

## Política Monetária no Brasil pós Plano Real (1995-2008): um breve retrospecto<sup>†</sup>

André de Melo Modenesi\*

**RESUMO** - É feito um retrospecto da condução política monetária após o Plano Real. Na primeira seção, é apresentada uma síntese da política monetária durante o Plano (1995-98). Em seguida, é abordado brevemente o regime de metas de inflação (RMI), entre 1999 e 2008. Na seção 3, é feito um balanço dos custos e benefícios do combate a inflação; primeiramente, em termos teóricos e, em seguida, da experiência brasileira. Ao final, são apresentadas as conclusões. A existência de problemas no mecanismo de transmissão amplia o sacrifício imposto pela política monetária à sociedade brasileira. Por um lado, a inflação tem-se mostrado pouco sensível à Selic. Por outro, o custo de uma redução da inflação – dado pela retração da atividade econômica, valorização cambial e piora nas contas públicas – tem sido alto.

Palavras-chave: Plano Real. Inflação. Mecanismo de transmissão da política monetária.

### 1 UMA SÍNTESE DA POLÍTICA MONETÁRIA DURANTE O PLANO REAL (1995-1998)

A adoção do Plano Real constitui um dos mais relevantes eventos da história econômica brasileira contemporânea, ao ter encerrado a sucessão de cinco tentativas fracassadas de combate à inflação que marcou a condução da política econômica do país por uma década: planos Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991). Somente em 1994, com o Real, é que se interrompeu o longo processo de alta inflação crônica que se intensificou a partir de meados dos anos de 1980.

Tratou-se de uma estratégia de estabilização de preços implementada em três fases, entre 1993 e início de 1999. As etapas do Plano podem ser assim sumariadas: i) realização de ajuste fiscal de curto prazo – com a criação do Plano de Ação Imediata e do Fundo Social de Emergência; ii) desindexação da economia por meio de uma reforma monetária – criando-se uma unidade de conta plenamente indexada, a Unidade Real de Valor, posteriormente transformada em moeda, o real, que substituiu o cruzeiro real; e iii) utilização de âncora

---

<sup>†</sup> O autor agradece aos comentários de Rui L. Modenesi, Fabio S. Erber, Roberta O. Guimarães e Noberto M. Martins, isentando-os, como de praxe, de eventuais erros e omissões.

\* Professor Adjunto do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Endereço eletrônico: amodenesi@gmail.com.

cambial – caracterizada pela manutenção do real artificialmente sobrevalorizado por parte do Banco Central do Brasil (BCB).

A despeito do sucesso inequívoco do Plano no controle da inflação, e da preservação de um ambiente de estabilidade de preços, o BCB permanece até hoje mantendo a taxa básica de juros (Selic) em patamares demasiadamente elevados<sup>1</sup>. De tal modo que a política monetária, no Brasil, transformou-se em verdadeira anomalia, principalmente quando comparada com a experiência internacional: o país tem praticado as maiores taxas de juros reais do mundo.

Durante o período de implantação do Real, a política monetária era conduzida com o objetivo de controlar o volume das reservas internacionais. As elevadas necessidades de financiamento do balanço de pagamentos – entre 1995 e 1998, a conta corrente acumulou déficit de cerca de US\$ 110 bilhões – somadas à fragilidade da recém conquistada estabilidade de preços eram frequentemente apontadas como principais justificativas para a excessiva rigidez monetária. Além disso, a política fiscal do primeiro governo do Presidente Cardoso – com a geração de déficits primários – era assinalada como uma das causas dessa rigidez (Tabela 4).

Com isso, a taxa Selic real aproximou-se de 30% a.a., nos anos de 1995 e de 1998, ficando acima de 16% a.a., durante toda a implementação do Plano. No quadriênio de 1995 a 1998, a sua média foi superior a 22% a.a.

## **2 A POLÍTICA MONETÁRIA DURANTE O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO (1999-2008)**

Em 1998-99, a economia brasileira sofreu um ataque especulativo que culminou na substituição da âncora cambial pelo regime de metas de inflação (RMI). A despeito do temor de muitos, o *overshooting* da taxa de câmbio não implicou na volta da inflação e a estabilidade foi preservada.

