

# A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL PÓS-REAL<sup>1</sup>

NELSON CARVALHEIRO<sup>2</sup>

**Resumo:** este trabalho descreve algumas características da política monetária no Brasil a partir de implantação do Plano Real, no segundo semestre de 1994, ressaltando os elementos institucionais principais nessa evolução: a introdução da programação monetária e o aumento dos recolhimentos compulsórios, em 1994, a transformação da assistência financeira de liquidez no redesconto e a criação do Comitê de Política Monetária (COPOM), em 1996, e a mudança de estratégia, em 1999, quando foi adotado o regime de metas para a inflação. A análise também utiliza dados dos fatores condicionantes da expansão monetária no período, mostrando o papel dos instrumentos clássicos de política monetária usados pelo Banco Central e destacando outros não diretamente mensuráveis.

**Palavras-chave:** banco central, política monetária, reservas obrigatórias, mercado aberto, redesconto

**Classificação JEL:** E52

## Introdução

O objetivo deste trabalho é fazer uma reflexão sobre alguns aspectos da política monetária no Brasil a partir de julho de 1994, quando teve início o programa de estabilização dos preços conhecido como Plano Real. A análise descreve as linhas gerais da trajetória da

---

<sup>1</sup> Versão modificada de artigo apresentado no IV Encontro de Economistas da Língua Portuguesa, realizado em Évora, Portugal, em outubro de 2001. O autor agradece os comentários de José Benedito de Zarzuela Maia, Lauro Teruo Hayashi, Eduardo Lundberg, Pedro Paulo Ciseski e Carlos Eduardo Carvalho

<sup>2</sup> Professor do Departamento de Economia da FEA/PUCSP e do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da PUCSP

atuação do Banco Central desde então, centrando-se na discussão de algumas questões básicas para avaliar sua eficácia e suas perspectivas.

A primeira seção do texto mostra os fatos estilizados da política monetária no Brasil antes de julho de 1994. A segunda seção descreve, resumidamente, as características mais importantes da política monetária a partir da implantação do Plano Real, ressaltando seus elementos principais: a introdução da programação monetária, em julho de 1994, o revigoramento do redesconto e a criação do Comitê de Política Monetária (COPOM), em agosto de 1996, e a mudança de estratégia, em junho de 1999, quando foi adotado o regime de metas para a inflação. A terceira seção apresenta um levantamento sobre o uso dos principais instrumentos da política monetária desde julho de 1994, destacando seu papel na expansão monetária do período. A seção final faz algumas breves considerações sobre fatores não diretamente mensuráveis e que também exerceram influência sobre a política monetária no período.

## 1. Antecedentes

Para conviver com a inflação, o Brasil desenvolveu, a partir dos anos 60, um amplo mecanismo de indexação da economia, que sobreviveu com alguma intensidade praticamente até o final do século.<sup>3</sup> Contudo, a partir da década de 80, a busca da estabilização dos preços tornou-se uma das características mais importantes da política econômica. Atingido no final dos anos 70 pelo segundo choque do petróleo, pela elevação das taxas de juros internacionais e mais adiante pela escassez de capitais decorrente da moratória mexicana, o país passou a elaborar formas de conviver com os choques externos. A esse quadro somava-se o desajuste das finanças públicas internas, levando ao abandono dos planos de desenvolvimento que tanto caracterizaram a economia brasileira nas duas décadas iniciadas em meados dos anos 50.

Em decorrência da crise financeira e fiscal, na primeira metade dos anos 80 o Brasil passou a sofrer o monitoramento do Fundo Monetário Internacional. A partir de então, foram

---

<sup>3</sup> Para entender a questão da indexação e ter um amplo panorama da evolução da economia brasileira antes do Plano Real, veja-se, por exemplo, Simonsen (1995).

apresentados àquele organismo inúmeros programas e memorandos técnicos de ajustamento da economia, com o intuito de obter seu endosso em acordos com os credores externos. A partir da segunda metade da década, o país experimentou diversos programas de estabilização, quase sempre de natureza heterodoxa e às vezes acompanhados de reformas monetárias.

Nesse quadro, a política monetária era considerada praticamente a única alternativa viável de atuação do governo na economia, uma vez que o estado das finanças públicas dificultava a alternativa da política fiscal. Observe-se que isso ocorria apesar de o país conviver com um regime cambial híbrido – desde 1968 – em que a taxa de câmbio nominal sofria desvalorizações intermitentes promovidas pelo Banco Central, na tentativa de que a taxa de câmbio real permanecesse fixa em termos reais. Em geral, os “policy-makers” apresentavam à sociedade, nos momentos de crise, as opções possíveis: contenção da liquidez e elevação da taxa de juros. Contudo, a realidade muitas vezes não permitiu essa intenção.

Desde a criação do Banco Central no final de 1964, o Banco do Brasil e o Banco Central desempenharam em conjunto o papel de autoridade monetária. Ambos também gerenciavam fundos e programas de fomento, tornando difícil o controle da moeda. Além disso, ao incluir contas de natureza fiscal no orçamento monetário, o governo escamoteava o orçamento fiscal, artificialmente equilibrado.

Mesmo quando esses problemas institucionais começaram a ser equacionados – com a separação dos papéis do Banco Central, do Banco do Brasil e da Secretaria do Tesouro Nacional – cabendo ao Banco Central gerenciar a política monetária, outras questões não menos importantes continuaram a atuar de forma negativa.

Com a inflação, por exemplo, os agentes econômicos deixavam de reter moeda, dificultando o uso dos depósitos compulsórios como instrumento de política monetária. De outro lado, ao atuar como banco dos bancos, o Banco Central desenvolveu mecanismos de assistência financeira de liquidez a instituições em dificuldades mas a taxas de juros punitivas, deixando de usar de forma efetiva o instrumento clássico do redesconto.

Porém, a questão mais controversa durante muitos anos referiu-se à passividade da política monetária. O grande instrumento utilizado pelo Banco Central nos anos 80 foi a utilização das operações de mercado aberto para regular a liquidez da economia e, principalmente, controlar a taxa de juros. Contudo, ao final de cada

dia, o Banco Central praticava a chamada “zeragem” do mercado, quando se dispunha a absorver as sobras de recursos das instituições financeiras ou a emprestar recursos àquelas em dificuldades.

A zeragem do mercado trazia uma série de problemas. De um lado, ela inviabilizava formalmente a assistência financeira de liquidez, que tinha taxas punitivas, acima daquelas cobradas diariamente pelo Banco Central. De outro lado, a própria autoridade monetária tornava exequível problemas de risco moral, pois as instituições financeiras tinham a certeza da garantia de recursos por parte do Banco Central, ao mesmo tempo em que este inibia o desenvolvimento do mercado de operações interbancárias.

