do controle sobre o déficit público, o único problema aparente da economia brasileira era o controle da inflação. Nos anos 70, a taxa média de inflação foi de 40% a.a., tendo sido registrado no último ano da década uma subida para 77%. A taxa ficou em torno de 100% a.a. até 1982. Esses aumentos coincidem, como se pode perceber, com a ocorrência dos choques externos (FERNANDES & PAIS, 1992).

Fernandes e Pais (1992) desatacam entre as causas para a subida da inflação nesse período, a maxi-desvalorização do cruzeiro efetuada em 1979, o aumento das taxas de juros internas, a adoção de uma nova política salarial e o aumento de alguns preços dos bens públicos, que haviam sido mantidos artificialmente baixos no período 1974/78.

Em 1983, a inflação sofre uma nova aceleração para perto dos 200%, mantendo-se nesse nível até 1985, fruto de uma nova maxi-desvalorização do cruzeiro, associada a um aumento significativo dos preços agrícolas.

Logo, as recessões profundas de 1981 e 1983, não foram capazes, por si só, de controlar a inflação, o que levou alguns economistas brasileiros, a formular uma nova teoria sobre as causas da inflação brasileira, a teoria da inflação inercial, e a propor como solução para esta, um congelamento geral de preços. Esse congelamento viria a ser chamado de choque heterodoxo, para diferenciá-lo das medidas ortodoxas de controle da inflação. O primeiro plano de estabilização brasileiro, o Plano Cruzado, de fevereiro de 1986, foi resultado dessa proposição teórica. O fracasso desse plano pode ser atribuído não à sua concepção original, mas sim à administração populista deste. Esse plano assim como os planos subseqüentes, o Plano Bresser (Junho de 1987) e o Plano Verão (Janeiro de 1989), Plano Collor I (Março de 1990) e Collor II (Fevereiro de 1991), foram incapazes de eliminar a inflação.

O Plano Cruzado, primeira tentativa heterodoxa de estabilização, obteve em um primeiro momento, um amplo apoio popular, e até mesmo seus opositores iniciais passaram a apoiá-lo, por conta do seu sucesso inicial no combate ao aumento de preços. No entanto, as coisas começaram a não dar certo, por conta dos desequilíbrios de preços relativos existentes na economia. O plano promoveu a substituição do Cruzeiro pelo Cruzado e também um congelamento de preços. Com esse súbito congelamento, muitos produtores não puderam reajustar seus preços (que eram corrigidos no início de cada mês) e acabaram perdendo rentabilidade no negócio ou, em alguns casos, ficando com preços mais baixos que os custos. Além disso, o congelamento não permitiu que os preços que variam de acordo com a época do ano se ajustassem, o que levou ao desabastecimento de alguns bens e o surgimento do ágio para a compra de produtos como carne, leite e automóveis. Para piorar a situação, o governo concedeu um abono de 16% ao salário mínimo e de 8% aos funcionários públicos, além da instituição de um gatilho salarial, que seria disparado toda vez que a inflação acumulasse 20%, reajustando os salários nesse mesmo percentual automaticamente. Essas medidas estimularam o consumo e causaram um excesso de demanda por alguns produtos, já que equilíbrio não poderia ser restabelecido através de um aumento de preços.

Com a proximidade das eleições estaduais, e tendo em vista seus objetivos eleitorais, o governo optou por manter as bases do plano inalteradas. Após a confirmação da vitória do base governista em 22 estados, os preços foram descongelados. Com as defasagens de preços relativos existentes, os preços foram imediatamente corrigidos, fazendo com que a inflação voltasse com força e colocasse fim ao plano.

Após o fracasso do plano anterior, o presidente José Sarney, decidiu substituir o Ministro da Fazenda, colocando no cargo Luis Carlos Bresser Pereira, que assumiu em abril de 1987. Entendeu-se que o principal problema do país era o déficit público, e para tentar

solucionar esse cenário, foi criado pelo ministro o Plano Bresser, no qual se instituiu o congelamento dos preços, dos aluguéis e dos salários. Também foi criada a UPR, que serviu como referência monetária para o reajuste de preços e salários.

Para conter o déficit público, foi decidido desativar o gatilho salarial, além do aumento de impostos, corte de subsídios do trigo e o adiamento de obras de porte já planejadas. No entanto, os esforços realizados mais uma vez foram inúteis e a inflação atingiu se mantém em alta no ano de 1987. Diante das pressões, o ministro pediu demissão em janeiro de 1988 e foi substituído por Maílson da Nóbrega.

Maílson lançou no dia 16 de janeiro de 1989 o seu plano econômico, que ficou conhecido como Plano Verão. O Plano previu a edição de uma lei que modificou o índice de rendimento da caderneta de poupança, além do congelamento dos preços e salários, e da criação de uma nova moeda, o cruzado novo. Além disso, optou pela extinção da OTN, importante fator de correção monetária. Novamente, as medidas foram ineficazes e o Plano Verão gerou uma série de desajustes às cadernetas de poupança gerando grandes perdas para os poupadores.

Anunciado no dia 16 de março de 1990, um dia após a posse do presidente Fernando Collor, o plano Collor se configurou como um conjunto de reformas econômicas que visavam controlar a inflação crescente nos anos anteriores. A proposta era combinar a liberalização fiscal com a financeira. Para isso, foram adotadas medidas radicais para estabilizar os preços, que foram acompanhadas de programas de reforma da política industrial e do comércio exterior. O governo decidiu também dar início a um programa intitulado Programa Nacional de Desestatização, privatizando uma série de empresas estatais. O plano foi efetivamente implementado por uma equipe de economistas. Entre as medidas adotadas estavam a substituição do Cruzado Novo pelo Cruzeiro, moeda abandonada com o Plano Cruzado, que voltaria a vigorar como moeda oficial; o bloqueio de diversos ativos financeiros; aumento de impostos; congelamento de preços e salários; desregulamentação da economia.

Para conter os preços, a proposta era restringir o fluxo de dinheiro para conter a inflação inercial. No entanto, a queda no comércio gerou uma grande redução da atividade industrial. O congelamento de ativos, que na prática se configurou em um confisco, começou a gerar outros problemas para a economia. Com um cenário recessivo, as empresas passaram a demitir, muitas fecharam as portas. No fim de 1990, a inflação já tinha voltado a crescer e a fim de reverter a situação, foi lançado o Plano Collor II, que provocou uma série de alterações no mercado financeiro, como a criação dos mecanismos de negociação no “overnight” e “open market”, além de mudanças nos indexadores. O processo de abertura da economia brasileira acabou obrigando a indústria nacional a se modernizar para fazerem

frente à concorrência estrangeira, no entanto, a inflação continuou em altos patamares necessitando medidas posteriores para seu controle. Nesse contexto, surgem as idéias de controle da inflação que deram origem posteriormente ao Plano Real, o plano que, enfim, estabiliza em definitivo a economia brasileira.

II.1.2 Teorias de Controle da Inflação e o Surgimento do Plano Real

A origem do Plano Real está intimamente ligada ao surgimento da teoria da inflação inercial em meados dos anos 80. Esta teoria, desenvolvida principalmente pelos economistas Francisco Lopes, Pérsio Arida e André Lara Resende se constituiu em uma interpretação quase que inteiramente nova do processo inflacionário brasileiro. O tratamento dado à inflação por esses autores era completamente distinto dos tratamentos ortodoxos, que para esses autores, seriam tanto as teorias monetaristas quanto as keynesianas. Além disso, se diferenciavam da teoria estruturalista desenvolvida pela CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina), apesar de estarem em concordância com esta sobre a importância dos efeitos distributivos da inflação (MODENESI, 2005).

As teorias inercialistas surgem a partir do evidente insucesso das políticas antiinflacionárias ortodoxas no combate à inflação brasileira nos anos 1980. Segundo o receituário ortodoxo, bastava um forte ajuste fiscal para que o processo inflacionário fosse estancado, pois, considerava-se que a inflação era um resultado direto do déficit público e da expansão monetária. Com isso, Francisco Lopes publica em 1984 um artigo que defendia que a causa da inflação brasileira era basicamente inercial. A inflação inercial, de acordo com o diagnosticado por Lopes, seria a reprodução da inflação passada na inflação do período atual e para contê-la propôs que fosse aplicado na economia, o que ele chamou de choque heterodoxo. Partindo mesmo diagnóstico, Arida e Lara-Resende, elaboraram uma proposta alternativa ao choque heterodoxo, a proposta de reforma monetária. Ambas as propostas partem do pressuposto que a desindexação dos preços e salários da economia era o fundamento necessário para conter a inflação, no entanto, se diferenciavam pela forma que esta deveria ocorrer. Com o choque heterodoxo, a desindexação ocorreria a partir do congelamento de preços, enquanto que para os defensores da proposta de reforma monetária, ela só seria alcançada com a criação de uma nova moeda plenamente indexada, que restaurasse plenamente as suas 3 funções básicas de meio de troca, unidade de conta e reserva de valor (MODENESI, 2005).

