

## 2

### Histórico Recente da Política Monetária Brasileira

Nesse capítulo será feita uma breve exposição do processo de implementação do Plano Real. Assim poderemos destacar alguns fatos que caracterizaram a economia brasileira e justificar o esforço que será empreendido nas seções seguintes deste trabalho cujo objetivo é tornar mais claro o entendimento da Política Monetária adotada e de seus efeitos sobre a economia, nos anos que correspondem ao primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso.

O ano de 1994 ficou registrado na Economia Brasileira como sendo o ano de lançamento do Plano Real. Mais ainda, foi o ano da adoção de um conjunto de medidas econômicas e legislativas cuja implementação possibilitou a transição “natural” de uma economia inflacionária para a normalidade. O processo culmina com a criação da nova moeda, o Real, em julho de 1994, cuja principal conquista, a estabilidade do nível de preços, perdura até hoje.

Passados mais de dez anos desde o início do Plano Real, é conveniente relembrar algumas idiossincrasias do período de transição a fim de entender as escolhas feitas à época pelo *policy maker*. Em particular, queremos revisitar a decisão pelo regime de *Crawling Peg* que vigorou na economia brasileira formalmente de março de 1995 a janeiro de 1999, em detrimento do câmbio flutuante instituído em julho de 1994, o início do Real.

Franco (1995) discute pormenorizadamente as etapas jurídico-legislativas e econômicas de implementação do Plano Real, que tinha como ponto de partida reverter o processo de degradação experimentado pela moeda nacional. Entende-se por degradação da moeda a perda das suas três funções essenciais: (i) a de servir como meio de pagamento; (ii) a de servir como reserva de valor e, (iii) a de servir como unidade de conta para transacionar valores. Assim, a persistência

inflacionária na economia brasileira ao longo de décadas, entremeada por períodos nada duradouros de estabilidade, acarretou na perda das funcionalidades da moeda.

Como a inflação pode ser definida como o processo de corrosão do valor da moeda, é óbvia a perda da segunda das três funções citadas acima. Em seguida, perde-se a propriedade de servir como unidade de referência em virtude da disseminação da indexação. E, finalmente, a moeda deixa de servir até como meio de pagamento.

Não obstante, a forma como a inflação se dissemina pela economia e suas conseqüências são bem variadas entre os países. Assim, vamos apontar alguns dos aspectos inflacionários que são particularidades do caso brasileiro. Em destaque está o amplo desenvolvimento de mecanismos de indexação formais e informais jamais vistos em qualquer outra economia com tamanha sofisticação do mercado financeiro: diversas alternativas de moedas indexadas foram naturalmente criadas, originando unidades de conta estáveis. Tal fenômeno acarreta em uma baixíssima demanda por moeda no sistema financeiro, o que pode ser ilustrado pelo fato da base monetária ter sido inferior a 1% do PIB<sup>1</sup>. Neste cenário, as funções de meio de pagamento e medida de valor passaram a estar completamente dissociadas. O fato é ainda mais explícito quando consideramos a abundância de índices como as ORTN's, UPC's<sup>2</sup> ou qualquer outro que servisse para referenciar valores, em contraposição à manutenção constitucional do curso forçoso legal da moeda que lhe assegurava o *status* de meio de pagamento.

A busca por estabilidade econômica coincide, portanto, com o anseio pela regeneração das funções da moeda. Logo, era fundamental reunir todas as medidas de indexação em um único índice oficial, a fim de se criar uma unidade de referência única que, em outras palavras, seria um “embrião de moeda”. Com isso por-se-ia fim às decisões privadas de escolha de índices tornando a unidade de conta um bem público, novamente. Conquistada esta etapa, a emissão de uma moeda indexada a este índice aglutinaria as duas outras funções perdidas. Assim,

---

<sup>1</sup> Fonte: Franco (1995)

<sup>2</sup> Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN) e Unidade Padrão de Capital (UPC)

tornar legal a separação das funções da moeda foi imprescindível e, com este propósito, criou-se o indexador chamado URV (Unidade Real de Valor) que antecedeu a emissão da nova moeda, o Real.

Porém não bastava criar um novo indexador, era preciso torná-lo a referência de conta de toda a economia. E ainda, era necessário fazer dele um instrumento de correção monetária sem efeitos realocativos para não interferir nos valores dos contratos e no equilíbrio dos preços relativos. Em outras palavras, a correção de valores dos contratos deveria dar-se de modo a não alterar o poder de compra dos montantes pré-acordados e nem transferir renda entre os signatários. A forma institucional de garantir esta “neutralidade” foi definindo uma “taxa de câmbio” entre o Cruzeiro Real e a URV diariamente, “tomando como base a perda de poder aquisitivo do cruzeiro real” (Art. 4 da Medida Provisória 434).

Ainda assim, restava um problema: como fazer com que os agentes decidissem por renegociar seus contratos e indexá-los à URV? A solução partiu da regra de conversação dos salários pela URV que disseminou o indicador na economia produzindo a externalidade desejada de uma unidade de conta, ou seja, que o máximo de agentes a utilizem. Adicionalmente, houve um prazo de algumas semanas entre a indexação pela URV e a emissão de Reais a fim de dar o tempo necessário para que as negociações fossem concluídas e o processo de estabilização prosseguisse sem sobressaltos.

Por fim, a boa aceitação da URV e seu ajuste diário poderiam implicar em um risco de superindexação para economia, com reajustes de preços mais freqüentes e efeitos imprevisíveis. Para evitar este “choque de oferta” inflacionário o governo acreditou na teoria dos chamados “Custos de Menu”. Isto é, acreditou que os custos tornariam inviável uma remarcação de preços em velocidade maior.

A crença se justificava pois os “Custos de Menu” já deveriam estar presentes na economia brasileira, que vinha convivendo com taxas de inflação de cerca de 40% ao mês. Esta hiper-inflação servia como indicação de que a

economia já se encontrava muito próxima dos limites máximos da velocidade de reajuste.

Posto isto, obrigando que os preços fossem expressos em Cruzeiros, e não em URV's, reajustes mais rápidos continuariam inviabilizados pelos custos. O fato de a implementação da URV não ter provocado aceleração da inflação corrobora o acerto da hipótese do governo e marca a unificação dos indexadores em torno de uma única unidade de conta.

Desta forma, obteve-se êxito no combate ao componente inercial da inflação. Porém como a herança inflacionária era muito recente, e diversos planos anteriores obtiveram um sucesso efêmero, a Medida Provisória (MP) 542 no parágrafo 40 definia: “Melhor garantia para preservação da estabilidade da moeda que ora se cria não pode haver: um limite à sua quantidade (...). Nada mais simples e efetivo como freio à inflação (...) para se estancar o processo inflacionário há que se restringir a emissão de moeda”. Ou seja, criou-se uma restrição institucional que conferisse mais credibilidade à condução da política monetária mesmo que, na prática, o congelamento da base monetária não tenha sido efetivo.

Todavia esta alternativa de restrição da emissão de moeda não é condizente com uma política de câmbio controlado e liberdade nos fluxos de capitais, em conformidade com o conceito de Trindade Inconsistente<sup>3</sup>. Assim, o BC surpreendeu ao realizar operações de mercado aberto com liquidação financeira na data de início do Plano Real a taxas de 0,95 R\$/US\$. Na prática esta operação constitui a primeira emissão de Reais feita pelo governo e ainda sinalizou a adoção de um regime de câmbio flutuante, uma novidade no mercado financeiro brasileiro e a solução para o problema de inconsistência na política econômica.

Então, com a saída do Banco Central do mercado de câmbio a monetização da economia foi feita a partir da redução do estoque de títulos do Tesouro Nacional. Dois efeitos merecem atenção especial: (i) a redução dos custos da

---

<sup>3</sup> A discussão do conceito de Trindade Inconsistente será retomada com mais detalhes na Seção 3 quando estivermos tratando do Modelo de Mundell (1960)

dívida em função da redução dos estoques de Títulos e; (ii) a apreciação da taxa de câmbio nominal. Da livre apreciação do câmbio deriva uma série de efeitos tais como pressão desinflacionária, choque de expectativas positivo (ganho de credibilidade) e o mais importante, confere autonomia a Política Monetária.

Antes da flutuação cambial via-se um influxo de dólares que era esterilizado com emissão de dívida. Porém as emissões de dívidas tornavam as taxas de juros ainda mais elevadas, o que atraía mais dólares, resultando em um processo auto-induzido. As mudanças na condução da Política Econômica puseram fim a este ciclo, que é oneroso pelo lado da dívida pública, mas que permitiu o acúmulo de reservas internacionais. Esta relação entre reservas e dívida será analisada em mais detalhes no capítulo 4.

O segundo efeito destacado é a trajetória de apreciação do Real nos meses subsequentes ao lançamento da nova moeda. Houve, então, a preocupação em evitar um *undershooting*<sup>4</sup> da taxa de câmbio que teria efeitos negativos sobre a conta corrente – déficits elevados de difícil sustentação – ou, até mesmo, desindustrialização devido às importações. Este foi o “pano de fundo” para a aplicação de novos controles de entrada de capital, paralelamente à legalização de uma série de medidas que promoviam aumento da demanda por moeda estrangeira. Mesmo assim, a apreciação prosseguiu até setembro de 1994 quando a taxa de câmbio atingiu a cotação mínima de 0.83 R\$/US\$ e o Banco Central voltou a intervir comprando divisas.

Os efeitos da apreciação combinados aos da abertura comercial, que também vinha sendo implementada, foram percebidos através do primeiro déficit comercial (cerca de US\$ 185 milhões) após quase uma década de superávits. A deterioração do resultado do setor externo da economia somado ao “Efeito Tequila”<sup>5</sup>, no fim do ano, induziu a inversão do fluxo cambial, causando depreciação do Real. Novamente o Banco Central voltou ao mercado, mas desta

---

<sup>4</sup> Dornbusch (1976)

<sup>5</sup> Convencionou-se chamar de “Efeito Tequila” o impacto negativo da Crise do México sobre o prêmio de risco de economias emergentes incluindo, portanto, o Brasil. Edwards (1998) e Edwards (1999) servem de referência para uma discussão mais extensa sobre Contágio em economias emergentes, que foge ao nosso escopo.

vez para vender dólares, e com isso evitar uma depreciação maior que pudesse ter efeitos inflacionários. Aqui se ressalta a importância do acúmulo de reservas: sem elas o BC não teria condições de intervir na cotação do Real.

Com isso, apesar de o regime cambial ser livre, houve a criação de uma “banda informal”, isto é, subentendeu-se que havia limites superior e inferior para a flutuação do Real, 0.86 e 0.83 R\$/US\$ respectivamente. O interesse do BC em estipular esses limites era eliminar a volatilidade nociva presente na taxa de câmbio, no curto prazo. Ou seja, o BC optou por evitar que os movimentos decorrentes de capitais especulativos de curto prazo pudessem prejudicar o processo de estabilização econômica ainda muito incipiente.

Desta forma, compreende-se a motivação para abolir o sistema de *dirty floating* que perdurava e instituir, oficialmente, um *Crawling Peg*. O Comunicado Normativo do DEPIN<sup>6</sup> N° 4.479, do dia 6 de março de 1995 inaugurou o conceito de “Faixas de Flutuação”, ou seja, definiu o intervalo dentro do qual o câmbio deveria oscilar. Inicialmente, estipulou o teto e o piso oficiais da banda em 0.90 e 0.86 R\$/US\$, mas houve uma alteração logo em seguida, no dia 10 de março, pelo Comunicado Normativo N° 4.492, que redefiniu os limites da banda para 0.93 e 0.88 R\$/US\$. Por fim, o DEPIN emitiu o Comunicado n° 4.637, de 21 de junho de 1995, instaurando os “Leilões de Spread”, nos quais os *dealers* oficiais passavam a ter que informar cotações de compra e venda de dólares, o que representou a criação efetiva das “Intrabandas Cambiais”, isto é, limites mais estreitos dentro da “Faixa de Flutuação” oficial.

Nosso intuito é compreender como a política monetária foi conduzida ao longo destes anos em que o câmbio foi controlado, em particular estudar a dinâmica dos juros no período. Em linhas gerais, os anos de *crawling peg* são lembrados como um período onde a taxa de juros praticada era muito elevada e medidas de controle de entrada de capital foram aplicadas.

---

<sup>6</sup> Departamento de Operações das Reservas Internacionais do Banco Central.

Nas seções seguintes será analisado teórica e empiricamente o processo de fixação de juros, isto é, a condução da política monetária. O que é interessante notar, antes de seguir para esta discussão, é a inovação resultante do processo de estabilização. O fato de a economia estar referenciada em uma taxa de juros básica, a Selic, mantida em níveis elevados para alcançar os efeitos desinflacionários desejados, fez com que os juros reais praticados fossem elevados e, combinado às medidas de controle de entrada de capitais, constituiu um cenário econômico absolutamente sem precedentes.

Até aqui tratamos de alguns dos obstáculos mais difíceis ao longo da implementação do Plano Real e a forma como eles foram superados. Assim, descrevemos as etapas que conduziram, naturalmente, à adoção do regime de *Crawling Peg*. Uma forma de avaliar o sucesso do Plano Real, no curto prazo, é através da disputa presidencial de 1994, em que o ex-presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC), até então Ministro da Fazenda, foi eleito para o seu primeiro mandato.