A inércia da trajetória da política monetária foi quebrada no começo dos anos 90. No início do primeiro governo escolhido por eleições livres, em quase trinta anos, foi anunciado mais um programa heterodoxo para estabilizar os preços. Contudo, considerando que a existência de um grande estoque de ativos financeiros amplamente indexados e prontamente disponíveis tornaria impossível concretizar a estabilidade dos preços, o governo determinou um confisco temporário desses ativos, tornando-os inconversíveis. Essas medidas tiveram um forte impacto sobre a demanda agregada, transmitindo a impressão de que era possível recuperar o poder de ação da política monetária, uma vez que a liquidez da economia fora bastante reduzida. Mais adiante, no início de 1991, dado que a inflação estava retornando com vigor, o governo anunciou a proposta de um novo ajustamento econômico, baseado em três fatores relacionados: desindexação, novo congelamento de preços e salários e reforma financeira. No intuito de extinguir a indexação, o governo criou a TR – taxa de juros referencial – para substituir o uso da inflação passada pela expectativa da inflação futura.

As tentativas heterodoxas de contenção da inflação tiveram o mérito de promover um grande acúmulo de experiência sobre a questão. Isso ficou claro quando o governo começou a formular um novo programa de estabilização em 1993, que culminou no chamado Plano Real. A partir de então, a política monetária passou a ter contornos mais claros, desenvolvendo-se como um dos pilares da contenção inflacionária.

## **2. O período pós-real: evolução institucional**

O ano de 1994 foi um período de grandes mudanças na economia, caracterizadas basicamente pela implantação do Plano Real. Rigorosamente, o plano iniciou-se no final do ano anterior, quando o governo enviou ao Congresso Nacional proposta de criação de Fundo Social de Emergência, para solucionar temporariamente a questão do déficit público. Em sua segunda fase, o plano criou a Unidade Real de Valor – URV, unidade monetária representando a utilização de um mesmo indexador para todos os preços da economia. A partir de julho, foi implantada a etapa final do plano, que consistiu numa reforma monetária com a introdução de nova moeda – o real – cessando os efeitos da indexação para contratos com prazos inferiores a um ano.<sup>4</sup>

### *2.1. A programação monetária*

A partir da implantação do Plano Real, o Banco Central foi obrigado a obedecer a limites de emissão de moeda, embora com pequena margem de majoração, fixados pelo Conselho Monetário Nacional.<sup>5</sup> Contudo, as dificuldades para controlar os principais agregados monetários – base monetária e meios de pagamento no conceito M1 – no terceiro e quarto trimestres de 1994 foram enormes, visto que a remonetização da economia foi bastante expressiva.

Repetindo a experiência iniciada com a criação do Banco Central, em 1965 (quando o orçamento monetário representava a programação da emissão de moeda por parte das autoridades monetárias e dos bancos comerciais), o Banco Central foi obrigado a trabalhar com uma programação monetária, a partir de 1995, perseguindo metas de expansão dos agregados monetários. A programação monetária era uma exigência da legislação que implantou a reforma monetária e teria que levar em consideração a

---

<sup>4</sup> A norma legal que implantou o Plano Real foi a Medida Provisória nº 542, de 30/6/94, posteriormente transformada na Lei nº 9.069, de 29/6/95.

<sup>5</sup> O art. 3º da Medida Provisória que criou o Real dispunha expressamente que o Banco Central emitiria reais mediante prévia vinculação de reservas internacionais em valor equivalente; portanto, estas deveriam servir de lastro para a emissão da moeda nacional.

execução orçamentária federal, as operações externas e as operações com as instituições financeiras domésticas.

A programação monetária também passou a contemplar um novo conceito: a base monetária ampliada. Este agregado representa o “passivo quase-monetário” de um sistema emissor amplo, constituído pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional, incluindo a base monetária tradicional e a dívida mobiliária federal em poder do público.<sup>6</sup> Em outras palavras, somaram-se ao passivo monetário do Banco Central os ativos financeiros que poderiam rapidamente transformar-se em moeda, passando à sociedade a idéia de um controle efetivo sobre a restrição orçamentária do governo como um todo.

Após o governo promover a reforma monetária que criou o real, tornando a emissão monetária vinculada às reservas internacionais, iniciou-se o processo de estabilização dos preços que, embora não consolidado, vem permanecendo até hoje. Dada a forte remonetização da economia que se seguiu à redução da inflação, o Banco Central passou a utilizar intensamente os instrumentos disponíveis para conter o crescimento da moeda e do crédito.

A partir de julho o recolhimento compulsório sobre novos depósitos à vista foi aumentado para 100% e as exigibilidades sobre depósitos a prazo, depósitos de poupança e depósitos judiciais também foram majoradas. Posteriormente, foi instituído encaixe obrigatório também para operações de crédito, restringindo-se para três meses o prazo máximo das operações creditícias.

A política cambial também passou por alterações. Nos primeiros meses do ano, o Banco Central manteve a estratégia adotada desde o final de 1991, procurando manter estável a taxa de câmbio real por meio de desvalorizações cambiais diárias, acompanhando as expectativas de inflação. A partir de julho, o Banco Central comprometeu-se a vender dólares à paridade R\$1/US\$1, deixando ao mercado a tarefa de determinar a taxa nominal de equilíbrio do câmbio.

Nos primeiros meses do plano, em que a taxa de câmbio flutuou livremente, o ingresso líquido de divisas provocou uma

---

<sup>6</sup> A base monetária ampliada é constituída da base monetária tradicional (papel-moeda emitido e reservas bancárias), das reservas compulsórias em espécie, depositadas no Banco Central, e dos títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional e do Banco Central.

valorização nominal do real, permitindo ao Banco Central ter ampla liberdade para exercer a política monetária. Esse processo começou a ser interrompido no final do ano, quando a crise cambial mexicana passou a provocar uma reversão no processo de transferências internacionais de capitais, afetando particularmente o Brasil. Mesmo assim, em dezembro, o Banco Central reduziu a obrigatoriedade do recolhimento sobre depósitos à vista, de 100% para 90%, mas aumentou a alíquota do recolhimento obrigatório sobre depósitos a prazo para 30%.