Para formular sua proposta de choque heterodoxo, Lopes parte do pressuposto que toda inflação crônica têm origem predominantemente inercial e faz uma distinção conceitual

entre choques inflacionários e tendência inflacionária. Em sua concepção, os choques inflacionários decorrem da tentativa generalizada por parte dos agentes econômicos de aumentar sua participação na renda nacional a partir da elevação de preços e remunerações. Os choques inflacionários podem ser tanto de oferta quanto de demanda. Para o autor, a literatura ortodoxa dispensa atenção apenas aos choques de demanda. A tendência inflacionária pode ser entendida como o componente inercial da inflação. Esta é a inflação que persiste mesmo na ausência de qualquer choque inflacionário significativo, mantendo algum resíduo inflacionário mesmo que não haja conflitos distributivos na economia. O componente dominante na economia brasileira, segundo o autor, era exatamente o componente inercial, na medida em que os agentes econômicos, na fixação de seus preços ou rendimentos, olhavam não para o futuro, mas sim para o passado, na tentativa de manter sua participação na renda nacional constante. Os preços seriam reajustados de acordo com a inflação do período anterior, o que faria com que a inflação permanecesse constante. Essa concepção nasceu da tendência que os agentes econômicos têm de assumir comportamentos defensivos em ambientes de inflação crônica (LOPES, 1986).

Em 1984 já era consensual, entre muitos autores, que a existência do componente inercial da inflação advinha dos mecanismos formais de indexação à disposição dos agentes, no entanto, Lopes propõe uma teoria um pouco mais radical, para ele, o componente inercial existiria mesmo na ausência de mecanismos de indexação formais, já que o principal alimentador da inércia inflacionária seriam os mecanismos informais de indexação, que eram utilizados de maneira espontânea pelos agentes para repor sua participação na renda. Para interromper esse processo de reajustes sucessivos de preços e remunerações na economia, Lopes sugere que somente um congelamento total de preços e rendimentos poderia realizar este feito. Esse congelamento deveria ser temporário segundo o autor, e seguido por um período em que os preços seriam descomprimidos com vistas a ajustar os preços relativos que ficaram desalinhados com o súbito congelamento (MODENESI, 2005).

A distorção nos preços relativos e o posterior realinhamento dos mesmos, acabou se tornando o principal problema a ser enfrentado na implementação dessa proposta, já que mesmo com algumas tentativas de solucionar esses problemas, Lopes não conseguiu nenhuma que resolvesse completamente os desajustes inerentes ao congelamento. Adicionalmente a proposta requeria que a política monetária fosse passiva, uma vez que, concluído o alinhamento de preços, seriam recompostas as funções básicas da moeda e a economia passaria por um processo de remonetização, em que naturalmente se diminuiria de forma gradativa a velocidade de circulação da moeda e cresceria o estoque monetário. Sendo assim, a política monetária deveria garantir o crescimento do estoque ao mesmo passo da

redução da velocidade de circulação da moeda, evitando uma retração da renda nominal (MODENESI, 2005). A proposta de Lopes inspirou a criação dos cinco planos de estabilização fracassados nos anos 80 e início dos anos 90. Esses planos não conseguiram resultados de longo prazo no controle inflacionário, abrindo espaço, assim, para a proposta de Arida e Lara Resende.

Os dois economistas citados acima formularam uma proposta de reforma monetária em 1984 que viria a se tornar realidade apenas com o Plano Real, colocado em prática dez anos mais tarde, a proposta Larida. Para Lara Resende, o choque heterodoxo proposto por Francisco Lopes seria, assim como as teorias ortodoxas, altamente desestabilizador para a economia, além de politicamente inviável. Ele argumenta ainda que o congelamento de preços proposto não seria neutro do ponto de vista distributivo e que este geraria sérios problemas por conta da assincronia no posterior reajustamento dos preços relativos. O controle administrativo dos preços também seria outro problema a ser enfrentado, por conta da dificuldade em sua implementação. Com isso, Lara Resende parte do princípio de que na essência de longos processos inflacionários se encontra a perda de credibilidade da moeda, que em sua visão, deveria ser substituída por uma nova. Essa idéia foi derivada das experiências de estabilização efetuadas por alguns países da Europa no imediato pós-guerra, das quais o caso mais notável é o caso alemão. Em ambientes de hiperinflação, as remarcações de preço e remunerações se tornam tão freqüentes que se dão quase simultaneamente, diminuindo caráter redistributivo da inflação, na medida em que os preços relativos adquirem certo equilíbrio entre si. A proposta Larida objetivava simular o mesmo efeito dos processos hiperinflacionários por meio da criação de uma nova moeda indexada e pelo encurtamento do tempo de reajuste de preços e rendimentos, já que era uma característica do processo inflacionário brasileiro a assincronia desses reajustes. Foi sugerido pelos autores, que se adotasse um indexador universal que pudesse reajustar todos os preços e rendimentos ao mesmo tempo de forma a neutralizar o efeito inflacionário sobre a distribuição de renda. Como um indexador contemporâneo perfeito é, na prática, impossível de ser obtido, deveria ser escolhido um indexador que chegasse o mais próximo possível de proteger de forma eficiente os valores indexados. Nas palavras dos próprios autores:

> "Uma reforma monetária separa o efeito desejado – qual seja, a redução do período de indexação – de sua causa espontânea, a saber, a aceleração da inflação. A reforma monetária encolhe a memória inflacionária do sistema econômica na ausência de uma hiperinflação." (Arida & Lara-Resende, 1986:19)

Os fundamentos da proposta Larida baseiam-se, portanto, na instituição de uma moeda indexada que circularia na economia brasileira paralelamente ao cruzeiro e na paulatina diminuição da memória inflacionária já impregnada no sistema econômico brasileiro, através da substituição da moeda antiga pela nova, que já possuiria o seu sistema de preços estabilizados. A proposição era que a nova moeda fosse indexada às ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional), que continuaria sendo corrigida pela inflação calculada sobre a moeda antiga, mantendo-se, então, uma paridade fixa entre as duas. Assim, a inflação atacaria apenas a moeda antiga, não se verificando na moeda nova, nenhuma mudança de preços relativos. Por fim, em alguma data predeterminada a moeda antiga seria abolida e com ela todo o componente inercial da inflação. Todos os preços, remunerações e depósitos à vista seriam convertidos para a nova moeda. Os contratos indexados seriam convertidos para a nova moeda pelo seu valor médio nos seis meses anteriores e seria vedada a correção monetária nos novos contratos. O período de transição garantiria a confiança dos agentes na nova moeda, que se apreciaria diariamente em relação à moeda inflacionária (antiga) e na qual os preços seriam mantidos estáveis quando expressos em sua unidade. Isso faria com que se aumentassem os encaixes monetários e se diminuísse a velocidade de circulação da moeda, conferindo à política monetária, assim como na proposta do choque heterodoxo, um caráter exclusivamente passivo.

Há grandes vantagens, no entanto, com relação à proposta de Francisco Lopes. A primeira delas é que nas estabilizações a partir do choque heterodoxo, é instalado um processo recessivo na economia, enquanto que na proposta Larida, seria natural que ocorresse uma forte expansão econômica pós-estabilização, visto o que se observou nas economias européias estabilizadas na década de 1920. Em segundo lugar, não se interferiria diretamente nos mercados como na proposta de Lopes, evitando desgastes políticos. Apesar dos pontos positivos apresentados pela proposta Larida, cabe dizer, que a estabilização não seria completamente neutra no sentido distributivo, já que os salários seriam convertidos na nova moeda pela média dos últimos meses, enquanto que os preços estariam livres para serem convertidos pelo pico (MODENESI, 2005).