Com a consolidação da estabilidade de preços, esperava-se que a Selic pudesse ser reduzida de forma significativa, aproximando-se das taxas verificadas no resto do mundo. No entanto, isso não aconteceu, mesmo a despeito da expressiva inflexão na política fiscal – com o cumprimento de metas de superávit primário de cerca de 4% do PIB (Tabela 4) –, ocorrida

---

<sup>1</sup> Não se propõe realizar uma avaliação específica do Plano Real que, como qualquer plano de estabilização, apresentou elevados custos, dentre os quais se destacam a forte deterioração do saldo do balanço de pagamentos em conta corrente, bem como uma elevação do desemprego (Modenesi, 2005: Cap. 5).

a partir de 1999. No período de 1999 a 2008, a taxa Selic real média foi superior a 10% a.a., alcançando 16%, em 1999.

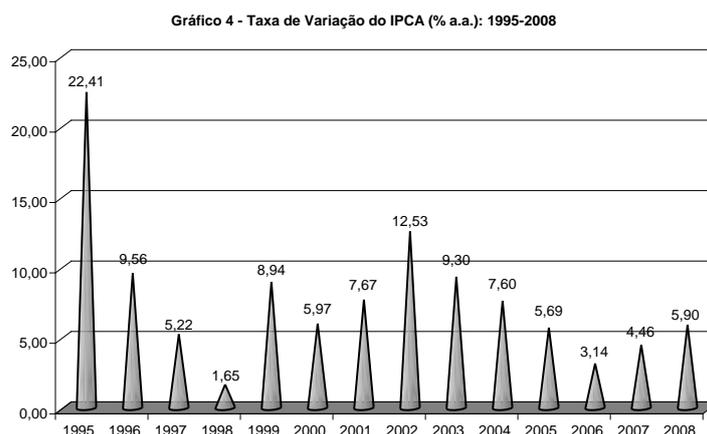
TABELA 1 – TAXA BÁSICA DE JUROS (% A.A.) – PAÍSES DA AMÉRICA LATINA: 1995-2008

País	1995-1999	2000-2005	2006	2007	2008
Argentina	7,22	14,04	7,20	8,67	10,10
Bolívia	16,56	5,74	3,80	4,27	7,68
Brasil	32,34	18,82	15,30	12,00	12,40
Chile	-	4,85	5,02	5,36	7,11
Colômbia	25,68	7,92	6,49	8,66	9,72
República Dominicana	14,93	19,98	10,60	8,24	12,20
El Salvador	10,18	5,00	6,00	5,25	-
Guatemala	7,87	8,07	6,56	-	-
México	33,48	10,27	7,51	7,66	8,28
Panamá	-	2,19	5,06	5,05	-
Paraguai	17,42	9,00	8,33	3,93	4,25
Peru	14,50	4,53	4,51	4,99	6,54
Venezuela	13,82	11,76	5,26	8,72	11,10
Média (incluindo o Brasil)	17,64	9,40	7,05	6,90	8,94
Média (excluindo o Brasil)	16,17	8,61	6,36	6,44	8,55

FONTE: *World Economic Outlook e International Financial Statistics*.

É verdade que a Selic real caiu de forma não desprezível, sobretudo a partir do ano de 2000. Todavia, ela ainda se encontra em um patamar muito alto. Portanto, a política monetária brasileira ainda constitui uma anormalidade, particularmente quando comparada com a experiência internacional. Por exemplo, no período de 2000 a 2008, a taxa básica de juros no Brasil foi, em média, consideravelmente maior do que a praticada nos principais países da América Latina (Tabela 1).

GRÁFICO 1 – TAXA DE VARIAÇÃO DO IPCA (% a.a.) – BRASIL: 1995-2008



FONTE: IBGE.

Apesar de o país praticar uma taxa de juros superior àquelas empregadas por seus pares latino-americanos, a inflação tem permanecido em patamares relativamente elevados. Entre os anos de 1995 e 2008, a inflação manteve-se abaixo de 5% a.a. em apenas 3 ocasiões (em 1998, 2006, e 2007), tendo sua média alcançado 8%. Trata-se de claro indício de que há

problemas no mecanismo de transmissão da política monetária: a despeito das doses cavalares de juros, a inflação cede pouco (Gráfico 1).

Na Tabela 2, encontra-se o número de países por faixa de inflação, dentre um total de cerca de 30 nações latino-americanas. Entre 1980 e 2008, constata-se forte redução das taxas de inflação nos principais países da América Latina. Em 1980, em todos eles se verificou inflação superior a 10% a.a. A partir do ano de 2000, na vasta maioria desses países a inflação foi igual ou inferior a 10% a.a. Em cerca da metade deles, a inflação foi menor que 5% a.a., no mesmo período.