Em 1995, a política monetária passou por dois períodos distintos. No primeiro, correspondente aos meses iniciais do ano, a preocupação de controlar a demanda agregada teve continuidade, através da elevação da taxa de juros e dos limites dos recolhimentos compulsórios, e também por meio de restrições adicionais à expansão do crédito. No segundo período, a partir de maio, o Banco Central iniciou um processo de flexibilização gradual dos recolhimentos obrigatórios, buscando reduzir a taxa básica de juros, que havia aumentado no início do ano em virtude de tentativas de ataques especulativos derivados da crise mexicana. Essa política não impediu que a taxa de juros sofresse grandes oscilações até o final do ano e nem permitiu que o Banco Central se ausentasse do mercado de reservas bancárias, atuando através da zeragem automática, que continuava inviabilizando o mecanismo do autêntico redesconto.

A alíquota do recolhimento compulsório sobre as operações de crédito, que havia diminuído de 15% para 12% em maio, foi novamente reduzida para 10% em junho. Em julho, a alíquota sobre os depósitos à vista caiu de 90% para 83%. Em agosto, o Banco Central reduziu as reservas obrigatórias sobre depósitos a prazo de 30% para 20%, sobre as operações de crédito, de 10% para 8%, e sobre depósitos de poupança, de 30% para 15%. Em setembro, a alíquota sobre as operações de crédito foi reduzida de 8% para 5% e em novembro caiu para zero.

De outro lado, com a inflação em níveis mais baixos, a receita absorvida pelas instituições financeiras diminuiu substancialmente. Em decorrência, muitas delas passaram a enfrentar dificuldades de liquidez e solvência, levando o Banco Central a intervir no sistema. A medida mais importante nesse sentido foi a criação do Proer, com o intuito de incentivar processos de fusões e incorporações de bancos.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> O Proer – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do

Em relação à política cambial, o Banco Central passou a adotar, a partir de março, um sistema de bandas cambiais, com o propósito de evitar especulações sobre possíveis alterações bruscas do nível da taxa de câmbio nominal. Essa providência, em conjunto com a normalização dos fluxos internacionais de capitais e o diferencial entre a taxa de juros doméstica e a externa, garantiram a retomada do fluxo de entrada de recursos externos.

## *2.2. O revigoração do redesconto*

Em 1996, o Banco Central reafirmou sua disposição de adotar uma política de redução gradual da taxa de juros e de estímulo à oferta de crédito. No período, foram eliminadas restrições ao crédito bancário e reduzidos os compulsórios sobre depósitos à vista (de 83% para 75%).

No segundo semestre, o Banco Central reformulou a assistência financeira de liquidez às instituições financeiras, transformando-a no mecanismo do redesconto. Este instrumento tornou-se então a essência da formação da taxa de juros e as operações de mercado aberto passaram a ser subsidiárias, utilizadas apenas para corrigir movimentos de curtíssimo prazo da taxa de juros. Paralelamente, o Banco Central continuou a trabalhar com a programação monetária.

No fundo, procurou-se recuperar a eficácia dos instrumentos de política monetária, criando um verdadeiro redesconto e dando a ele o papel que há tanto tempo vinha sendo desempenhado pelas operações de mercado aberto. O primeiro passo nessa direção foi a criação da TBC (Taxa Básica do Banco Central), anunciada ao final de cada mês para vigorar no mês seguinte. A essa taxa, o Banco Central concederia empréstimos (cujo valor básico estava vinculado às exigibilidades do compulsório sobre depósitos à vista e a prazo), com garantia em títulos públicos federais. Em seguida, foi criada a TBAN (Taxa de Assistência do Banco Central), ligeiramente superior à TBC e também constante a cada mês, que deveria servir como referência para o custo de operações de empréstimos do Banco

---

Sistema Financeiro Nacional – foi criado através da Medida Provisória nº 1.179, de 3/11/95, posteriormente transformada na Lei nº 9.710, de 19/11/98.

Central acima do valor básico, com garantias reais adicionais. Portanto, o custo do redesconto teria como piso a TBC e como teto a TBAN mais um acréscimo, variável conforme o prazo da operação.

Essa mudança na política monetária significou que a partir de então o Banco Central seria apenas doador de recursos no mercado (em vez de doador e tomador, como nas operações de mercado aberto). Contudo, isso não significa que as operações de mercado aberto deixaram de existir. Na verdade, elas continuaram a ser usadas como instrumento de política monetária, mas somente para o ajuste fino (de curto prazo) da liquidez e da taxa de juros. A zeragem automática também continuou a existir, mas a taxas tão punitivas que – imaginava-se – o mecanismo tenderia, na prática, a desaparecer naturalmente.

Deve-se assinalar que, deixando de ser tomador de recursos como anteriormente, o Banco Central dividiu com o mercado a responsabilidade pelas transações interfinanceiras. Por exemplo, bancos maiores, com excesso de recursos, não tinham mais a opção de aplicá-los automaticamente no Banco Central e seriam incentivados a emprestá-los a instituições com falta de recursos ou que, por qualquer razão, não se socorriam no mecanismo do redesconto. O Banco Central manteve por algum tempo a TBC abaixo das taxas do mercado interbancário, para estimular os bancos grandes a tomar recursos no redesconto e emprestar a bancos em possíveis dificuldades, contribuindo para resolver os problemas conhecidos na época como “empoçamentos de liquidez”.

Ao longo do segundo semestre de 1996, o Banco Central reduziu insistentemente a alíquota das reservas obrigatórias sobre os depósitos à vista (para 82% em agosto, 81% em setembro, 80% em outubro, 79% em novembro, 78% em dezembro e 75% a partir de janeiro de 1997). Ao mesmo tempo, passou a aumentar a alíquota dos recolhimentos sobre fundos de curto prazo, que havia sido implantada em julho do ano anterior.

Rigorosamente, o revigoramento do redesconto não representou uma inovação original mas foi positivo, possibilitando o fortalecimento de um importante instrumento da política monetária. A grande novidade foi a criação do COPOM – Comitê de Política Monetária – composto por diretores e chefes de departamento do Banco Central, com a incumbência de estabelecer as diretrizes da política monetária e definir a TBC.

Em 1997, o processo de redução gradual da taxa de juros

básica foi interrompido, em função das indefinições da trajetória da economia mundial e, particularmente, da crise financeira no sudeste asiático. No final de outubro, quando as reservas cambiais já começavam a mostrar sinais de deterioração devido às pressões sobre o mercado de câmbio, o Banco Central promoveu uma forte elevação da taxa de juros, com o intuito de onerar a manutenção de posições em moeda estrangeira.