Apesar de a proposta Larida ter sido apresentada em meados da década de 80, apenas em 1993, após uma série de desconfianças por parte de alguns políticos e economistas, iniciou-se a implantação de uma proposta de política baseada nos seus argumentos. Seriam essas idéias, as precursoras do Plano Real, que apesar disso, diferenciou-se da proposta de moeda indexada por não instituir uma nova moeda que circularia paralelamente à antiga. A proposta Larida sugeria a criação de uma nova moeda que exercesse as três funções básicas, o que acabou não acontecendo no Plano Real. Foi instituída apenas uma nova unidade de conta

a URV (Unidade Real de Valor), enquanto que os contratos continuariam sendo liquidados em cruzeiros reais, nova moeda criada em 1993. Sendo assim, não ocorreu na prática a instituição de um padrão bimonetário. Contudo, não há dúvidas de que as bases para o Plano Real, que estabilizou em definitivo a economia brasileira, foram fornecidas pela proposta Larida.

II.2 Período de Implementação

A convivência com altas taxas de inflação durante praticamente toda a década de 80, fez com que fossem necessários alguns ajustes na economia brasileira para que o Plano Real tivesse êxito no estancamento do processo inflacionário. Esta seção tem por objetivo apresentar os processos de ajuste fiscal e reforma monetária, assim como, identificar os motivos que levaram às autoridades monetárias a optarem pela adoção de um regime de âncora cambial.

II.2.1 O Ajuste Fiscal e a Reforma Monetária

As duas primeiras fases na implementação do Plano Real basearam-se respectivamente em um processo ajuste nas contas públicas, diagnosticado como essencial para que a estabilização lograsse êxito e uma reforma monetária, com instituição de um indexador universal e contemporâneo, nos moldes da proposta Larida.

O ajuste fiscal, entendido como a primeira fase do Plano Real, foi colocado em prática na economia brasileira no período de maio de 1993 a fevereiro de 1994. Esse ajuste visava criar precondições para que as contas públicas brasileiras não sofressem com o impacto do processo de estabilização. Na realidade, esse ajuste se materializou na forma de duas medidas principais: a criação do PAI (Plano de Ação Imediata) e do FSE (Fundo Social de Emergência).

A justificativa dada pelos formuladores do plano, quanto à necessidade do ajuste era o que ficou conhecido como “efeito Tanzi às avessas”, também conhecido como “efeito Bacha”, que incidiria nas contas do governo. O efeito Bacha era determinado por dois fatores principais: a subavaliação da inflação na proposta orçamentária do governo, que tendia a diminuir as suas despesas reais, enquanto que as suas receitas continuavam indexadas pelos diversos mecanismos existentes, protegendo o seu valor real; e pelo gerenciamento de caixa do Tesouro, que ao adiar suas despesas diminuía o seu valor em termos reais. Sendo assim, a inflação era inversamente proporcional ao déficit público, sendo favorável aos cofres do

governo. Logo, o súbito estancamento do processo inflacionário, geraria uma grande elevação do valor real das despesas do governo. O PAI e o FSE objetivavam, justamente, compensar essa elevação.

O PAI partiu do princípio de que uma das responsáveis pela manutenção da inflação era a existência, no Brasil, de uma grande desordem financeira e administrativa. Com isso, suas medidas tentavam reorganizar o setor público e suas relações com o setor privado da economia. Foram elas: a redução do gasto público e maior eficiência em sua utilização; elevação da arrecadação através da instituição do IPMF (Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira) e da intensificação no combate à sonegação; redefinição da relação entre a União e os estados e municípios, verificada na redução dos repasses não-constitucionais e na regularização do pagamento de dívidas destes para com o governo federal; mudanças institucionais e saneamento dos bancos estaduais e federais; e ampliação do PND lançado no governo Collor, concluindo a venda de estatais nos setores de siderurgia e iniciando as vendas nos setores de energia elétrica e transporte ferroviário, com a constituição do Fundo de Privatização (MODENESI, 2005).

O FSE foi instituído em fevereiro de 1994 para vigorar até 1995. Foi importante para financiar os gastos sociais do governo, que apesar dos cortes no orçamento original para o ano de 1994, não contavam com recursos suficientes. Esta insuficiência de recursos para o financiamento dos gastos sociais estava intrinsecamente ligada à grande vinculação que existia nas receitas da União, vinculação essa, que foi aumentada com a Constituição de 1988. Cerca de 80% das receitas tributárias estavam vinculadas a algum gasto específico. O FSE deveria resolver esse problema, já que possibilitaria ao governo aumentar os graus de liberdade na condução da política fiscal (MODENESI, 2005).

Para cumprir seu objetivo, o FSE era constituído por recursos obtidos através da desvinculação de determinadas receitas. Esses recursos provinham de 20% da arrecadação do IPMF, de 20% dos recursos que deveriam ser gastos com educação designados pela Constituição de 1988, de um adicional de 3% sobre o lucro e 0,75% da receita operacional bruta dos bancos e de 100% do imposto de renda do funcionalismo público.

Cabe ressaltar, que as duas medidas de ajuste fiscal tomadas na primeira fase do Plano Real conseguiram bons resultados apenas no curto prazo. Quando observa-se, por exemplo, a necessidade de financiamento do setor público subiu de 0,4% do PIB em média, no período de 1991 a 1994, para 5,2% em média, no período de implantação do plano (entre 1995 e 1998). Isso se deu, em grande parte, por dois fatores: a transformação de um superávit operacional de 2,9% do PIB em déficit de 0,2% do PIB e à elevação, nesse período, da despesa com juros, que passou de 3,3% para 5% do PIB. Há diversos motivos, aos quais

pode ser imputada a responsabilidade pela deterioração fiscal, uma delas é o reconhecimento do que ficou conhecido como esqueletos fiscais do governo, que contribuiu para elevação verificada na dívida pública brasileira, em proporção ao PIB, de 30% ao final de 1994 para 42% em dezembro de 1998 (MODENESI, 2005). .

Feito o ajuste fiscal, mesmo que temporário, era necessário acabar de uma vez com o processo inflacionário em curso. Para isso, os formuladores se utilizaram largamente, como já adiantado, das idéias defendidas pelos economistas Andre Lara Resende e Pérsio Arida, tomando medidas que visavam eliminar o componente inercial da inflação brasileira. Essa segunda fase do Plano foi compreendida entre os meses de março e julho de 1994 e objetivava extinguir o complexo sistema de indexação que existia na economia brasileira como forma de proteção dos agentes econômicos contra os efeitos da inflação. Esse sistema de indexação era o que garantia a existência do componente inercial da economia brasileira e somente quando se extinguisse esses mecanismos é que a adoção de uma âncora nominal surtiria efeito na contenção dos preços.

Como dito na seção anterior deste capítulo, o indexador universal e contemporâneo utilizado para reajustar todos os preços e remunerações, tal qual defendido na proposta Larida, foi a URV. A URV foi posta em prática em março de 1994 e se constitui em uma nova unidade de conta, que era plenamente indexada e evoluía acompanhando a variação "pro rata dia" do conjunto dos três principais índices de preços utilizados no país: o IGP-M (Índice Geral de Preços de Mercado), o IPCA (Índice de Preços ao Amplo) e pelo IPC (Índice de Preços ao Consumidor). Segundo Modenesi (2005), a idéia básica era que a URV cumpriria o papel de uma dolarização artificial, tendo o poder de alinhar as expectativas inflacionárias e os preços relativos, cumprindo o mesmo papel do dólar no processo de estabilização alemão do pós-guerra.

Concomitantemente à criação da URV, o Banco Central se comprometeu em vender dólares toda vez que a paridade entre a URV e o dólar se igualasse a 1, deixando a taxa de câmbio livre para flutuar abaixo desse patamar. Caracterizou-se assim a instituição de uma banda cambial assimétrica, que possuía apenas o teto igual a 1.

Todos os novos contratos deveriam ser especificados em URV, e não mais em cruzeiro real, deixando facultativa apenas a conversão de contratos já existentes. Ficou proibida, também, a inclusão de cláusulas que previssem alterações nos valores contratuais com período inferior a um ano e converteram-se os salários pela média do seu valor real nos quatro meses anteriores.

Em Julho de 1994 substituiu-se a URV por uma nova moeda, o real. A conversão do estoque monetário, além de todos os contratos ainda em cruzeiros reais, se deu à taxa de R$ 1/CR$ 2.750, o mesmo valor da URV em 30 de Junho.

Oficialmente a política cambial foi mantida inalterada, apesar de informalmente ter sido adotado um piso de R$0,85/$1 dólar para a banda cambial, e iniciando, em seguida, a terceira fase de implementação do Plano Real.

II.2.2 Implementação das Âncoras Monetária e Cambial

A terceira fase de implementação do Plano Real se deu entre julho de 1994 e janeiro de 1999, tendo sido marcada pela adoção de duas âncoras nominais: a âncora monetária, adotada em um primeiro momento, porém com poucos efeitos práticos; e a âncora cambial, que perdurou até o ano de 1999.