TABELA 2 – NÚMERO DE PAÍSES POR FAIXA DE INFLAÇÃO (%A.A.) – AMÉRICA LATINA: 1980-2008

Var. % anual	28 países latino-americanos <sup>1</sup>										
	1980	1985	1990	1995	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008
Inflação ≤ 5	0	7	5	7	12	12	16	12	12	10	2
5 < Inflação ≤ 10	0	1	1	3	7	10	7	12	10	13	16
10 < Inflação ≤ 20	13	5	3	8	5	4	2	4	4	3	8
20 < Inflação ≤ 40	7	6	9	6	0	2	2	0	0	0	1
40 < Inflação ≤ 60	2	2	4	2	1	0	1	0	0	0	0
60 < Inflação ≤ 80	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0
80 < Inflação ≤ 100	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Inflação > 100	1	5	5	1	0	0	0	0	0	0	0
Total	24	27	27	28	26	28	28	28	26	26	27

FONTE: *World Economic Outlook e International Financial Statistics*.

(1) Argentina, Aruba, Bahamas, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Jamaica, México, Antilhas, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, Suriname, Trinidad e Tobago, Uruguai e Venezuela.

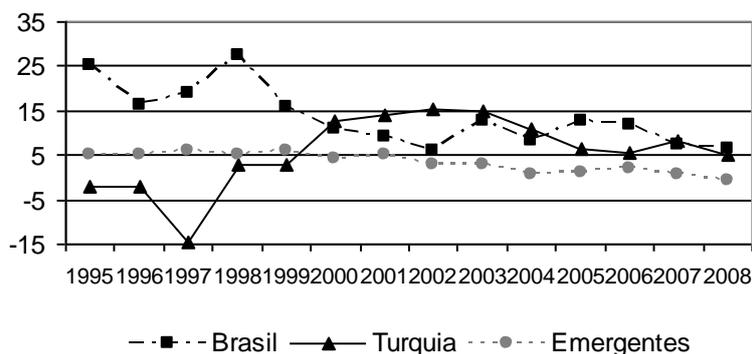
As taxas anuais de inflação por grupos de países da economia mundial estão na Tabela 3. A inflação, no Brasil, mostra-se acima da média mundial, entre os anos de 1995 e 2008. No mesmo período, o índice de preços ao consumidor apresentou, no país, variação consideravelmente maior do que a observada nas economias industrializadas, que ronda os 2% a.a. Com relação às economias em desenvolvimento, a inflação brasileira também se mostra elevada, notadamente entre os anos de 2000 e 2007. Nesse período, a inflação média desse grupo aproximou-se de 6% a.a. enquanto que, no Brasil, o IPCA registrou variação ligeiramente acima de 7% a.a.

TABELA 3 – TAXAS ANUAIS DE INFLAÇÃO (%) – GRUPOS DE PAÍSES: 1995-2008

Região	1995-1999	2000-2005	2006	2007	2008
Mundo	8,10	3,91	3,71	4,01	5,98
Industrializados	2,03	2,03	2,35	2,16	3,38
Em desenvolvimento	19,88	6,97	5,59	6,44	9,26

FONTE: *World Economic Outlook e International Financial Statistics*.

GRÁFICO 2 – TAXA BÁSICA DE JUROS REAL (%A.A.) – BRASIL, TURQUIA E PAÍSES EMERGENTES: 1995-2008



FONTE: *World Economic Outlook* e *International Financial Statistics*.

Em suma, a política monetária tem sido marcada por um excesso de rigidez, que se manteve mesmo após a consolidação da estabilidade de preços e a implantação do RMI. No Gráfico 2, encontram-se as taxas básicas de juros reais verificadas no país, nas economias emergentes e na Turquia, que disputa com o Brasil o primeiro lugar no ranking das maiores taxas de juros. No período de 1995 a 2008, a taxa de juros real no Brasil foi, sistemática e consideravelmente, superior à prevalente nos países emergentes (incluindo o Brasil). À exceção dos anos de 2001 e 2002, os juros no país foram absurdamente maiores que os verificados no grupo dos emergentes. Entre os anos de 1995 e 2008, a taxa de juros média no Brasil foi bastante superior à média da Turquia.

### 3 CUSTOS E BENEFÍCIOS DO COMBATE À INFLAÇÃO

#### 3.1 TEORIA

O RMI é uma estratégia de condução da política monetária marcada pelo compromisso institucional do banco central em adotar a estabilidade de preços como principal meta de longo prazo – à qual se subordinam os demais objetivos, inclusive o crescimento econômico.