As operações de redesconto consolidaram-se como instrumento de adequação da liquidez do sistema financeiro. Além disso, vinham sendo alongados os prazos dos títulos públicos federais, mas o processo foi interrompido com as repercussões da crise asiática no país. O período também se caracterizou por uma maior preocupação em implantar medidas de cunho prudencial, culminando com a aprovação do Proes, visando reestruturar os bancos públicos.<sup>8</sup>

O ano de 1998 representou um período de grande instabilidade para a economia brasileira, ante a difusão das crises financeiras da Ásia e da moratória da Rússia. A partir de maio, o Banco Central voltou a realizar diariamente operações compromissadas de financiamento de títulos públicos federais. No final de agosto, o Banco Central novamente interrompeu o processo de redução da taxa de juros básica, aumentando a TBAN e suspendendo as operações de redesconto referenciadas à TBC, reduzindo as possibilidades de financiamento de posições em moeda estrangeira das instituições financeiras. Ao longo do ano foram introduzidos novos títulos pelo Banco Central, para dinamizar a política monetária, conjugando remunerações prefixadas e pós-fixadas nos mesmos papéis.

### *2.3. As metas para a inflação*

Em 1999, constatou-se que a crise financeira internacional foi determinante para o reordenamento institucional da economia brasileira. Logo no início do ano, incapaz de resistir aos ataques especulativos contra a moeda nacional, o governo mudou o regime cambial, introduzindo a livre flexibilidade. Em março, foi extinta a

---

<sup>8</sup> O Proes – Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária – foi criado através da Medida Provisória nº 1.514, de 7/8/96.

faixa de flutuação da taxa de juros – delimitada pelos níveis da TBC e da TBAN. Em substituição a esse arcabouço, promoveu-se a fixação de meta para a taxa de juros over-Selic e seu eventual viés como instrumentos da política monetária. No novo quadro institucional, o Banco Central retomou a sistemática de adequação diária da liquidez por meio de operações de mercado aberto. Ainda no primeiro trimestre, foi elevado o recolhimento compulsório sobre recursos a prazo. Além disso, foi reformulada a sistemática do redesconto, cujos encargos passaram a ser referenciados à taxa over-Selic.

Em junho, o governo introduziu a sistemática de metas para a inflação como diretriz para a política monetária.<sup>9</sup> De acordo com a legislação, as metas são representadas por variações anuais do IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo), calculado pelo IBGE, e são fixadas pelo Conselho Monetário Nacional, mediante proposta do Ministro da Fazenda. Admitindo um intervalo de tolerância de 2 pontos percentuais para cima ou para baixo, as metas estabelecidas para os primeiros anos foram de 8% em 1999, 6% em 2000, 4% em 2001 e 3,5% em 2002.

A norma obriga o Banco Central a divulgar *Relatório de Inflação* trimestral, abordando o desempenho da economia, o papel da política monetária e a avaliação prospectiva da inflação. Essa publicação também traz as atas das reuniões do COPOM, cujas reuniões mensais estabelecem as linhas gerais da política monetária e definem a meta da taxa de juros básica.

O compromisso com as metas para a inflação também está explícito na legislação. Caso não sejam cumpridas, o Banco Central deve divulgar as razões do descumprimento, as providências para o retorno aos limites estabelecidos e o prazo esperado para que elas tenham efeito.

O Banco Central também tentou promover a redução do diferencial entre as taxas de captação e concessão de recursos pelo sistema financeiro, através da redução do recolhimento compulsório sobre depósitos à vista e a prazo. A alíquota incidente sobre os recursos a prazo, cujo recolhimento era exigível em títulos, após a elevação de 25% para 30% em março, foi gradualmente reduzida a partir de maio, tornando-se nula em outubro. A partir desse mesmo mês, a alíquota do recolhimento compulsório sobre depósitos à vista e sob aviso, em vigor desde janeiro de 1997, foi reduzida de 75% para

---

<sup>9</sup> A estratégia foi implantada pelo Decreto nº 3.088, de 21/6/99.

65%. No final do ano, o Banco Central anunciou conjunto de medidas visando dinamizar e dar maior transparência ao mercado secundário de títulos públicos

Em 2000, o Banco Central continuou a se preocupar com a possibilidade de estreitamento da margem entre as taxas de captação e as de financiamento ao setor real. A partir de março, a alíquota do recolhimento compulsório sobre depósitos à vista e sob aviso foi reduzida para 55%. O Banco Central também definiu com maior clareza as linhas de assistência financeira do redesconto, garantindo a transferência de propriedade dos ativos envolvidos nessas operações.

No final de junho, o Banco Central promoveu nova redução da alíquota do recolhimento compulsório sobre recursos à vista (de 55% para 45%). Em julho, foram modificadas as regras operacionais desse recolhimento compulsório, com a finalidade de reduzir a volatilidade das reservas bancárias.

Em 2001, buscando reduzir a liquidez, o Banco Central reativou os recolhimentos compulsórios sobre recursos a prazo, aumentando a alíquota de zero para 10%. Simultaneamente, foi elevado o percentual mínimo do recolhimento compulsório sobre recursos à vista mantido em espécie, de 60% para 80%, mas manteve inalterada a alíquota de recolhimento compulsórios de 45%.

### **3. O período pós-Real: condicionantes da política monetária**

A evolução da política monetária no Brasil, no período pós-real, passou por atribuições decorrentes tanto do ambiente institucional como de acontecimentos que afligiram a economia brasileira na última década do século XX. Para compreender o processo de desenvolvimento dos instrumentos de ação do Banco Central no período é importante examinar como se comportaram os principais agregados monetários – a base monetária e os meios de pagamento no conceito M1 – e a taxa de juros básica da economia – a taxa “over-Selic”, sobre a qual a autoridade monetária tem controle direto.

O Quadro 1 apresenta informações selecionadas sobre a economia brasileira e alguns elementos básicos para uma avaliação inicial da política monetária no período. A Figura 1 complementa os dados e ilustra mais detalhadamente o comportamento da base monetária e da taxa de juros.