A âncora monetária, que vigorou apenas no curto período entre julho e setembro de 1994 é muito menos discutida do que a sua sucessora, tendo em vista, que nunca cumpriu plenamente os objetivos para os quais foi criada. Observa-se já no primeiro mês de sua implantação um claro descumprimento das metas (MODENESI, 2005).

A terceira fase de implementação do plano é aberta com o lançamento da Medida Provisória que dava curso legal ao Real, além de determinar as suas condições de emissão e lastreamento. Foi determinado que a base monetária devesse aumentar respeitando as metas pré-estabelecidas, e que estas últimas poderiam ser alteradas em até 20% pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Além disso, criou-se o lastreamento da base monetária em reservas internacionais e estabeleceu-se uma paridade fixa entre o real e o dólar, também passível de alteração por parte do CMN. Sobre o CMN, cabe destacar que a sua composição foi alterada, passando a compor o Conselho: o presidente do Banco Central, o Ministro da Fazenda e o Ministro da Coordenação Geral da Presidência da República. Além disso, foram criados alguns canais, visando facilitar a monitoração da condução da política monetária por parte dos membros dos poderes Executivo e Legislativo, já que a idéia era elevar o grau de independência do Banco Central.

Conforme previsto, a estabilização econômica acarretou uma grande diminuição da velocidade de circulação da moeda, inviabilizando o cumprimento das metas monetárias estabelecidas devido ao grande processo de remonetização verificado. Diante da impossibilidade de se determinar “ex-ante” o volume de moeda demandado e com a necessidade de suprir a grande demanda por moeda dos agentes, as metas monetárias se tornaram inócuas.

A Medida Provisória que criou o Real cometeu também um grave erro teórico, ao tentar instituir a implantação de duas âncoras distintas para os preços. A adoção de uma âncora monetária inviabiliza a adoção da âncora cambial, pois, para que se mantenha a paridade cambial, é necessário que se abra mão do controle sobre o estoque monetário e vice-versa. O que acabou ocorrendo foi que, na prática, os três primeiros meses com a nova moeda se caracterizaram pelo não respeito às duas âncoras formalmente instituídas. Como dito, as metas monetárias foram ultrapassadas rapidamente enquanto que foi permitido ao câmbio flutuar e seguir sua tendência de sobrevalorização, chegando este a ser cotado abaixo de R$0,84 por dólar.

Estando clara a necessidade de corrigir os rumos que a política monetária brasileira, optou-se por abandonar a âncora monetária e adotar o regime monetário de metas cambiais, que logrou êxito em dar continuidade ao processo de estabilização em curso, já que fornecia satisfatoriamente um padrão de referência para as expectativas inflacionárias (MODENESI, 2005).

O sistema de metas cambiais implantado no país está diretamente relacionado com o sucesso do Plano Real, apesar de muitos acharem que este vigorou por um tempo demasiado longo. Apesar da suposta demora no abandono do regime, verificou-se claramente uma crescente flexibilização deste ao longo do tempo. Após o abandono do sistema de metas monetárias, em setembro de 1994, passa a vigorar o sistema de metas cambiais já no mês seguinte. Inicialmente foi adotado um sistema de câmbio fixo puro, onde a taxa manteve-se praticamente estável em R$0,84 por dólar, com o Banco Central interferindo no mercado de divisas para que essa taxa não caísse. Ainda assim, era claro que a taxa de câmbio brasileira estava sobrevalorizada, devido à conjuntura de grande liquidez internacional. Esse quadro foi alterado em dezembro de 1994, com a crise mexicana que prejudicou todos os países emergentes com a diminuição dos fluxos internacionais de capitais. Tendo em vista a diminuição das reservas internacionais, o Banco Central (BC) foi obrigado a flexibilizar o regime em fevereiro de 1995 (MODENESI, 2005).

Em março de 1995, com as reservas bastante reduzidas o BC foi obrigado a desvalorizar o real e adotar uma banda de flutuação larga para o câmbio, além de promover, como medida auxiliar o aumento das tarifas de importação. Na prática, o BC optou por realizar intervenções diárias na taxa de câmbio, e fez com que surgisse dentro da banda larga uma espécie de minibanda de flutuação. A partir desse ponto, o BC promoveu pequenas desvalorizações na taxa de câmbio em dias e magnitude não anunciados previamente, caracterizando a adoção de uma banda deslizante.

Em outubro de 1995, o sistema de metas cambiais foi relaxado novamente e adotou-se uma espécie de banda rastejante, na qual as minibandas de flutuação assumiram inclinação positiva e o real passou a ser desvalorizado 0,6% a.m. Além disso, a amplitude da banda foi aumentando progressivamente. Foi esse sistema que vigorou até o abandono do sistema de metas cambiais em 1999, após a crise russa.

O outro fator que garantiu o controle da inflação foi a forte concorrência dos produtos importados, que sofreu a indústria brasileira. A terceira fase de implementação do plano foi também caracterizada por um grande processo de abertura comercial e financeira, que deu ao setor externo um papel de destaque no processo de estabilização brasileiro. Com uma queda de 60% na alíquota do imposto de importação e com o câmbio sobrevalorizado, uma grande parte da demanda doméstica foi deslocada para produtos importados, restringindo através dessa concorrência, a capacidade do setor produtivo doméstico de aumentar preços.

Apesar de não haver um consenso sobre qual seria a taxa de câmbio de equilíbrio nos cinco primeiros anos do Real, estava claro que a taxa estava artificialmente sobrevalorizada. Porém, os encarregados de controlar a política econômica brasileira na época, indicaram alguns motivos para a taxa estar tão valorizada, chegando até mesmo a dizer que a taxa de equilíbrio correta, seria a que estava vigorando à época. Os argumentos utilizados para corroborar essa idéia passavam pelo aumento da produtividade, que de fato deu um salto após o processo de abertura comercial e o fim das fugas de capital e decorrência da alta inflação. Para a maioria, no entanto, a política cambial brasileira, tinha o objetivo implícito de manter uma defasagem entre o Real e o dólar, por conta da cautela de que a inflação voltasse com força. O BC obteve grande êxito nesse intento, visto que a conjuntura era de grande liquidez internacional no início do plano. As flexibilizações no sistema de metas foram se dando gradativamente, à medida que o processo de estabilização foi se consolidando e à medida que a liquidez internacional foi diminuindo.

Sobre o fluxo de capitais para a economia brasileira, cabe dizer que fica clara sua diminuição quando analisa-se o seu comportamento. Em 1996 é atingido o pico de mais de US$ 32 bilhões de dólares, diminuindo aceleradamente para US$ 26 bilhões no ano seguinte. Em 1998, antes do abandono do sistema de metas cambiais, esse fluxo já havia caído para menos de US$16 bilhões, forçando a adoção de uma nova política cambial no ano seguinte.

II.2.3 O Período de Implementação em Perspectiva

O Plano Real foi extremamente eficaz quando olhado do ponto de vista do controle inflacionário. A inflação caiu bruscamente já no mês de criação da nova moeda e manteve uma tendência de queda até 1998.

A trajetória descendente da inflação está ligada também ao forte aperto monetário que se sucedeu à implantação do Plano Real. A taxa de juros se manteve em altos patamares e contribuiu para o desaquecimento da economia. Essa política monetária restritiva está intimamente ligada ao sistema de metas cambiais adotado, que como já explicado, implica a perda de autonomia no controle da oferta monetária.

Observou-se também, um grande déficit na conta corrente do BP, motivado pela valorização da taxa de câmbio. O equilíbrio do BP teve que ser alcançado através dos influxos de capitais externos conseguido pela alta taxa de juros praticada e pelo cenário de liquidez internacional.

Outra contribuição importante do plano foi alongamento dos prazos dos contratos, que devido à incerteza gerada pela inflação eram normalmente de curto prazo. Do mesmo modo, incentivou as decisões de investimento, que anteriormente eram prejudicadas pelo ambiente de incerteza.

Os índices de pobreza também diminuíram consideravelmente, tendo em vista que as pessoas com menos recursos é que eram as mais prejudicadas pelo processo inflacionário, já que se encontravam à margem dos mecanismos de indexação.

O crescimento econômico foi largamente prejudicado pela política monetária e creditícia restritiva usada como forma de conter o aumento do consumo que geralmente ocorre em economias recém-estabilizadas. Isso acabou gerando uma trajetória de crescimento da atividade industrial em “stop and go”.