Os proponentes do RMI justificam a ênfase à estabilidade de preços com base em um suposto consenso contrário à utilização de políticas monetárias discricionárias com o intuito de reduzir o desemprego – como propõe a tradição keynesiana, segundo a qual a moeda não é neutra e, portanto, a política monetária pode ser utilizada para estimular o emprego e a renda.

A identificação dos custos da inflação – bem como dos canais por meio dos quais a inflação reduz o nível de utilidade dos agentes econômicos e, portanto, de bem-estar social –

é, historicamente, tema recorrente da teoria monetária ortodoxa. Contemporaneamente, destaca-se a contribuição de Bailey (1956), que define a perda de bem-estar social da inflação como o excedente do consumidor que seria gerado caso a taxa de juros nominal se reduzisse a zero. Lucas (2000), inspirado em Bailey (1956), estima para a economia americana que “(...) a redução da taxa anual de inflação de 10% para zero gera um ganho equivalente a algo ligeiramente inferior a 1% do PIB real”.

Os defensores do RMI ressaltam que economias com elevadas taxas de inflação apresentam os seguintes problemas: i) superdimensionamento do sistema financeiro; ii) susceptibilidade a crises financeiras – devido à maior fragilidade de seu sistema financeiro em relação às economias com preços estáveis; iii) deterioração do sistema de impostos – que usualmente não são indexados; iv) ocorrência de efeitos distributivos, pois os mecanismos de indexação não protegem perfeitamente os diferentes grupos econômicos; v) custos de *menu* ou de remarcação de preços; e vi) mau funcionamento dos mercados e alocação ineficiente de recursos – em face de sinalização imperfeita realizada pelo sistema de preços –, o que diminui a produtividade dos fatores de produção e, portanto, compromete o crescimento econômico.

Este último ponto é especialmente relevante, visto que dele se deriva a concepção de que a estabilidade de preços é pré-condição para o crescimento econômico conforme evidência apontada por Fischer (1993), por exemplo.

É amplamente difundida na sociedade brasileira a crença de que reduzidos níveis de inflação são pré-requisito fundamental para a sustentabilidade do crescimento econômico. De acordo com essa ideia, a estabilidade de preços é absolutamente prioritária e deve, então, ser perseguida a qualquer custo. O BCB incorporou essa crença e a política monetária tem sido marcadamente conservadora: como já visto, entre os anos de 1995 e 2008, a taxa de juros no Brasil foi sistemática e consideravelmente superior à média observada nos países emergentes.

O conservadorismo na condução da política monetária apoia-se em um consenso em torno dos benefícios do controle inflacionário. O fato de o país ter experimentado um longo período de alta inflação crônica contribui para a aceitação, quase que incondicional, dessa visão por boa parte da academia, dos formadores de opinião e da sociedade em geral. Desse modo, tem sido dada pouca atenção aos custos derivados da manutenção da estabilidade de preços. É, justamente, esse o objetivo deste artigo: chamar atenção para os custos da política de estabilização de preços.

Uma elevação dos juros diminui o nível de bem-estar social por diferentes canais, a seguir sumariados:

- 1) Desestimula o investimento privado, reduzindo a demanda agregada e, portanto, diminuindo a taxa de crescimento do PIB;
- 2) Ao tornar mais rentáveis os ativos financeiros domésticos, estimula a entrada de capitais externos; isso valoriza o real, reduzindo a competitividade das exportações o que, por sua vez, deteriora o saldo total do balanço de pagamentos;
- 3) Aumenta as despesas com o serviço da dívida pública, limitando os gastos de custeio e de investimento do governo.<sup>2</sup>

Aceita a concepção de que a inflação é prejudicial, o resultado líquido sobre o nível de bem-estar de uma elevação da taxa de juros é, a princípio, indeterminado. Se, por um lado, uma elevação dos juros reduz a inflação, amplia o bem-estar, por outro, um aumento dos juros diminui o bem-estar, uma vez que: desaquece a economia; valoriza o real; e deteriora as contas públicas.

Em suma, a teoria convencional enfatiza os custos da inflação. A adoção do RMI é, em larga medida, fundamentada na crença de que a inflação é altamente prejudicial ao crescimento econômico e, conseqüentemente, a estabilidade é o principal objetivo a ser alcançado pela política monetária. Entretanto, pouca relevância é dada aos custos da busca e/ou manutenção da estabilidade de preços.

### 3.2 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA: UM BALANÇO

A despeito de praticar as maiores taxas de juros do mundo, o BCB não foi capaz de cumprir as metas de inflação por três anos seguidos, em 2001-3. Ou seja, os problemas na transmissão da política monetária continuam presentes, anos após a eliminação da inflação inercial realizada pelo Plano Real.

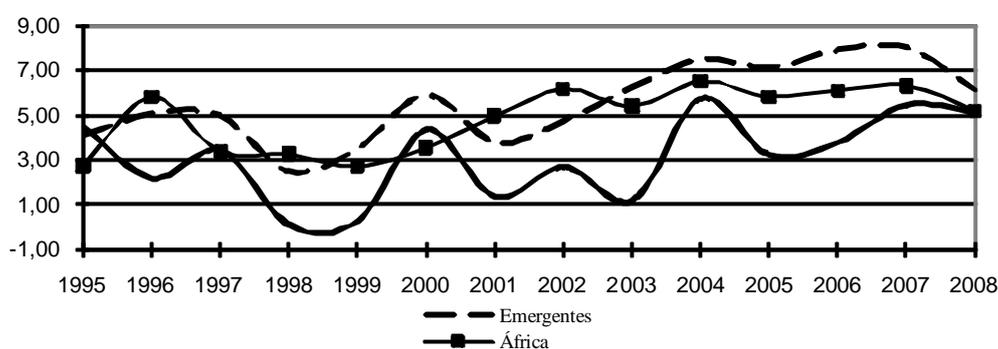
Como apontado por Araújo e Modenesi (2009), é baixa a sensibilidade da inflação à taxa de juros. Uma elevação da Selic tem reduzido impacto deflacionário. Como a Selic é pouco potente para conter os preços, o BCB precisa mantê-la em níveis excessivamente elevados para que as metas de inflação sejam minimamente cumpridas. Assim, o ganho de bem-estar – em termos de redução da inflação – decorrente de uma elevação da taxa de juros, mostra-se pequeno.

---

<sup>2</sup> Não se pretende esgotar os potenciais impactos negativos de uma elevação da taxa de juros. Por exemplo, a política monetária pode gerar efeitos distributivos perversos, ao ampliar os ganhos das camadas de renda mais altas que podem fazer aplicações em títulos públicos. Todavia, para os objetivos desse artigo, os três efeitos são suficientes.

Já o efeito de um aumento da Selic sobre o nível de atividade é, claramente, negativo. Em resposta a um aumento nos juros, a economia se desacelera e o desemprego aumenta. A rigidez monetária é uma das razões – ainda que não a única – para o fraco desempenho da economia brasileira, entre 1995 e 2008.<sup>3</sup> O PIB real cresceu abaixo de 6% em todos esses anos, tendo ficado acima de 5% em apenas três ocasiões, em 2004, 2007 e 2008. Tal resultado torna-se ainda pior quando comparado com o desempenho dos demais países emergentes que, de forma geral, têm crescido a taxas consideravelmente superiores e de forma sustentável (Gráfico 3).

GRÁFICO 3 – TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB REAL (%) – BRASIL, PAÍSES EMERGENTES E ÁFRICA: 1995-2008



FONTE: *World Economic Outlook*.

É justamente aqui que se encontra a falha no mecanismo de transmissão da política monetária: uma elevação dos juros contrai a demanda agregada. Entretanto, o desaquecimento da economia não se transmite integralmente para os preços. Isto é, o arrefecimento da inflação é desproporcionalmente inferior à queda da atividade econômica. Isso se torna especialmente problemático com a adoção do RMI, em que a taxa de juros é o principal instrumento de combate à inflação.

A taxa de câmbio também se reduz em resposta a um aumento na Selic. O elevado diferencial entre a taxa de juros doméstica e a externa contribui para o expressivo processo de valorização do real, verificado a partir de 2003. O real é uma das moedas que mais se valorizaram recentemente: no ano de 2008, a taxa de câmbio média aproximou-se do valor verificado em 1999. De fato, o câmbio tem sido um dos principais mecanismos de transmissão da política monetária, como mostrado por muitos autores.

<sup>3</sup> Ainda que não se ignore o fato de que o Brasil apresenta reduzidas taxas de crescimento desde os anos 1980, não se pode negar que a política monetária tem, ao menos, constituído relevante entrave à reversão dessa situação.

Finalmente, a evolução das contas públicas tem sido fortemente influenciada pela política monetária. É inequívoco o impacto negativo da política monetária: a despeito da obtenção de superávits primários robustos, da ordem de 4,0% do PIB, em média, registraram-se déficits nominais entre 1,5% e 5,8% do PIB, entre os anos de 1999 e 2008 (Tabela 4). Ou seja, a despesa com o pagamento de juros da dívida foi, sistemática e consideravelmente, superior aos superávits apurados nas contas primárias do setor público. Nesse sentido, tem ocorrido uma dominância monetária: a política monetária tem impactado fortemente (e de maneira negativa) as contas públicas.

TABELA 4 INDICADORES SELECIONADOS DAS CONTAS PÚBLICAS (% DO PIB) – BRASIL: 1995-2008

Ano	DLSP	Superávit Primário	Despesa de Juros	Déficit Nominal
1995	28,0	-0,3	6,8	6,5
1996	30,7	0,1	5,7	5,8
1997	31,8	0,9	5,0	5,9
1998	38,9	0,0	7,5	7,5
1999	44,5	3,3	9,1	5,8
2000	45,5	3,5	7,1	3,6
2001	48,4	3,7	7,2	3,5
2002	50,5	4,0	8,3	4,3
2003	52,4	4,3	9,4	5,1
2004	47,0	4,2	6,6	2,4
2005	46,5	4,4	7,3	3,0
2006	44,7	3,9	6,9	3,0
2007	42,7	4,0	6,2	2,2
2008	36,0	4,1	5,6	1,5

FONTE: BCB.

A dominância monetária é exacerbada por uma peculiaridade da dívida pública brasileira, a existência de títulos indexados à taxa básica de juros. As Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFT) são títulos pós-fixados que evoluem de acordo com a Selic. Como as LFT constituem parcela relevante do estoque da dívida mobiliária federal interna, a manutenção da Selic em níveis elevados resulta em custo financeiro igualmente alto: o pagamento de juros da dívida pública foi, em média, superior a 7% do PIB, no período de 1995 a 2008, tendo alcançado 9,4%, em 2003 (Tabela 4).

Resumindo, por um lado, uma elevação da Selic gera um ganho de bem-estar relativamente pequeno: um aumento da taxa de juros tem impacto pouco expressivo sobre a inflação. Por outro, uma ampliação da Selic reduz o nível de bem-estar social, notadamente ao implicar em redução do nível de atividade econômica – com correspondente aumento no desemprego – e deterioração das contas públicas. Além disso, uma elevação da Selic tende a valorizar o real que, ao prejudicar a competitividade do setor produtivo doméstico, desestimula as exportações, tendendo a deteriorar as contas externas e a comprometer, ainda

mais, a atividade econômica. Em suma, a experiência recente indica que o balanço entre custos e benefícios da política monetária é desfavorável.

#### 4 CONCLUSÃO

A existência de problemas no mecanismo de transmissão amplia o sacrifício imposto pela política monetária à sociedade brasileira. Por um lado, a inflação tem-se mostrado pouco sensível à Selic. Por outro, o custo de uma redução da inflação – dado pela retração da atividade econômica, valorização cambial e piora nas contas públicas – tem sido alto.

Ainda não se pode considerar concluída a estabilização monetária. A primeira fase desse processo – a eliminação da alta inflação crônica e a consequente estabilização dos preços – foi alcançada com sucesso pelo Plano Real há 15 anos. Falta, ainda, uma última etapa: a flexibilização da política monetária. A redução dos juros para patamares próximos ao observado no resto do mundo – sem que isso implique na volta da inflação – é o nosso grande desafio. Já não é mais suficiente controlar a inflação praticando as maiores taxas de juros do mundo.

Dessa constatação deriva-se uma agenda de pesquisa centrada no estudo do mecanismo de transmissão da política monetária. Mais do que aprofundar as constatações aqui apresentadas é preciso identificar as peculiaridades da economia brasileira, as quais têm comprometido a eficácia da política monetária.

#### REFERÊNCIAS

- ARAÚJO, E. E MODENESI, A.M. Custos e Benefícios do Controle Inflacionário no Brasil (2000-2008): uma Avaliação com Base em um Modelo VEC. II Encontro Internacional da Associação Keynesiana do Brasil, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.
- MODENESI, A.M. **Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real**. Barueri: Manole.
- BAILEY, M. J. Welfare cost of inflationary finance. **Journal of Political Economy**, 64, p. 93-110.
- LUCAS, R.E. Inflation and welfare. **Econometrica**, vol. 68 (2), p. 247-274, Março.
- FISCHER, S. The Role of Macroeconomic Factors in Growth. **NBER Working Paper**, 4565, Dezembro.