**Quadro 1 - Economia Brasileira - 1994-2001**

Mês	BM <sup>1</sup>	M <sup>1</sup>	DMF <sup>3</sup>	PIB <sup>4</sup>	PIB <sup>5</sup>	TC <sup>6</sup>	TJB <sup>7</sup>	INFL <sup>8</sup>
	R\$ milhões							
jul/94	7,534	10,687	59,523			0.9400	122.0	4005.08
dez/94	17,685	22,773	61,782	349,205	5.85	0.8460	56.4	916.46
jul/95	15,034	17,879	82,233			0.9360	60.5	27.45
dez/95	21,682	28,493	108,486	646,192	4.22	0.9725	38.9	22.41
jul/96	18,748	23,107	160,432			1.0112	25.8	14.84
dez/96	19,796	29,807	176,211	778,887	2.66	1.0394	23.9	9.56
jul/97	24,216	35,906	197,793			1.0834	21.0	6.08
dez/97	31,828	47,363	255,509	870,743	3.27	1.1164	42.0	5.22
jul/98	32,986	43,982	304,873			1.1634	20.3	3.06
dez/98	39,184	50,707	323,860	914,188	0.13	1.2087	31.2	1.65
jul/99	41,162	48,012	384,203			1.7892	20.7	4.57
dez/99	48,430	62,744	414,901	963,869	0.81	1.7890	19.0	8.94
jul/00	36,452	57,078	495,215			1.7748	16.9	7.06
dez/00	47,686	74,352	510,698	1,086,700	4.36	1.9554	16.2	5.97
jul/01	41,594	67,329	597,279			2.4313	18.6	7.05
dez/01	53,256	82,673	624,084	1,193,895	1.51	2.3204	19.1	8.23

1 - Base Monetária : saldos em final de período. Fonte: Banco Central do Brasil.

2 - Saldos em final de período. Fonte: Banco Central do Brasil.

3 - Saldos em final de período. Fonte: Banco Central do Brasil.

4 - Valores correntes. Fonte: IBGE. Dez/01: estimativa do autor.

5 - Taxas anuais reais. Fonte: IBGE. Dez/01: dado preliminar.

6 - Taxa de venda, final de período. Fonte: Banco Central do Brasil.

7 - Taxa nominal, calculada pelo Sistema Especial de Liquidação e Custódia. Fonte: Banco Central do Brasil.

8 - Variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Amplo. Fonte: IBGE.

É possível verificar que os principais agregados monetários – meios de pagamento (M1) e base monetária – mostram tendência crescente ao longo de todo o período após o Plano Real. O

comportamento da taxa de juros traduz o esforço da autoridade monetária: a elevada taxa de juros tem quedas contínuas, mas interrompidas em períodos de incerteza sobre os fluxos dos capitais internacionais. Isso ocorreu na crise mexicana, no final de 1994 e no início de 1995, nas crises asiáticas, em 1997, na crise russa, em 1998, e no período que culminou na mudança do regime cambial no Brasil, no início de 1999. A dívida mobiliária federal, composta por títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central, também cresceu firmemente, tanto em termos absolutos como em percentuais do PIB. Os níveis de inflação diminuíram nos primeiros anos após o Plano Real, aumentando nos anos seguintes. O crescimento anual do PIB foi relativamente elevado no início do Plano, reduzindo-se mais adiante.

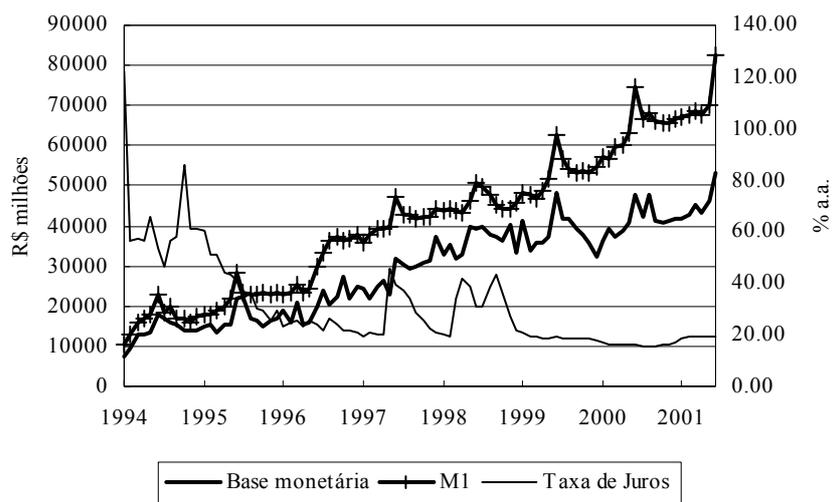


Figura 1 Agregados monetários e a taxa de juros básica

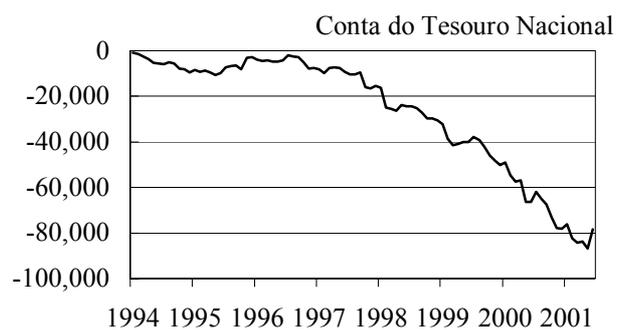
A análise torna-se mais completa quando examinamos as formas básicas da atuação da autoridade monetária. O Banco Central publica mensalmente um quadro dos fatores condicionantes

da base monetária, mostrando os fluxos de moeda que passam diretamente pelas contas de reservas bancárias dos bancos. Esses fluxos, cuja soma reflete a variação da base monetária a cada mês, referem-se aos seguintes itens:

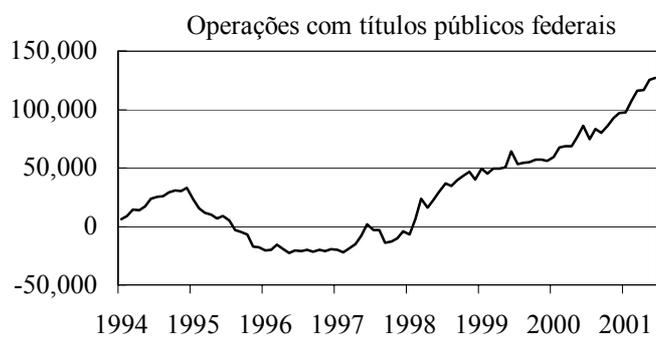
- a) *Conta do Tesouro Nacional*: refere-se a todas as operações de arrecadação e despesas do Governo federal, bem como as transferências do Orçamento Oficial das Operações de Crédito e do Orçamento Geral da União, registradas na chamada “conta única” do Tesouro Nacional no Banco Central, exceto as operações com títulos públicos.
- b) *Operações com títulos públicos federais*: abrange as operações de compra e venda de títulos públicos no mercado secundário, constituindo as chamadas operações de mercado aberto.
- c) *Operações do setor externo*: registra todas as transações de compra e venda de moeda estrangeira e ouro monetário.
- d) *Assistência financeira de liquidez*: contempla todas as operações de empréstimos do Banco Central a instituições financeiras, inclusive as de redesconto e aquelas referentes ao Proer e ao Proes.
- e) *Depósitos*: contém todos os depósitos feitos por instituições financeiras no Banco Central, inclusive as reservas obrigatórias.
- f) *Outras contas*: compreende uma grande diversidade de operações, entre as quais créditos a receber, aplicações da reserva monetária, despesas com meio circulante e material de expediente, folha de pagamento e depósitos para constituição e aumento de capital; contudo, inclui também penas e custos sobre deficiências em reservas bancárias, o que significa que eventuais saques a descoberto de instituições bancárias, mesmo caracterizando a atividade de banco dos bancos por parte do Banco Central, são lançadas nessa rubrica.