Por fim, cabe mencionar que o desemprego aberto medido pelo IBGE aumentou mais de 50% entre 1994 e 1998, efeito direto do desaquecimento econômico e da tendência de queda no crescimento do PIB, que 1998 foi de apenas 0,13%. Cabe dizer ainda, que ocorreu um visível aumento da dívida líquida do setor público, explicitado pelo crescimento de cerca de 40% da relação dívida líquida/PIB entre 1994 e 1998. O crescimento dessa relação foi puxado, basicamente, pela parcela de títulos do governo atrelada à SELIC (MODENESI, 2005).

II.3 Período de Consolidação da Estabilidade Monetária

Esta última seção deste capítulo demonstra como se comportou a economia brasileira e os rumos tomados pelo Real desde o abandono do regime de metas cambiais em 1999, que marca o fim do período de implantação do Plano, até os dias atuais.

II.3.1 Período de Transição

A crise cambial brasileira de 1999 acabou minando a capacidade do Banco Central de sustentar o regime de metas cambiais mantido desde o início do Plano Real. A drástica redução do número de divisas ocorrida se deve principalmente às crises dos países do Leste Asiático e à crise da Rússia, que afetaram a credibilidade dos países em desenvolvimento e conseqüentemente fizeram com que os fluxos de capitais para esses países diminuíssem muito. Para muitos, o regime de metas cambiais deveria já deveria ter sido abandonado anteriormente a essas crises, já que comumente este é utilizado apenas como um primeiro estágio nos processos de estabilização, pois, possui todas as desvantagens já explicitadas em outros capítulos. Além disso, a economia brasileira se encontrava muito desaquecida, o que obviamente diminuía as chances de que pudesse ocorrer uma volta súbita do processo inflacionário.

Os formuladores da política econômica defendiam a manutenção do sistema de metas cambiais por conta da aparente fragilidade da estabilidade monetária ainda apresentada pela economia brasileira. Essa fragilidade seria a principal justificativa para a cautela na flexibilização do regime cambial. Contudo, os membros do BC argumentavam que indiscutivelmente já existia um processo em curso, no qual, a economia evoluía gradativamente para um sistema que permitisse ao câmbio uma maior flutuação.

Apesar da gradativa flexibilização do câmbio estar ocorrendo, esta ainda era muito lenta para as reais necessidades da economia brasileira. O intervalo de flutuação da taxa de câmbio deveria ter sido ampliado mais rapidamente, tendo em vista que se precisava corrigir a sobrevalorização do Real em um período mais curto.

O desalinhamento da taxa de câmbio pode ser percebido quando se analisa a evolução do saldo do BP. Em 1997 já se registrava um déficit de US$ 33,5 bilhões, que em 1998 já havia se elevado para US$ 35 bilhões. Cabe dizer, que o déficit cresceu apesar da gradativa flexibilização no câmbio, indicando que o ritmo de flexibilização do regime cambial é que estava ainda muito lento.

Nesse contexto, o BC era obrigado a praticar altas taxas de juros para atrair capitais externos e manter dessa forma o equilíbrio no nível de reservas internacionais, o que acabava por aumentar a dívida pública brasileira, em grande parte atrelada a Selic. Com isso, o desequilíbrio fiscal tornou ainda mais urgente o abandono do regime de metas cambiais.

Os desequilíbrios macroeconômicos tornavam a moeda brasileira mais propensa também a ataques especulativos. Muitos países já haviam sido alvo desses ataques a partir de 1997 e a moeda brasileira estava sob constante ameaça, já que dependendo da magnitude do ataque talvez não fosse possível manter o regime de metas para o câmbio. A expectativa de desvalorização cambial por parte dos agentes econômicos forçou o BC a vender quantias cada vez maiores da divisas. Essa conjuntura demonstrava que o abandono do regime seria apenas uma questão de tempo.

Finalmente, a troca de Gustavo Franco, o maior defensor do regime de metas cambiais no governo, por Francisco Lopes, o mesmo que defendia o Choque Heterodoxo, no cargo de Presidente do BC, deu indícios de que o regime monetário em vigor estaria perto de ser abandonado. Mesmo assim, Lopes optou apenas por uma maior flexibilização do sistema de metas cambiais, o que elevaria mais rapidamente a amplitude da banda.

As mudanças de Lopes, não surtiram efeito prático e apesar do BC ter continuado o processo de venda de dólares, a taxa der câmbio atingiu rapidamente o teto da banda. Mantido esse ritmo, segurar a taxa de câmbio dentro da banda se tornaria insustentável e as reservas internacionais seriam exauridas em poucos dias. Em face da insustentabilidade do regime, o BC se absteve de intervir na taxa de câmbio e permitiu que ela flutuasse livremente a partir do dia 15 de janeiro de 1999. Desde então, funciona na economia brasileira um sistema de flutuação suja do câmbio.

Já no primeiro dia de flexibilização da taxa de câmbio, o Real acumulou uma desvalorização de mais de 11% em relação do dólar, fechando o ano com uma desvalorização acumulada de 21,3%.

Como se pode perceber, o abandono do regime de metas cambiais não se configurou como uma opção das autoridades monetárias, que relutaram em abandoná-lo até o último instante. O abandono foi forçado pelas condições de restrição do fluxo de capitais internacionais que diminuíram diante da desconfiança em uma desvalorização do Real após a crise asiática e a crise russa.

Com o abandono da âncora cambial, era necessária a adoção de uma nova âncora nominal que balizasse a formação de preços dos agentes econômicos. O regime escolhido para substituir o anterior, foi o regime de metas inflacionárias que vigora até hoje na economia brasileira.

II.3.2 O Regime de Metas Inflacionárias

Em março de 1999, com a substituição de Francisco Lopes por Armínio Fraga na presidência do BC, é adotada, mesmo que informalmente, uma nova âncora nominal na economia brasileira. Armínio opta pelo regime de metas inflacionárias e em sua primeira reunião a frente do Copom (Comitê de Política Monetária do Banco Central), decide pelo abandono da sistemática de bandas para a flutuação da taxa Selic. Até então era determinado um intervalo de flutuação para a Selic onde o piso era dado pela TBC (Taxa Básica do Banco Central) e o teto pela Tban (Taxa de Assistência do Banco Central), ambas definidas diretamente pelo Copom. Dentro do intervalo estipulado, a Selic era determinada livremente pelo dia a dia do mercado interbancário. Esse sistema foi substituído por um sistema semelhante ao utilizado pelo FED (Federal Reserve Bank), no qual é fixada uma meta para a taxa Selic, sinalizando claramente o comportamento futuro da taxa de juros.

O Copom, devido uma expectativa de aumento da inflação, optou por fixar a taxa em 45% a.a., o que mostrava com clareza que o seu principal objetivo seria, daqui pra frente, cumprir uma meta para a inflação. Apesar disso, a instituição de um regime formal de metas inflacionárias só viria a ocorrer no mês de Junho de 1999.

O Decreto que institui esse regime conferiu ainda, plenos poderes ao BC para que pudesse alcançar a meta, ou seja, conferiu independência de instrumentos para que a autoridade monetária pudesse cumprir as metas de inflação, que seriam estipuladas pelo CMN (Conselho Monetário Nacional). O Decreto também estabeleceu que em caso de descumprimento da meta, o BC deveria tornar públicas as razões desse descumprimento, enviando uma carta aberta ao ministro da Fazenda. A carta deve conter as causas do descumprimento, as medidas que se fazem necessárias para trazer a inflação de volta à meta e o prazo estimado para que as medidas surtam efeito.

Desde então, o CMN passou a utilizar o IPCA para estabelecer um intervalo de variação para a inflação. O BC tem a obrigação de manter a inflação dentro dos limites desse intervalo, de forma a coordenar as expectativas dos agentes econômicos. Foram tomadas, além dessas, medidas que visavam melhorar os canais de comunicação do BC com o público para, com isso, dar maior transparência à instituição.

São lançadas então, as bases do sistema de metas inflacionárias, quais sejam: (i) o anúncio de uma meta de médio prazo para a inflação; (ii) o compromisso institucional com a estabilidade de preços, que é a principal meta de longo prazo da política monetária; (iii) a reduzida importância das metas intermediárias; (iv) maior transparência na condução da

política monetária; e (v) independência de instrumentos do BC para o cumprimento das metas.

Cabe notar que se inaugura um novo modelo de condução na política monetária brasileira, modelo que possuía raízes teóricas bem definidas, tal qual pode se observar logo pelo 1º Relatório de Inflação do BC, divulgado após a adoção formal do regime. O relatório deixou clara a idéia dos dirigentes do BC de que a política monetária só produz efeitos reais na economia no curto e no médio prazo, sendo neutra no longo. O único efeito de longo prazo da política monetária seria sobre o nível geral de preços. O pensamento dos dirigentes do BC está alinhado com a teoria novo-clássica, que ao contrário dos autores de concepção keynesiana, acreditam que a política monetária não deve ser utilizada para gerar crescimento econômico.

Para que seja atingida a meta adotada para a inflação, o BC se utiliza principalmente da taxa de juros Selic com instrumento de condução da política monetária. O BC atua perspectivamente, aumentando ou diminuindo a taxa Selic de acordo com uma expectativa de alta ou baixa da inflação, trazendo as expectativas de volta à meta.

A taxa Selic é a taxa primária de juros, que é determinada diariamente no mercado de reservas interbancário, sendo, portanto, uma taxa de juros de curtíssimo prazo. Ao definir a Selic, o BC consegue influenciar indiretamente as taxas de prazo mais longo, que dependem de uma série de outros fatores, tais como, o risco de crédito. Portanto, através das variações da Selic, o BC consegue afetar toda a estrutura de juros da economia brasileira. Na prática o que o BC determina é uma meta para a taxa Selic, que deve ser atingida através de intervenções diárias no mercado de reservas bancárias.

A Selic têm o poder de influenciar a inflação, basicamente por 5 canais: a estrutura a termo das taxas de juros, através da taxa de câmbio, coordenando as expectativas, através do sistema de crédito e pelo preço dos ativos. Esses cinco itens servem de base para que os agentes tomem suas decisões de investimento, poupança, consumo, exportações e importações, o que modifica naturalmente o crescimento econômico e com ele o nível geral de preços.

Apesar de ter fornecido claramente uma nova âncora nominal para a economia brasileira, o sistema de metas inflacionárias enfrentou algumas dificuldades quando analisado do ponto de vista do cumprimento das metas. Do ano de 2001 ao ano 2003, as metas não foram respeitadas e, além disso, as metas foram modificadas em alguns anos, o que poderia de certa forma abalar a confiança dos agentes no seu cumprimento. A dificuldade no cumprimento das metas nos primeiros anos decorre de alguns fatores característicos da economia brasileira, dos quais, cabe destacar três: a baixa previsibilidade da inflação

brasileira, a instituição de metas reduzidas e a elevada participação dos preços administrados no IPCA.

Os dois primeiros itens se encontram intimamente relacionados, uma vez que, tendo em vista à dificuldade de se prever com certa confiabilidade a inflação futura, é grande a probabilidade de que sejam estabelecidas metas incompatíveis com esta. Essa dificuldade provém da falta de indicadores antecedentes que permitam antecipar a variação do IPCA com precisão.

Outra grande dificuldade vem diretamente do índice escolhido com balizador da inflação. O grande peso dado aos preços administrados no IPCA dificulta a convergência da inflação ao centro da meta por conta da insensibilidade destes à taxa de juros. Como o instrumento principal, senão o único instrumento, do BC para o controle da inflação é o controle da taxa de juros, sua eficácia fica seriamente comprometida.

Apesar das dificuldades iniciais, os anos seguintes comprovaram a eficácia das metas inflacionárias no que diz respeito ao controle de preços, que desde então foram cumpridas com certa tranqüilidade, garantindo assim, que qualquer desconfiança inicial fosse rapidamente contornada.

No quesito crescimento do PIB e redução do desemprego, o sistema deixou a desejar nos primeiros anos, em grande parte por conta das altas taxas de juros praticadas para represar os preços livres. Estes deveriam ser excessivamente comprimidos para que se alcançasse a meta estipulada, já que deveriam compensar as possíveis altas dos preços administrados. O PIB só passou a apresentar um comportamento de crescimento sustentado a partir do ano de 2004 que manteve essa trajetória até o ano de 2008. O ano de 2009 foi de estagnação por conta da crise do subprime americano, iniciada em setembro de 2008. Em 2010, principalmente pelas medidas de incentivo tomadas pelo governo, a atividade econômica voltou a apresentar uma grande melhora, indicando que o país se recuperou rapidamente da crise e que voltará à sua trajetória de crescimento.

CAPÍTULO III – COMPORTAMENTO DA TAXA DE JUROS[3]

O capítulo final deste trabalho visa apresentar como a taxa de juros brasileira variou de nos contextos das duas âncoras adotadas após o Plano Real, assim como, a análise das diferenças dessa variação, nos dois contextos.

III.1 Variação da Selic no Contexto de Âncora Cambial

Esta seção deste capítulo apresenta como a Selic se comportou nos anos em que vigorou o sistema de metas cambiais no país, anos em que a taxa de juros teve o papel preponderante de atrair capitais externos para que se pudesse manter o regime monetário em vigor.

Em um regime de metas cambiais é natural que ocorra uma vinculação das taxas de juros domésticas com a taxa externa. Como já discutido anteriormente, a vinculação não implica necessariamente numa convergência entre as taxas, já que em geral existe um prêmio pelo risco, que é levado em conta pelos investidores. A taxa interna de juros acaba se correlacionando com a externa por conta da necessidade de que sejam atraídas as divisas que garantem a manutenção do regime monetário, ou seja, deve-se cuidar para que a taxa permaneça atraente aos investidores, para que sejam mantidos os influxos de investimentos externos.

No caso brasileiro não foi diferente e à Selic foi dado o papel de segurar o regime de metas cambiais. Analisando a variação da Selic no período em que vigorou esse sistema, observa-se uma clara tendência de alta nos períodos em que o risco-país se elevou, principalmente nos momentos de crise em outros países considerados emergentes.

A década de 1990 foi marcada por uma sucessão de crises nos países emergentes, o que gerava uma grande desconfiança quanto à sustentabilidade dos regimes de câmbio fixo adotados por muitos desses.

A primeira dessas crises, a crise mexicana de 1994 foi contornada sem grandes problemas. O Brasil vivia uma expectativa à época, de que houvesse uma queda das taxas de juros, já fixadas em altos patamares para atrair os fluxos externos de capital. De fato, o influxo de capitais registrado pela economia brasileira nos três anos anteriores à crise foi, em grande medida, resultado do diferencial de juros, e não das melhores perspectivas da

[3] As informações sobre a taxa de juros brasileira foram retiradas do site do Banco Central do Brasil.

economia brasileira, posto que estas não eram, até o lançamento do Plano Real, tão boas assim. Assim, como um possível declínio das taxas de juros domésticas poderia levar a uma pressão sobre o câmbio, no sentido de desvalorizá-lo, o principal malefício trazido pela crise do México para a economia brasileira foi à necessidade de manutenção da taxa em altos patamares.

A taxa de juros brasileira ainda continuou aumentando mais ainda, até meados do ano de 1995, quando chegou a atingir quase 90% e iniciou após isso uma trajetória praticamente ininterrupta de queda, com um intervalo de oscilação entre meados do ano de 1996 e 1997 que ainda assim ainda manteve a tendência de queda. Nesse período a taxa gravitou ao redor dos 20%, chegando aos 19% às vésperas da eclosão da crise dos países do leste asiático.

Após a crise dos países asiáticos, que se iniciou em 1997 e perdurou até meados de 1998, o país teve que tomar medidas drásticas com relação à taxa de juros, para compensar o aumento da percepção de risco dos investidores. Em outubro de 1997 o Banco Central quase dobra a meta para a taxa de juros, visando se proteger da crise e com isso, a taxa de juros anualizada passa do patamar de 19% para mais de 45%. Após esse salto na Selic promovido pelo BC, a taxa toma novamente uma nova trajetória de queda, acompanhando a diminuição da expectativa de desvalorização cambial dos investidores externos e do risco-país. O ritmo de queda na taxa de juros se mostra bastante acelerado neste período, com a taxa caindo abaixo dos 20% já em julho de 1998, quando o BC estipula como meta para a Selic o valor de 19,75% a.a., ou seja, apenas ligeiramente maior do que a taxa pré-crise.

Cabe dizer que apesar da meta ter sido fixada abaixo de 20%, a taxa anualizada efetivamente observada, freqüentemente ultrapassou em muito a meta. No período que vai de setembro de 1998 a novembro desse mesmo ano, a meta fixada pelo BC foi de 19% a.a. enquanto que a taxa efetiva chegou a ultrapassar 42%, mais que o dobro.

A crise dos países asiáticos espalhou uma onda de desconfiança por parte dos investidores, que acreditavam que outros países emergentes pudessem sofrer do mesmo problema. A Rússia, que já vinha sofrendo pressões em seu mercado financeiro desde o final do ano de 1997, acabou por decretar moratória em agosto de 1998 prejudicando ainda mais os fluxos de capitais para os mercados emergentes.

Em dezembro o BC sobe para 29% a.a. a meta para a Selic, refletindo as dificuldades de se manter o nível de reservas, que já apresentava um processo de deterioração, principalmente após agosto. Esse processo de deterioração do nível de reservas indicava aos investidores que não haveria como manter o regime cambial durante muito tempo.

Em Janeiro, com a substituição do presidente do BC, o ataque contra a moeda brasileira persistiu e as reservas continuaram a se exaurir, o que obrigou o BC a se abster de intervir no mercado de câmbio para manter o nível de reservas ainda existentes.

III.2 Variação da Selic no Contexto de Metas de Inflação

A presente seção tem por objetivo demonstrar como a taxa de juros brasileira variou após a adoção do regime de metas inflacionárias e como exerceu seu papel de manter a inflação brasileira dentro da meta estipulada.

No regime de metas inflacionárias brasileiro, a taxa Selic é o principal mecanismo utilizado pelo BC para manter a inflação sob controle. Através da Selic, que é uma taxa de curto prazo, a autoridade monetária pretende influenciar toda a curva de juros da economia e assim calibrar a variação do IPCA, índice utilizado como meta no Brasil, ao promover o aquecimento ou desaquecimento da economia.

O abandono do regime de metas cambiais indicava para os agentes econômicos que a taxa de juros poderia cair rapidamente, já que não era mais necessário que se mantivesse a Selic elevada para atrair as divisas que sustentavam o regime. Porém, logo após a posse de Armínio Fraga no BC, é estipulada uma meta de 45% a.a. para a Selic, frustrando as expectativas de muitos empresários.

A fixação da taxa nesse valor indicou a todos que o BC utilizaria a taxa de juros, daí em diante, como principal instrumento para conter a inflação. No entanto, apesar dessa clara sinalização por parte do BC, o regime de metas inflacionárias só foi adotado oficialmente em junho de 1999.

Nesse intervalo entre a posse de Armínio Fraga e a adoção oficial do regime de metas para a inflação, a meta para a Selic, anunciada pelo BC caiu gradativamente. Em junho, quando foi feito o anuncio oficial do novo regime monetário, a taxa já era de 22% a.a., ou seja, já havia caído pela metade em apenas 3 meses.

Já com o novo regime em vigor, a Selic apresentou uma tendência de queda moderada, caindo em média, aproximadamente 0,5 p.p. a cada reunião do COPOM. Cabe notar, que apesar de ter sido escolhido como meta um intervalo de variação para os preços, que era mais amplo do que o intervalo adotado pela maioria dos países sob o mesmo regime, a queda da Selic foi se dando de forma muito lenta, e esta ainda se configurava em uma das mais altas taxas de juros do mundo. Essa visível cautela das autoridades monetárias deve-se, em grande parte, ao problema dos preços administrados que compõem o IPCA, gerando a necessidade de que os preços livres sejam fortemente reprimidos como compensação.

A tendência de queda da Selic foi interrompida apenas no ano de 2001, por conta de uma série de choques adversos. Em março, a taxa Selic, que estava fixada em 15,25% a.a. foi elevada para 15,75%, dando início à reversão no processo de condução da política monetária. Essa reversão se deu por conta de fatores internos e externos que dificultaram o atingimento das metas estipuladas para a inflação, quais sejam: a crise do setor energético brasileiro, a maior volatilidade do preço do petróleo, o aprofundamento da crise econômica na Argentina e a desaceleração da economia mundial. Essas dificuldades observadas no plano doméstico e externo se refletiram em um processo de desvalorização cambial que ameaçava contaminar os preços, além de um possível desequilíbrio entre oferta e demanda gerado pela crise energética. Os atentados contra os EUA, em setembro do mesmo ano, prejudicaram ainda mais o crescimento econômico mundial e corroboraram o aumento da Selic pelo BC.

Em 2002, quando a Selic havia subido para 19% a.a., os problemas pelos quais passou a economia brasileira no ano anterior, já haviam arrefecido. Além disso, com as modificações na meta de inflação, abriu-se um espaço ainda maior para a queda da taxa de juros. Com isso, a Selic manteve uma tendência de queda e atingiu o patamar de 18% a.a. em setembro, quando novamente teve sua tendência invertida. Isso se deu em virtude do repasse de novas desvalorizações cambiais aos preços e pelo clima de incerteza que envolvia as eleições presidenciais. A Selic deu um salto de 3 p.p. na reunião do COPOM de outubro, passando à 21% a.a. e fechou o ano à 25%.

No ano seguinte, o BC manteve a tendência de alta nos juros por conta da crise de confiança quanto à continuidade da política monetária, que tomou conta após a posse do novo presidente. O COPOM, já tendo Henrique Meirelles como novo presidente, aumenta a taxa de juros para 26,5% a.a. e a mantém assim até junho. Em junho de 2003 as pressões advindas da taxa de câmbio diminuíram e a Selic iniciou uma tendência de queda, que durou até agosto de 2004.

Após agosto de 2004, a Selic cresce até setembro de 2005, passando de 16% a.a. para 19,75%. Neste mesmo mês, inicia um processo de queda que dura até abril de 2008, quando, após atingir o patamar de 11,25% a.a., passa crescer em virtude de pressões inflacionárias provocadas pelo grande aquecimento da economia neste ano.

A tendência é novamente invertida após a quebra do banco Lehmann Brothers e a eclosão da crise do subprime norte-americano. O diagnóstico era de que seria necessário dar liquidez à economia para que os efeitos da crise no Brasil fossem atenuados. Assim, os juros seguiram em queda até atingir 8,75% a.a. em abril de 2010, quando novamente por conta da ameaça de novas pressões inflacionárias, o BC opta por aumentar a Selic.

Por fim, é importante ressaltar que após o ano de 2004, as mudanças na Selic passam a ser de pequena magnitude, dificilmente ultrapassando 1 p.p. a cada reunião do COPOM.

III.3 Análise das Diferenças no Comportamento da Selic

Esta última seção discutirá as diferenças existentes no comportamento da taxa básica de juros brasileira no contexto das duas âncoras nominais adotadas após o ano de 1994.

Inicialmente, é importante dizer que a taxa de juros possui papel de destaque em ambos os regimes monetários adotados no Brasil após o lançamento do Plano Real.

No regime de metas cambiais, a taxa de juros foi o que garantiu o sucesso do regime cambial por tantos anos em um ambiente de alta mobilidade de capitais internacionais, ou seja, em uma economia aberta para o exterior e com um câmbio sobrevalorizado como a do Brasil em todo período de implementação do Plano Real, é natural que se verifique um déficit na balança comercial por conta do elevado volume de importações, e é exatamente esse déficit que precisa ser suprido por um constante superávit na conta de capital. Sendo assim, para conseguir as divisas necessárias para garantir a continuidade do regime de metas cambiais era necessário que a taxa de juros fosse fixada em altos patamares de forma que as entradas de capitais suprissem o déficit gerado pelas importações.

Já no período seguinte, quando vigora o sistema de metas para a inflação, a taxa de juros possui o papel de "calibrar" a economia. O BC aumenta ou diminui a taxa de juros diante respectivamente da presença ou da ausência de pressões inflacionárias que possam vir a dificultar o atingimento da meta de inflação imposta para o período em vigor. Como já explicitado anteriormente, essa taxa de juros, no Brasil, precisa também ser elevada por conta das peculiaridades do índice de preços utilizado como meta, que dá um grande peso aos preços administrados, naturalmente insensíveis às taxas de juros. Outro papel menos aparente dado à taxa de juros é o de balizar as expectativas dos agentes, que diante de uma alta na taxa fixada pelo BC, esperam uma economia menos aquecida mais a frente.

Apesar da grande importância da taxa de juros em ambos os contextos, podem ser observadas diferenças no comportamento da Selic quando são analisadas as suas variações ao longo do tempo.

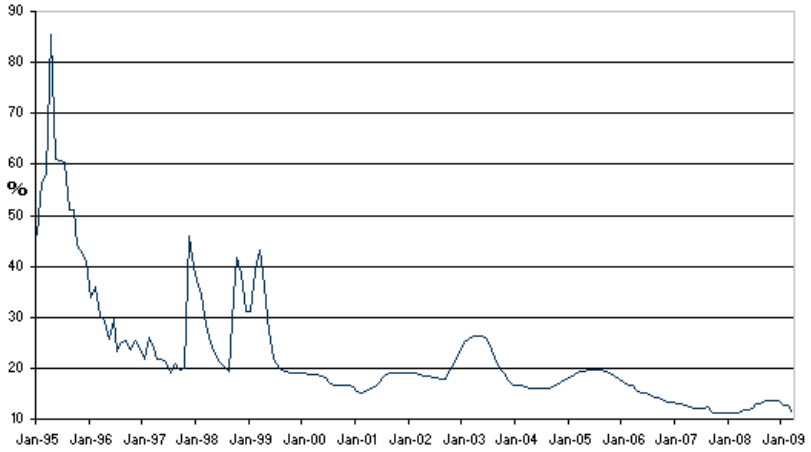
No sistema de metas cambiais, verifica-se uma maior amplitude de variação, além de uma maior volatilidade da taxa de juros nos momentos de crise internacional. Isso se dá justamente pela dificuldade que existente ao se tentar atrair capitais internacionais em momentos de crise. Como o BC necessita de uma grande quantidade de divisas para vender no mercado de câmbio e assim sustentar a taxa de câmbio fixada, não há outra forma senão

provocando um forte aumento nos juros que compense o aumento da percepção de risco por parte dos investidores. Passado o período mais crítico da crise e com a percepção dos agentes que a manutenção do sistema cambial não está ameaçada, a taxa tende a cair rapidamente, novamente acompanhando a queda na percepção de risco dos agentes. Isso pode ser verificado ao analisar a variação da Selic no intervalo entre os anos de 1997 e 1999, quando o país sofreu os efeitos das crises asiática e russa.

No sistema de metas para a inflação, a taxa de juros não possui um papel tão rígido na manutenção do regime monetário e assim não necessita variar tanto e tão rapidamente como no sistema de metas cambiais. Além disso, a taxa vem apresentando claramente uma tendência de queda ao longo do tempo, com alguns poucos períodos de alta desde que o regime foi adotado, acompanhando a tendência de queda da inflação brasileira. Observando as taxas fixadas pelo COPOM, verifica-se que, em geral, a meta fixada para a Selic variou muitos pouco entre as reuniões do comitê.

Assim, como se verifica no gráfico abaixo, que mostra o comportamento da taxa de juros brasileira entre os anos de 1995 e 2009, a Selic apresentou um comportamento muito mais "suave" no período em que vigora o regime de metas inflacionárias com relação ao período anterior, em que vigora o sistema de metas cambiais.

Gráfico 3.1 – Evolução da Selic (1995 – 2009)



Fonte: http://www.focus-economics.

CONCLUSÃO

Comparando os dois períodos do Plano Real até o início do ano de 2010, pôde-se perceber com clareza a existência de uma ligação entre o regime monetário em vigor e a oscilação da taxa básica de juros.

No período de implementação do Plano Real, em que vigorou o sistema de metas cambiais, a ameaça inflacionária ainda era grande e, por isso, era essencial que se mantivesse a âncora cambial como forma de contê-la. Com isso, tendo em vista a abertura comercial e financeira, colocadas em prática juntamente com a ancoragem do câmbio, era vital que a taxa de juros fosse fixada em altos patamares, como forma de atrair as divisas necessárias para a manutenção do regime. Como o período foi marcado por uma série de crises e ataques especulativos contra diversas moedas, a taxa de juros teve que acompanhar a percepção de risco dos investidores internacionais, para garantir que o regime tivesse continuidade. Com isso, verifica-se uma grande oscilação da taxa nos anos em que vigorou o sistema de metas para o câmbio, já que a percepção de risco dos investidores pode mudar drasticamente em curtos intervalos de tempo.

Já no período em que vigora o sistema de metas para a inflação, a ameaça inflacionária se torna menor, e a taxa de juros possui um papel diferente no controle inflacionário. O investimento estrangeiro de curto prazo, já não é mais essencial para a manutenção do regime e a taxa básica de juros se torna o principal instrumento para que se atinjam as metas definidas para a inflação, através do impacto dos juros sobre a demanda agregada. Como o desafio das autoridades monetárias se torna o simples controle da demanda agregada e esta varia muito mais lentamente no tempo do que a percepção de risco dos investidores internacionais, não há necessidade de que a taxa Selic suba ou caia tão rapidamente como no sistema de metas cambiais.

Logo, conclui-se que há uma ligação intrínseca entre a variação da taxa Selic após o Plano Real e o regime monetário que está vigorando na economia brasileira.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARIDA, P. & RESENDE, A. L. Inflação inercial e reforma monetária. In ARIDA, P. (Org.). *Inflação zero: Brasil, Argentina e Israel*. Rio de Janeiro, 5ª. Ed., Paz & Terra, 1986.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Home Page <http://www.bcb.gov.br >. Acesso em 12 de julho de 2010.

BRESSER PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y. Inflação inercial e choque heterodoxo no Brasil. In REGO, J. M. (Org.). *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o plano cruzado*. Rio de Janeiro, Paz & Terra, 1986.

CARVALHO, F. J. Cardim de. Alta inflação e hiperinflação: uma visão Pós-Keynesiana. *Revista de Economia política*, v. 10, n. 4, outubro-dezembro, 1994.

CARVALHO, F. J. Cardim de. Estabilização, Ancoragem de Preços e Política de Rendas. *Novos Estudos Cebrap*, n. 41, Março, p. 143-144, 1995.

EDWARDS, S. "Exchange rates regimes, capital flow and crise prevention". *NBER Working Papers*, n.8529, outubro, 2001.

FERNANDES, A. J. & PAIS, C. A Economia Brasileira na Década de 80: conseqüências da crise da dívida externa, inflação e crise do Estado. *Texto para discussão,* Aveiro, Universidade de Aveiro, 1992.

FERRARI FILHO, F. & PAULA, L. F. *Globalização financeira*. Petrópolis: Ed. Vozes, 2004.

FLEMING, M. J. "Domestic financial policies under fixed and floating exchange rate". *IMF Staff Papers*, n.9, novembro, 1962.

FRANCO, G. *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1995.

GONÇALVES, Reinaldo. Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira. In BAUMANN, Renato (Org). *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1996.

HERMANN, Jennifer. Ancoragem cambial em ambiente de elevada mobilidade internacional do capital: alcance, limites e soluções. *Estudos Econômicos - USP*, São Paulo, v. 29, n. 4, p. 475-511, outubro-dezembro, 1999.

LOPES, F. *Choque Heterodoxo: combate à inflação e reforma monetária*. Rio de Janeiro: Campus, Cap. 18. 1986.

MISHKIN, F. "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes". *NBER Working Paper*, n. 6965, fevereiro, 1999.

MISHKIN, F. & POSEN, A. “Inflation Targeting: Lessons from Four Countries”, *Economic Policy Review*, v. 3, Federal Reserve Bank of New York, 1997.

MODENESI, A. M. *Regimes monetários*: *teoria e a experiência do real*. Barueri: Manole, 2005.

MUNDELL, R. A. “Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rate”. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, n.29, p. 475-85, novembro, 1963.

MUNDELL, R. A. “A reply: capital mobility and size”. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, n. 30, p. 421-31, agosto, 1964.

NEVES, A. L. & OREIRO, J. L. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. *Ensaios FEE*, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p. 101-132, junho, 2008.

OBSTFELD, M. & ROGOFF, K. The mirage of fixed exchange rates. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, p.73-96, 1995.

PERSSON, T. & TABELLINI, G. (orgs.) *Monetary and Fiscal Policy — vol. 1: Credibility*. Cambridge (Mass): MIT, 1994.

PIRES DE SOUZA, F.E. Lições de experiências de políticas de estabilização baseadas na âncora cambial. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, agosto-setembro, 1994.

SICSÚ, J. Flutuação cambial e taxa de juros no Brasil. *Revista de Economia Política***,** v. 22, n. 3, p. 132-137, julho-setembro, 2002.

SICSÚ, J. Politicas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana. *Análise Econômica*, n. 21, p. 115-36, janeiro-março, 2003.

SIMONSEN, M. H. *Inflação: gradualismo versus tratamento de choque*. Rio de Janeiro, ANPEC, 1970.

SVENSSON, L. “Fixed exchange rates as a mean to price stability: what have we learned?”. *NBER Working Paper*, n. 4504, outubro, 1993.