Como os dados sobre os fatores condicionantes da base monetária são fluxos mensais, foi possível compor uma série em que esses fluxos nominais se acumularam desde a implantação do Plano Real, transformando-os em saldos de final de período. As informações encontram-se resumidas na Figura 2. Todos os fluxos acumulados estão expressos em valores nominais. Na utilização de cada um dos fatores que atuam sobre a variação da base monetária, um sinal positivo indica efeito expansionista, enquanto um sinal negativo indica efeito contracionista.

**Figura 2 – Fatores condicionantes da base monetária  
fluxos acumulados – R\$ milhões**

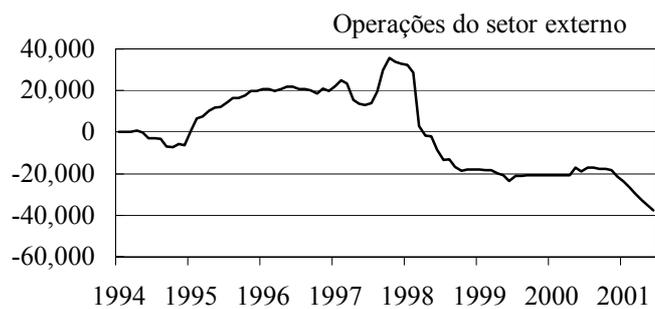


**2.a**



**2.b**

**Figura 2 – Fatores condicionantes da base monetária  
fluxos acumulados – R\$ milhões**

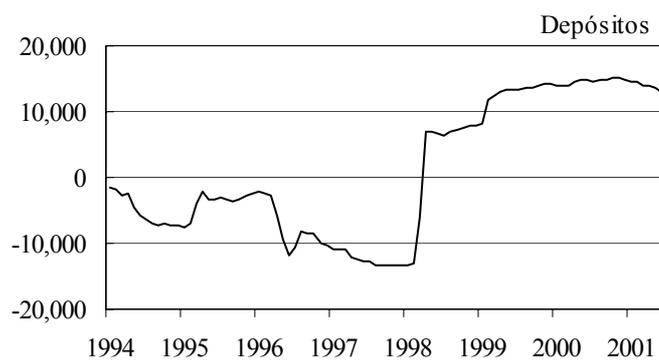


**2.c**

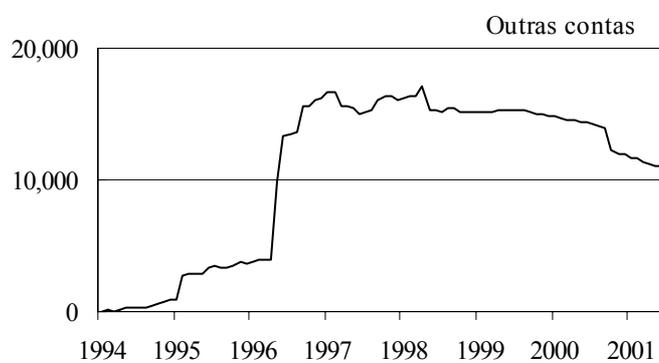


**2.d**

**Figura 2 – Fatores condicionantes da base monetária  
fluxos acumulados – R\$ milhões**



**2.e**



**2.f**

O exame do comportamento da taxa de juros básica e dos fluxos monetários acumulados permite destacar os fatores que podem ser chamados de condicionantes diretos da política monetária no período pós-Real, traduzindo a atuação da autoridade monetária com o uso dos instrumentos clássicos: as operações de mercado aberto, o redesconto e as reservas obrigatórias.

O instrumento mais utilizado no período foi aquele referente às “Operações com títulos públicos federais”. Essas operações foram expansionistas do início do plano Real até o final do primeiro semestre de 1995 e contracionistas a seguir – até julho de 1996. Após o revigoramento do redesconto, até o início da crise asiática, as operações de mercado aberto não tiveram praticamente qualquer efeito sobre a base monetária. Contudo, desde o segundo semestre de 1997, elas passaram a exercer efeito expansionista.

Outro fator condicionante do comportamento da base monetária constituiu-se dos desembolsos do Banco Central referentes à “Assistência financeira de liquidez” – seja aquela destinada ao saneamento de grandes bancos privados e públicos, através do Proer e do Proes, seja a que ocorreu por conta do revigoramento do redesconto – principalmente de 1995 a 1997.

Nesse período, o movimento de expansão da função do Banco Central como banco dos bancos foi acentuado através do exame da rubrica “Outras contas”, que engloba, entre outros fatos geradores, saques a descoberto na conta de reservas bancárias e transferências do Banco Central para instituições bancárias que auxiliaram instituições em dificuldades. Isso aconteceu no segundo semestre de 1995 e, mais acentuadamente, no final do segundo semestre de 1996 e no início de 1997, e está declaradamente explicitado em alguns números do Boletim do Banco Central do Brasil.<sup>10</sup>

Finalmente, o item “Depósitos” mostra um papel discretamente contracionista para o instrumento dos recolhimentos

---

<sup>10</sup> O Boletim do Banco Central de novembro de 1995, por exemplo, menciona (p. 17) “a variação líquida do item ‘outras contas’ (R\$1,9 bilhão), em virtude, basicamente, de saques a descoberto em reservas bancárias no mês de agosto”; o Boletim de janeiro de 1997, cita (p. 21) “a emissão decorrente do acerto entre o Banco Central e as instituições credoras no mercado interbancário...[que]...contribuiu para a variação de R\$5,9 bilhões verificada no item ‘outras contas’, visando auxiliar instituição bancária em processo de liquidação extrajudicial.

compulsórios até o início do segundo semestre de 1998, quando se inicia o movimento de redução das alíquotas. A expansão monetária provocada por essa flexibilização foi relativamente forte durante um ano, tornando-se mais suave a partir do segundo semestre de 1999.

Não menos importantes, contudo, são os fatores que podem ser chamados de condicionantes indiretos – a reorganização das finanças públicas e os ataques especulativos sofridos pela moeda nacional – traduzidos quantitativamente em fatores condicionantes da base monetária devido a características institucionais da economia brasileira.

Um dos fatores que mais chamam a atenção é o fato de que o governo vem fazendo um esforço para reorganizar as finanças públicas desde meados dos anos 80 mas essa providência tornou-se acentuada a partir da implantação do plano Real. Os dados acumulados do item “Conta do Tesouro Nacional” mostram que o efeito desse esforço sobre a base monetária foi contracionista durante todo o período, arrefecendo apenas num pequeno período entre o segundo semestre de 1995 e o primeiro semestre de 1997. A partir do segundo semestre de 1997, quando o governo promoveu um severo corte dos gastos públicos para posicionar-se frente aos efeitos da crise asiática, a redução do déficit público passou a ter um efeito contracionista. Esse comportamento vem prosseguindo até mais recentemente, no bojo da legislação sobre responsabilidade fiscal.

Outro elemento condicionador indireto da política monetária no período deve ser entendido como o conjunto de ataques especulativos contra a moeda nacional, que se refletem no item “Operações do setor externo”. Esses ataques ocorreram no segundo semestre de 1994 (crise mexicana), no segundo semestre de 1997 (crise asiática) e 1998 (crise russa), culminando com a mudança de regime cambial no início de 1999, quando o Brasil abandonou a sustentação da taxa de câmbio fixo. Nesses períodos, o Banco Central foi obrigado a se desfazer de reservas cambiais, contraindo a base monetária. Observe-se que, nos períodos entre os ataques especulativos, as entradas de capitais internacionais no país tiveram efeito expansionista.

### **Observações finais**

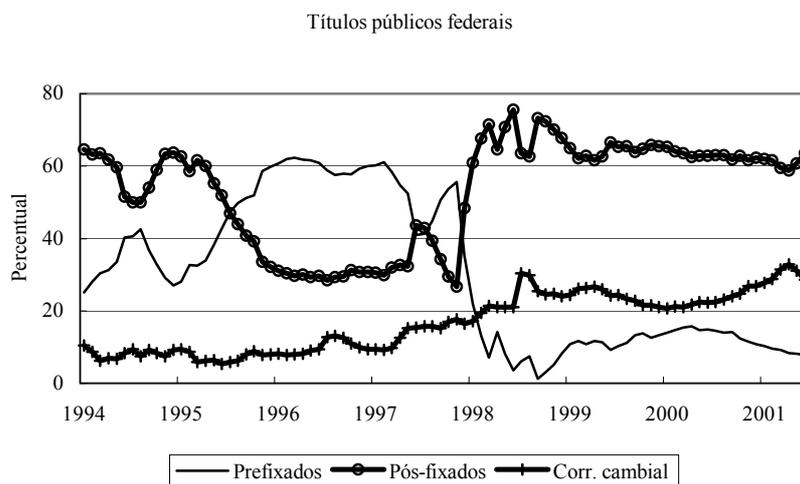
Conforme descrito na seção anterior, a evolução da política

monetária no Brasil, no período pós-Real, foi condicionada por um amplo conjunto de fatores, diretamente mensuráveis. Entretanto, há outros determinantes que devem ser levados em conta na análise do papel do Banco Central.

Dentre esses condicionantes, um dos mais importantes refere-se às áreas de fricção na condução das políticas monetária, fiscal e monetária. A base monetária ampliada é um exemplo que concretiza essa mistura de ações, ao considerar como quase-moeda títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central. A consideração dos gastos do Tesouro Nacional como fator condicionante da base monetária também aumenta a confusão sobre o entendimento das duas formas de política econômica, pois o Tesouro também tem uma conta de reservas no Banco Central – a chamada “conta única”. Além disso, há um espectro peculiar da conduta da Autoridade Monetária. Em certas ocasiões, quando o Banco Central intervém no mercado cambial vendendo títulos indexados à taxa de câmbio, demonstra ser o centro nervoso da política econômica: (a) fazendo política cambial, pois deseja impedir novas depreciações da moeda nacional, (b) fazendo política fiscal, pois aumenta a dívida mobiliária federal em poder do público e (c) fazendo política monetária, pois retira moeda do público.

Essa questão tornou-se mais complexa a partir da mudança do regime cambial, em janeiro de 1999, e após a adoção da estratégia de metas para a inflação. Nesse novo quadro, a despeito de inúmeras declarações em contrário, o Banco Central sinalizou diversas vezes que não concordava com o patamar da cotação do dólar norte-americano, transmitindo, indiretamente, a mensagem de que ainda trabalhava com meta de taxa de câmbio nominal, em pleno regime de câmbio flexível, e realimentando a possibilidade de ataques especulativos contra a moeda nacional. Além disso, o Banco Central contribuiu para emperrar mais ainda os mecanismos de transmissão da política monetária, pois substituiu títulos prefixados por títulos pós-fixados. As informações sobre essa substituição podem ser verificadas pelo exame da Figura 3, que demonstra a participação de títulos da dívida pública mobiliária federal em poder do público, classificados em prefixados, pós-fixados (corrigidos por vários indexadores) e indexados pela variação cambial. A grande participação de títulos indexados no estoque da dívida mobiliária federal pode sinalizar aos agentes econômicos que a essência da indexação – tão bem combatida pelo Plano Real – não foi totalmente

expurgada da economia brasileira.



**Figura 3 – Dívida pública mobiliária federal  
composição percentual**

Ademais, a autoridade monetária pode estar contribuindo para uma expansão fiscal, numa época em que o governo vem-se esmerando pelo anúncio da contenção fiscal. É possível que esse problema seja menos relevante a partir de 2002, quando o Banco Central deixar de emitir títulos públicos de sua responsabilidade e passar a operar apenas no mercado secundário, fazendo política monetária pura e submetendo-se mais rigorosamente à legislação sobre responsabilidade fiscal.

É necessário também considerar algumas dificuldades ainda existentes no Brasil para a transmissão dos efeitos da política monetária. O país ainda não tem consolidada uma estrutura temporal das taxas de juros, em parte devido à existência de um grande estoque de dívida pública de curto prazo, com títulos pós-fixados. A partir do segundo semestre de 1997, o Banco Central interrompeu um processo ativo de colocação de títulos prefixados no mercado; em decorrência, no segundo semestre de 1998 os títulos pós-fixados passaram a corresponder a mais de 80 por cento da

dívida pública fora do Banco Central, posição mantida até o fim do período de estudo. A presença de um estoque elevado de títulos públicos pós-fixados, principalmente de curto prazo, é um impedimento para a eficácia da política monetária, pois movimentos na taxa de juros podem afetar a renda e não a riqueza dos detentores de títulos públicos, possibilitando efeitos opostos aos desejados.<sup>11</sup>

Adicionalmente, há uma fonte de incerteza que subsiste desde a implantação do Plano Real, decorrente da ambigüidade das metas de agregados monetários e de taxas de juros, estabelecidas pelo Banco Central. Logo no início do Plano Real a ilusão de que teríamos metas de agregados monetários desvaneceu-se, tornando evidente a existência de uma âncora cambial, atrelada à fixação da taxa de juros para arbitrar a movimentação de capitais internacionais. Além disso, quando a assistência financeira de liquidez foi reformulada, em 1996, revigorando-se o mecanismo do redesconto (com a criação da TBC e da TBAN), as metas de taxas de juros passaram a ser explicitadas pelo Banco Central. Por fim, nas crises financeiras externas que afligiram mais intensamente a economia brasileira, a variável de ajuste foi sempre a taxa de juros, sem espaço para reformulações da programação monetária.

Portanto, a programação monetária cumpriu a vocação já demonstrada anteriormente pelo regime de política monetária baseado em metas de agregados monetários: ela tornou-se, praticamente desde o nascedouro – assim como o antigo orçamento monetário – figura acessória na condução da política monetária.

Após a crise cambial do início de 1999, o país adotou o regime de metas para a inflação para a política monetária, em que a taxa de juros tem papel preponderante como variável operacional. Um simples decreto, em junho de 1999, estabeleceu como diretriz para fixação do regime de política monetária a sistemática de metas para a inflação, sobrepondo-se, na prática, à lei vigente que criou a programação monetária e obriga o Banco Central a prestar contas ao Congresso Nacional trimestralmente.

Contudo, uma lição elementar ainda não foi explicitada: pode-se fixar o preço desejado (a taxa de juros) ou a quantidade desejada (o agregado monetário), mas nunca ambos ao mesmo tempo. Assim,

---

<sup>11</sup> Esse fenômeno da política monetária brasileira vem sendo apontado há alguns anos por diversos economistas. Para uma análise mais precisa do assunto, podem ser examinados, por exemplo, os trabalhos de Pastore (1996) e Pastore & Pinotti (1999).

como a taxa de juros hoje é a variável operacional da política monetária, constituindo-se no instrumento que dá início à propagação da atuação do Banco Central na economia, a existência da programação monetária pode ser considerada uma inocuidade da política econômica.

Em outras palavras, embora ainda seja uma exigência legal, a programação monetária deixou de ser mecanismo de controle e participação do Congresso Nacional na política econômica. O relatório de inflação, publicado trimestralmente, sobrepõe-se amplamente como documento de prestação de contas da política monetária e deveria ser encaminhado formalmente às Casas do Poder Legislativo, em substituição a uma programação que não tem mais razão para existir. Nesse sentido, o próprio Poder Executivo já deveria ter encaminhado projeto de lei propondo a mudança, sacramentando a necessária transparência da nova estratégia junto à opinião pública.

Portanto, no âmbito da política monetária no Brasil, em que pesem todas as modificações institucionais iniciadas na década de 80, e que vêm sendo aprimoradas nos últimos anos, muitas questões vêm-se prolongando e ainda estão longe de estar solucionadas adequadamente. Certos problemas decorrem das incertezas que ainda persistem na economia brasileira e do próprio “enferrujamento” dos canais de transmissão da política monetária. Outros empecilhos originam-se em características institucionais do sistema financeiro nacional e estão em fase de correção – principalmente aquelas relacionadas à segurança dos clientes (referentes ao seguro-depósito), à adequação do sistema às normas estabelecidas no Acordo de Basileia, quanto ao risco e à capitalização dos bancos, e ao aprimoramento do sistema de pagamentos brasileiro – acenando com uma potencial redução dos encargos tradicionalmente assumidos pelo Banco Central.

Há indicações de que as grandes questões sobre o papel do Banco Central passam pela necessidade de a política monetária ser compatível com outros instrumentos da política econômica à disposição do governo. Isso significa que as intrincadas conexões entre as políticas monetária, fiscal e cambial dificultam a utilização isolada de qualquer forma de atuação governamental. Em conseqüência, discussões sobre a independência do Banco Central, por exemplo, deveriam ter como condicionantes essas características.

## MONETARY POLICY IN BRAZIL AFTER THE REAL PLAN

**Abstract:** *the purpose of this paper is to describe some characteristics of monetary policy in Brazil since the second half of 1994, when the Real Plan was implemented, and to stress the most institutional components in this evolution: the introduction of monetary program and the strengthening of reserve requirements in 1994, the transformation of the liquidity financial assistance in an authentic discount window, and the beginning of the Monetary Policy Committee (COPOM) in 1996, and the strategic change in 1999, with the adoption of the inflation targeting regime. The analysis also uses data of the contingent factors of monetary expansion in the period, showing the character of classic instruments of monetary policy, and introducing other factors non directly quantified.*

**Key words:** *Central Bank; monetary policy; reserve requirements; open market; discount window.*

**EL Classification:** E52

### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central do Brasil (diversos números) – *Boletim*. Brasília, DF: Banco Central do Brasil.
- Banco Central do Brasil (diversos números) – *Relatório de Inflação*. Brasília, DF: Banco Central do Brasil.
- Banco Central do Brasil (diversos números) – *Relatório*. Brasília, DF: Banco Central do Brasil.
- FRANCO, G. H. B. (1995) – *O Plano Real e Outros Ensaio*. Rio de Janeiro: Francisco Alves.
- PASTORE, A. C. (1996) – “Por que a Política Monetária Perde Eficácia?”. *Revista Brasileira de Economia*, vol. 50, n. 3, jul-set, pp. 281-311.
- PASTORE, A. C. & Pinotti, M. C. (1999) – *The Channels of Monetary Transmission in Brazil*. Rio de Janeiro, mimeo.
- SIMONSEN, M. H. (1995) – *30 Anos de Indexação*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas.