

O Plano Real e a adoção da política de metas de inflação no Brasil: uma análise baseada no Novo Consenso Macroeconômico

Ana Carolina da Cruz Lima¹
Ricardo Agostini Martini²

Resumo

Um novo modelo de política econômica passou a ser adotado no Brasil no período pós-1990, cujo principal objetivo é o estabelecimento e a manutenção de taxas de inflação baixas e estáveis. Estas recomendações em relação à formulação das políticas macroeconômicas de curto prazo e as relações teóricas entre as principais variáveis econômicas são sintetizadas pelo Novo Consenso Macroeconômico. O objetivo deste artigo é analisar as condições que levaram à adoção do regime de metas de inflação no Brasil. Os resultados das políticas adotadas entre 1994 e 2010 têm sua análise influenciada pela incidência de choques externos adversos entre 1997 e 2003. No período 2004-2010, a economia brasileira entrou em uma trajetória contínua de crescimento, ainda que não muito significativa, e a inflação se estabilizou em um patamar de cerca de 5% ao ano, tendência interrompida apenas pela crise internacional de 2008. A análise demonstra que o Brasil, por ser um tradicional exportador de bens primários, de baixa elasticidade-renda e elasticidade-preço da demanda externa, é extremamente suscetível a choques adversos externos, o que pode restringir o seu crescimento econômico, fato que tem sido verificado nos anos mais recentes.

Palavras-chave: plano Real, Novo Consenso Macroeconômico, desenvolvimento econômico.

Abstract

A new model of economic policy was adopted in Brazil in the 1990's, whose main objective is the establishment of low and stable inflation rates. The recommendations about the formulation of macroeconomic policies in the short term and the theoretical relationship between the main economic variables are summarized by the New Consensus Macroeconomic. The aim of this paper is to analyze the conditions that led to the adoption of inflation targets in Brazil. The results of the policies adopted between 1994 and 2010 have their analysis influenced by the incidence of external shocks between 1997 and 2003. In the period 2004-2010, the Brazilian economy had a continuous growth trajectory, though not very significant, and inflation has stabilized at a level of about 5% per year, a trend interrupted only by the international crisis of 2008. The analysis shows that Brazil, being a traditional exporter of primary goods, low income elasticity goods and low price elasticity goods, is extremely susceptible to external adverse shocks, which may restrict its economic growth, a fact that has been seen in recent years.

Keywords: Brazil's plano Real, New Consensus Macroeconomics, economic development.

1. Introdução

Um novo modelo de política econômica passou a ser adotado por diversos países no período pós-1990, cujo principal objetivo é o estabelecimento e a

¹ Professora adjunta dos programas de graduação e pós-graduação em Economia da UERJ. Email: ana.lima@uerj.br.

² Economista do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Email: ricardo.martini@bndes.gov.br.

Recebido em março de 2016 e aceito em novembro de 2016.

manutenção de taxas de inflação baixas e estáveis. Ao contrário do que era observado até meados da década de 1970, quando as recomendações de política econômica incluíam os mais variados instrumentos, defende-se, mais recentemente, a utilização quase que exclusiva das taxas de juros para estabilizar a economia. Estas recomendações em relação à formulação das políticas macroeconômicas de curto prazo e as relações teóricas entre as principais variáveis econômicas são sintetizadas pelo Novo Consenso Macroeconômico.

O Brasil não foi exceção a esta regra, o que estimulou, nos últimos anos, amplo debate sobre a política econômica nacional, principalmente no que diz respeito a sua política monetária. O governo brasileiro tem seguido, desde o início dos anos 1990, as recomendações dos organismos internacionais (Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial, por exemplo) e sua principal preocupação de política econômica tem sido a manutenção da estabilização de preços alcançada pelo Plano Real, implementado em julho de 1994. Para permitir o sucesso do plano, foram realizadas reformas na estrutura econômica do país, ao mesmo tempo em que foi adotada uma política monetária baseada em elevadas taxas de juros, com a introdução do regime de metas inflação em 1999, e uma política fiscal restritiva, o que provocou a perda de dinamismo da economia, bem como o agravamento das questões sociais e distributivas.

O objetivo deste artigo é analisar as condições que levaram à adoção do regime de metas de inflação no Brasil, considerando os aspectos teóricos do Novo Consenso Macroeconômico, e o desempenho dos principais agregados nacionais no período 1995-2010. Em seguida são feitas as considerações finais.

2. O Novo Consenso Macroeconômico: aspectos teóricos e implicações para a formulação de políticas

Nas últimas três décadas, a política monetária adotada pela maioria dos países utiliza como instrumento a taxa de juros, e não os tradicionais controles sobre os agregados monetários e sobre o crédito, com o objetivo de se manter taxas de inflação baixas e estáveis. Esse modelo de política parte de um *approach* teórico que considera a existência de um *trade-off*, no curto prazo, entre aceleração inflacionária e desvio da renda agregada em relação a sua tendência. Esse *trade-off* é representado por uma curva de Phillips na qual a inflação presente é função da distância da renda atual de sua trajetória de longo prazo e da inflação esperada pelos agentes.³ Também se supõe a validade da dicotomia clássica do sistema

³ A formulação da curva de Phillips compatível com o arcabouço teórico do Novo Consenso Macroeconômico foi realizada por Roberts (1995). Em síntese, trata-se de uma adaptação da curva de Phillips aceleracionista proposta por Milton Friedman e Edmund Phelps, na década de 1960. Mais detalhes são descritos em Phelps (1967) e Friedman (1968).

econômico, dividido em um curto prazo, em que a política monetária, assim como os demais componentes da demanda agregada, afeta o nível do produto, e um longo prazo caracterizado por um equilíbrio definido pelos componentes da oferta agregada, de modo que, nesse caso, não há *trade-off* entre o nível de produto e o nível de inflação.

Esse *approach* teórico, definido como modelo novo-keynesiano, configura-se no atual consenso macroeconômico, tanto no que diz respeito à compreensão das relações teóricas entre as principais variáveis macroeconômicas, como também no que diz respeito à formulação de políticas econômicas corretivas, de curto prazo. De acordo com Arestis e Sawyer (2002a), esse modelo apresenta, como características fundamentais, a hipótese de uma taxa de desemprego de equilíbrio (NAIRU)⁴ determinada pela oferta, a neutralidade da política fiscal, a preocupação com a credibilidade da política monetária para seu melhor efeito, de acordo com a hipótese das expectativas racionais, e a relevância das falhas de mercado, tais como a presença de externalidades, bens públicos e monopólios, que justificam a presença do governo na economia. Em termos mais detalhados, Arestis e Sawyer (2002b) destacam dez elementos característicos dessa teoria.

Em primeiro lugar, a economia de mercado é vista como estável no longo prazo, de modo que a política fiscal discricionária pode se tornar ela mesma um elemento desestabilizador e por isso não é recomendada. Além disso, esse tipo de política é dificultado pelo processo burocrático e institucional, tornando-se rígido e vulnerável a capturas por parte de interesses particulares. Em segundo lugar, a política monetária, ao contrário da política fiscal, é considerada um instrumento ágil e flexível o suficiente para a administração de choques econômicos. Assim, é considerada um instrumento útil para a manutenção de índices baixos e estáveis de inflação, vistos como uma condição necessária para o crescimento econômico sustentado.

Terceiro, o nível de atividade econômica flutua ao redor de um nível de equilíbrio definido em termos de oferta agregada, o qual se reflete em um patamar estrutural de desemprego, isto é, a NAIRU. Nesse caso, os desvios da taxa de desemprego em relação a esse patamar são acompanhados por acelerações do nível de preços, de modo que, se a taxa de desemprego observada for inferior à NAIRU, haverá um crescimento da taxa de inflação e vice-versa. Contudo, essa dinâmica ocorre apenas no curto prazo, isto é, no longo prazo não há nenhum *trade-off* entre inflação e desemprego e a economia opera em um ritmo compatível com a NAIRU.

⁴ Isto é, uma taxa de desemprego que não acelera a inflação (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*).

Quarto, no longo prazo, o nível de atividade econômica é determinado pela oferta agregada, compatível com uma taxa de desemprego de equilíbrio (NAIRU). Ou seja, há a validade da lei de Say, segundo a qual a identidade entre oferta e demanda nos mercados se forma na medida em que a demanda de um bem é determinada pela oferta de outros bens, de forma que a oferta agregada será sempre igual à demanda agregada.⁵ Assim, a política fiscal é passiva por dois mecanismos: (i) pelo efeito de *crowding out* sobre os gastos privados, já que os gastos públicos precisam ser financiados pelo governo, por meio de tributos, imposto inflacionário ou endividamento; e (ii) devido à hipótese de que o próprio orçamento do governo varia de acordo com o ciclo econômico. Por outro lado, os choques econômicos estocásticos podem ser acomodados por movimentos na taxa de juros, de modo a não provocar explosão inflacionária.

Quinto, há falhas de mercado. Assim, é papel do governo intervir no sistema econômico para corrigir externalidades via políticas apropriadas de taxação, regulação e implantação de subsídios, prover bens públicos, tanto produzindo por si mesmo como comprando de produtores privados, e estabelecer políticas de concorrência, de modo a reduzir o poder dos monopólios.

Sexto, o crescimento econômico de longo prazo decorre de fatores ligados à oferta agregada. Nesse sentido, o crescimento é determinado principalmente pelas decisões individuais de investimento e pelo capital humano, que influencia a produtividade do trabalho e é acumulado sobretudo por investimentos em educação.

Sétimo, o governo pode adotar políticas com o objetivo de reduzir as desigualdades entre os agentes. Por exemplo, pela implantação de um sistema tributário progressivo e um sistema de seguridade social redistributivo, no que diz respeito à desigualdade de resultados, e por investimentos em educação, treinamento e empregabilidade, em relação à desigualdade de oportunidades.

Oitavo, a globalização, manifestada pela crescente mobilidade internacional de capitais industriais e financeiros, gerou a impossibilidade de países manterem políticas industriais e fiscais autônomas. Por outro lado, os governos podem incentivar investimentos diretos estrangeiros via incentivos tributários, subsídios e criação de uma força de trabalho qualificada e de maior produtividade.

Nono, a política monetária exercida pelo Banco Central tem maior efeito sobre a inflação quanto maior for a sua credibilidade. Isto é, a política deve ser crível aos

⁵ Segundo Say (1980, Vol.I, p.139), "É bom observar que um produto acabado oferece, a partir deste instante, um mercado para outros produtos equivalente a todo o montante de seu valor. Com efeito, quando o último produtor acabou um produto, seu maior desejo é vendê-lo para que o valor desse produto não fique ocioso em suas mãos. Por outro lado, porém, ele tem igual pressa em desfazer-se do dinheiro que sua venda lhe propicia, para que o valor do dinheiro tampouco fique ocioso. Ora, não é possível desfazer-se do dinheiro, senão comprando um produto qualquer. Vê-se, portanto, que só o fato da criação de um produto abre, a partir desse mesmo instante, um mercado para outros produtos".

olhos dos agentes para ser efetiva, uma vez que a inflação presente depende diretamente das expectativas desses agentes. A busca de credibilidade é um argumento utilizado em defesa da implantação da independência dos bancos centrais em relação aos governos nacionais. Por outro lado, conforme ressalta Spahn (2001), a credibilidade do Banco Central está relacionada a sua capacidade de produzir resultados macroeconômicos favoráveis mesmo na incidência de choques aleatórios sobre o sistema econômico e não especificamente em seguir uma regra de política monetária estável e rígida, tal como era defendido pelos economistas novo-clássicos, anteriores ao novo consenso. Segundo o autor (2001, p. 12),

The reputation of a central bank then depends on its proven capability of attaining good macroeconomic results, irrespective of how they have been reached. Its credibility can hardly be tied to the question whether it strictly clings to a once established rule because there is no optimal rule for all contingencies; unpredictable events may turn up, structural change may modify the working of the macro system, and new scientific findings are spread. Otherwise new rules had to be installed time and again – and rules which control the replacement of rules.

Por fim, o instrumento de política monetária é a definição de metas de inflação pelas autoridades responsáveis. Tal política é vista como superior à definição de metas sobre a oferta de meios de pagamentos, por exemplo, uma vez que combina mecanismos de regras e de discricão política, já que as metas são publicamente divulgadas e, de um modo geral, costuma haver um compromisso explícito do Banco Central com o controle inflacionário no longo prazo. Tais mecanismos permitiriam uma melhor comunicação entre o público e os formuladores da política, permitindo, ao mesmo tempo, maior transparência, disciplina e flexibilidade para o Banco Central. Isso se traduz em melhor efetividade da política monetária no modelo, uma vez que se admite a validade do mecanismo de Barro-Gordon (BARRO E GORDON, 1983). Segundo essa hipótese, o funcionamento do sistema econômico é conhecido pelos agentes, isto é, pode haver informação imperfeita sobre o futuro, mas os agentes conhecem a lógica do funcionamento da macroeconomia. Assim, quanto mais transparente for a política, maior a capacidade de minimização das perdas de bem-estar dos agentes devido à administração do risco, decorrente de informação imperfeita a respeito do comportamento futuro das variáveis macroeconômicas, influenciáveis pela política. Segundo Spahn (2001, p. 11),

The ideal of a perfect communication between policies and markets could be seen in a state where central-bank decisions are made totally in line with private expectations. In this case interest-rate changes would not come as a surprise; they were already incorporated in market prices as private agents and policy makers employ the same theory to "read" the news on the markets and assess them in the same way. By making use of the generally known reaction function the next step of the central bank could easily be calculated and predicted. Volatility of prices on capital markets and the foreign exchange would shrink, the stability of the macroeconomy could be expected to be enhanced as

private-sector decisions on goods demand would be oriented to interest-rate policies in a forward-looking way.

Matematicamente, o modelo do novo consenso macroeconômico é apresentado por seis equações estruturais:

$$Y^g_t = a_0 + a_1 Y^g_{t-1} + a_2 E_t(Y^g_{t+1}) + a_3 [R_t - E_t(p_{t+1})] + a_4 rer_t + s_1 \quad (1)$$

$$p_t = b_1 Y^g_t + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t(p_{t+1}) + b_4 [E_t(p_{wt+1}) - E_t \Delta er_t] + s_2 \quad (2)$$

$$R_t = (1 - c_3)[RR^* + E_t(p_{t+1}) + c_1 Y^g_{t-1} + c_2 (p_{t-1} - p^T) + c_3 R_{t-1}] + s_3 \quad (3)$$

$$rer_t = d_0 + d_1 [[R_t - E_t(p_{t+1})] - [R_{wt} - E(p_{wt+1})]] + d_2 CA_t + d_3 E_t(rer_{t+1}) + s_4 \quad (4)$$

$$CA_t = e_0 + e_1 rer_t + e_2 Y^g_t + e_3 Y^g_{wt} + s_5 \quad (5)$$

$$er_t = rer_t + P_{wt} - P_t \quad (6)$$

Nesse modelo, a_0 , d_0 e e_0 são constantes, e $b_2 + b_3 + b_4 = 1$. Y^g representa o desvio (*gap*) do produto doméstico em relação a sua trajetória de longo prazo, ao passo que Y^g_w representa o *gap* do produto estrangeiro. Do mesmo modo, R representa a taxa nominal doméstica de juros, R_w representa a taxa nominal internacional de juros, p representa a taxa de inflação doméstica e p_w , a taxa de inflação internacional. Ainda, RR^* equivale à taxa de juros doméstica de equilíbrio, condizente com um *gap* nulo do produto, rer é a taxa de câmbio real, er é a taxa de câmbio nominal, P e P_w representam os logaritmos dos níveis de preços doméstico e estrangeiro, e CA equivale à conta corrente da balança de pagamentos. Por fim, s_i representa os choques estocásticos no sistema, e E_t , as expectativas dos agentes no tempo t .

A equação (1) representa a demanda agregada, definida pelo ponto de igualdade entre o produto agregado e a sua demanda. O *gap* do produto é uma função do *gap* no período anterior, do seu comportamento esperado no período futuro, dos juros reais e do câmbio real, que capta os efeitos da demanda por exportações e importações.

A equação (2) representa a Curva de Phillips adaptada de sua versão aceleracionista. Segundo a teoria, essa curva exibe um *trade-off* temporário entre desvios do produto e acelerações inflacionárias. No caso, a inflação presente é uma função do *gap* do produto, da inflação passada, das expectativas de inflação futura e das expectativas futuras sobre o câmbio nominal e da inflação estrangeira.

A equação (3) representa a regra de política monetária, instrumentalizada pelas metas de inflação, isto é, um meio-termo entre uma política discricionária e uma política de regras. De acordo com a regra, os juros são fixados pelo Banco Central, em função das expectativas de inflação por parte dos agentes, do *gap* do produto, do desvio da inflação observada em relação à meta, da taxa de juros de equilíbrio do mercado de capitais (que iguala a poupança agregada ao investimento agregada, e é compatível com um *gap* do produto igual a zero). Além disso, como os bancos centrais têm a preferência por adotar políticas gradualistas em detrimento a políticas de choque, a política monetária presente depende da sua trajetória no passado.

A equação (4) representa o mercado cambial. A taxa de câmbio real é função dos diferenciais de juros reais entre a economia doméstica e a estrangeira, do saldo em conta corrente e das expectativas sobre o câmbio nominal, as quais levam em conta fatores como o prêmio de risco dos ativos domésticos, o déficit público doméstico e o grau de credibilidade da política monetária.

A equação (5) estabelece que o saldo em conta corrente é função da taxa de câmbio real e dos *gaps* de produto doméstico e estrangeiro.

A equação (6) estabelece que a taxa de câmbio nominal é uma função da taxa de câmbio real e dos diferenciais de inflação doméstica e estrangeira.

Em resumo, o modelo apresenta seis equações estruturais e seis variáveis endógenas para serem determinadas: o produto doméstico, a inflação doméstica corrente, a taxa de juros nominal, a taxa real de câmbio, o saldo em conta corrente na balança de pagamentos e a taxa nominal de câmbio.

A regra de política monetária definida pela equação (3) pode ser interpretada por duas abordagens distintas. Em primeiro lugar, pela chamada Regra de Taylor (TAYLOR, 1993), em que a equação estrutural é vista como uma generalização das operações de um Banco Central, servindo como um instrumento útil para a previsão, interpretação e simulação de políticas monetárias. Em segundo lugar, pela minimização de uma função-perda decorrente do *trade-off* temporário entre inflação e desvio do produto em relação a sua trajetória de longo prazo. Nesse caso, a regra de política monetária deriva de uma operação de otimização de uma função de bem-estar social que inclui os desvios quadrados da inflação observada em relação à meta e ao *gap* do produto corrente, sujeita a restrições, como a curva de Phillips. As perdas de bem-estar em cada período devido à política monetária são calculadas

por uma média ponderada dos desvios da inflação e do produto em relação a suas trajetórias previstas.

O *gap* do produto equivale à diferença entre o nível de produto agregado real observado e o seu nível considerado “natural”, de acordo com sua trajetória no longo prazo, determinada pelo lado da oferta agregada, pelo equilíbrio nos mercados dos fatores de produção. Esse nível natural de produto também pode ser interpretado como a taxa de crescimento econômico compatível com uma taxa constante de inflação, e que, na hipótese de que as empresas da economia operam em regime de perfeita concorrência, seria igual ao nível de produto compatível com o pleno-emprego. Segundo Arestis (2008, pg. 7),

Under perfect competition in full equilibrium, firms operate at full capacity; the latter is where average costs are minimised with marginal cost equal to average cost. The level and structure of output has certain optimal features, notably, here, production at lowest unit cost. Perfect competition equilibrium involves firms operating at full capacity and full employment so that the existing productive capacity can support the full employment of the available work force. If trend output corresponds to a perfectly competitive full equilibrium, then it could be argued that deviations (positive or negative) from trend output would entail some losses in that unit costs of production will be higher. But not in other situations. For example, under monopolistic competition (...), firms in equilibrium would operate with excess capacity with declining average costs. The unit cost minimising level of output would be greater than the equilibrium level of output. It is then not self-evident that the optimum level of output can be identified with the equilibrium one. It should be noted at this stage that even New Keynesians generally think in terms of imperfectly competitive markets, where imperfect competition may be due to informational problems in particular.

Arestis *et al.* (2006) ressaltam que o nível de pleno-emprego compatível com a trajetória de longo prazo do produto decorrente da operação das firmas da economia em perfeita competição vale apenas para um dado estoque de capital na economia. Assim, se houver um período prolongado de restrição de crédito, ou de política monetária restritiva, de juros elevados, pode haver uma redução nos investimentos, com desaceleração do processo de acumulação de capital, levando a uma elevação da taxa de desemprego compatível com não-aceleração inflacionária.

A taxa natural de juros (RR^*) é entendida como uma taxa de juros compatível com a inflação presente estar no mesmo patamar de sua meta e com um *gap* nulo do produto. Em termos mais teóricos, ela pode ser compreendida como uma taxa *wickselliana* de juros, que iguala os níveis agregados de poupança e de investimentos em um patamar de pleno-emprego dos fatores de produção. Matematicamente, dada a equação (1), se Y_g é igual a zero, tem-se:

$$0 = a_0 + a_3[R - E(p)] + a_4rer$$

$$a_3[R - E(p)] = -a_0 - a_4rer$$

$$[R - E(p)] = -(a_0 + a_4rer) / a_3, a_0 > 0, a_3 < 0, a_4 < 0$$

(7)

Arestis (2008) destaca que tal concepção de taxa natural de juros está fundamentada em três suposições básicas. Em primeiro lugar, a política monetária não afeta as decisões de gastos autônomos de consumo e de investimento dos agentes, isto é, a_0 é constante. Em segundo lugar, a demanda agregada real é totalmente estável, de modo que a propensão a investir por parte dos agentes e a política fiscal não se alteram. Terceiro, a taxa de câmbio tem um nível de equilíbrio derivado dos fundamentos da economia real. Por outro lado, sua definição empírica é problemática para as autoridades monetárias e para os economistas em geral, já que é comum que sua estimação econométrica leve ao cálculo de uma taxa próxima de zero ou mesma negativa. Isso pode acontecer devido à influência da conta corrente do balanço de pagamentos, já que a taxa internacional de juros pode afetar a taxa doméstica independentemente dos níveis internos de poupança e de investimento. Também, pode ocorrer devido à natureza dinâmica dessa taxa vista como “natural” de juros, que pode variar de maneira autônoma ao longo do tempo. Por fim, sabe-se que as elasticidades da poupança e do investimento em relação aos juros oscilam, dependendo do ânimo e do grau de incerteza por parte dos agentes nas suas tomadas de decisões, principalmente de investimento.

A Curva de Phillips, caracterizada pela existência de um *trade-off* temporário entre variações da inflação e do *gap* do produto, conforme já referido, decorre da existência de rigidez nominal na economia, provocada por falhas de mercado, tais como custos de menu, histerese do mercado de trabalho, contratos sobrepostos, salários-eficiência, etc. Assim, as políticas de juros adotadas para o controle inflacionário afetam a taxa real de juros, o que influencia os gastos dos agentes, afetando o *gap* do produto agregado, assim como as suas expectativas de inflação e de câmbio, que influenciam a inflação nos períodos presente e futuro. Por esses mecanismos, quando o Banco Central resolve elevar os juros para conter a inflação, acaba provocando recessão ou desaceleração da atividade econômica.

Por outro lado, como as expectativas importam para a eficiência das políticas monetárias adotadas, infere-se que a política deve ter credibilidade por parte dos agentes econômicos para conseguir afetar a inflação. Isso pode ser utilizado como um argumento em defesa de um Banco Central independente, já que políticos têm o incentivo de pensar em um curto prazo para a tomada de decisões – de acordo com seus próprios ciclos políticos e eleitorais – e tendem a adotar políticas expansionistas, acarretando no custo de criar taxas de inflação mais elevadas no longo prazo. Por outro lado, se as autoridades monetárias fossem operadas por técnicos, não haveria esse incentivo, de tal forma que os esforços poderiam se concentrar na minimização

da inflação no longo prazo, o que contribuiria para o bem-estar social, na concepção do novo consenso macroeconômico.

Matematicamente, a importância das expectativas de inflação sobre a inflação corrente pode também ser representada pela seguinte equação:

$$\pi_t = \lambda mc_t + \beta E_t \{ \pi_{t+1} \}$$

(8)

Nessa equação, mc equivale ao custo marginal de produção característico das empresas da economia, que hipoteticamente produzem bens diferenciados e se deparam com elasticidades-preço constantes pela demanda de seu bem. Isto é, as firmas decidem seus preços com base em uma ponderação entre as suas expectativas de elevação de preços totais dos mercados (equivalente à inflação esperada para o próximo período), e os seus custos internos de produção. Como se supõe que existam contratos sobrepostos, a cada período só uma porcentagem de firmas altera o seu preço e suas decisões afetarão as decisões das outras firmas no próximo período.

Os canais de transmissão da política monetária são referidos por Arestis & Sawyer (2002b). Para os autores, as decisões de juros pelo Banco Central afetam a economia real por quatro diferentes tipos de mecanismos. Em primeiro lugar, pelo crédito, em que as imperfeições dos mercados financeiros, tais como a seleção adversa e o risco moral, levam a política monetária a alterar as posições financeiras de devedores e credores, afetando assim a demanda agregada. Em segundo lugar, pelo efeito dos juros no mercado de capitais, ao afetar a composição da demanda por títulos e ativos financeiros, que determinam os mecanismos de financiamento das empresas. Terceiro, pelo efeito-renda, segundo o qual as alterações de juros afetam a riqueza, isto é, a renda permanente, dos consumidores, e influenciam suas decisões de gastos. Por fim, pelo efeito sobre a taxa de câmbio, isto é, sobre o preço dos bens exportados e importados, que determinam sua demanda.

No que diz respeito à curva IS, definida pela equação (1), que estabelece uma relação negativa entre o *gap* do produto e a taxa de juros real, supõe-se que as decisões de consumo, poupança e investimento por parte dos agentes dependem da otimização de uma função de utilidade ao longo de toda a vida, sujeita a restrições orçamentárias. Além disso, por hipótese, os agentes têm perfeita capacidade de previsão e conhecem os valores presentes e possíveis níveis futuros para os rendimentos dos seus fatores de produção, isto é, salários e lucros.

Essa noção de interpretar a demanda agregada real no mercado de bens como proveniente de decisões intertemporais de gastos parte de três hipóteses

adicionais: (i) ao longo de toda a vida, o consumo de um indivíduo iguala a sua renda, dados os redescontos recebidos; (ii) a renda individual decorre da produtividade dos fatores de produção (capital e trabalho), isto é, das condições de oferta, já que está implícita a hipótese de pleno-emprego; e (iii) as decisões de consumo são realizadas em nível familiar com perfeita capacidade de previsão. Segundo a literatura analisada, como Arestis & Sawyer (2002a e 2002b), essas hipóteses são pouco realistas e possuem implicações muito fortes. Por exemplo, o mercado de capitais deve ser perfeito, capaz de criar uma taxa de juros que equilibra os níveis de poupança e de investimentos no agregado, e as características dos bancos não influenciam o comportamento do mercado de crédito. Além disso, os investimentos individuais devem ajustar a acumulação de capital para uma trajetória de crescimento do produto pré-estabelecida. Por fim, o efeito da política fiscal, nesse caso, é nulo. Isso ocorre tanto pelo efeito de *crowding-out* (ou Equivalência Ricardiana), em que o crescimento dos gastos do governo reduz os gastos privados com consumo e investimento, já que os agentes privados são restringidos orçamentariamente pelos tributos em nível intertemporal, incluindo o imposto inflacionário.

O novo consenso macroeconômico apresenta uma dicotomia clássica na economia, isto é, a sua separação entre um lado real determinado pelo equilíbrio do lado da oferta, podendo ser estimulado por políticas específicas, e identificado como a trajetória econômica no longo prazo, e um lado monetário vigente no curto prazo, determinado pela demanda agregada e sofrendo efeitos da política monetária. Todavia, nesse esquema teórico o investimento relaciona os dois lados da economia, uma vez que é influenciado pela taxa de juros, que é utilizada como instrumento de política monetária, e determina o crescimento da capacidade produtiva, isto é, o nível de produto de longo prazo. Para que tal mecanismo não prejudique a hipótese de equilíbrio com pleno-emprego, ou pelo menos com uma taxa de desemprego compatível com não-aceleração inflacionária (a NAIRU), supõe-se adicionalmente que a política monetária pode afastar momentaneamente a taxa de juros de seu valor de equilíbrio de longo prazo por um efeito sobre a poupança agregada, de acordo com as escolhas intertemporais dos agentes privados.

Spahn (2001) destaca uma série de fatores que podem complicar a elaboração e a previsão dos efeitos de políticas monetárias instrumentalizadas por alterações na taxa de juros. Para o autor, existem três tipos de incerteza na economia que podem atrapalhar a estabilização econômica via uma manipulação dos juros. Primeiro, a ausência de dados empíricos para se estimar todos os modelos propostos. Segundo, o desconhecimento de todo o funcionamento real da macroeconomia, não só no que diz respeito à incapacidade de previsão de choques estocásticos,

como também à instabilidade (e até mesmo ao desconhecimento) das relações entre variáveis, a dinâmica do comportamento dos indivíduos e a mudança estrutural e institucional do funcionamento dos mercados. Terceiro, o fato de que as respostas das alterações na política monetária exercida pelo Banco Central não podem ser previstas com total certeza.

Além disso, importa a autocorrelação serial da trajetória da política, no sentido de que os desvios da inflação em torno de sua meta tendem a estar correlacionados. Isto é, as respostas em termos de juros aos choques econômicos recebidos têm formado ondular. Assim, como o ajuste ótimo da política monetária é atingido após uma série de tentativas, isso pode causar distúrbios de bem-estar.

Por fim, cabe destacar que o Banco Central pode influenciar, pelo seu poder de política monetária, apenas a taxa de juros de curto prazo, formada no mercado monetário. No entanto, a demanda agregada no mercado de bens depende da taxa de juros do mercado de capitais, isto é, da taxa de longo prazo. Mesmo que ambas as taxas sejam correlacionadas, já que os juros de longo prazo dependem das expectativas futuras em relação ao comportamento dos juros de curto prazo, o controle do Banco Central sobre as taxas do mercado de capitais nunca é sistemático e perfeito. Por exemplo, na ocorrência de um choque econômico, se o Banco Central agir abruptamente para acomodá-lo com elevações nos juros, pode provocar uma incerteza em relação à política futura, afetando as expectativas sobre a taxa de juros de curto prazo no período seguinte. Como isso afeta a taxa de longo prazo, altera negativamente as expectativas de lucro e a propensão a investir por parte dos agentes, fazendo com que a política perca o controle sobre a economia real. Por outro lado, se o Banco Central seguir uma política gradualista e moderada, pode contornar o seu impacto sobre as expectativas dos agentes, mas, nesse caso, mantém os efeitos negativos do choque sobre o bem-estar por mais tempo. Segundo Spahn (2001, p. 17),

The conclusion is simply that interest-rate policies cannot exert a perfect and reliable control of goods and labour markets. The "optimal" central-bank rate at times might be unknown; the current state of information at most indicates the direction of interest-rate changes which should be executed with care. Moreover, multipliers in the transmission process cannot be assumed to be constant. The relationship between the application of policy instruments and the economy's response is not linear. Macroeconomic activities is characterized by strong auto-regressive forces, i.e. positive feedback mechanisms between macro variables (e.g. profit expectations, investment and realized profits). The change of output therefore depends on its own dynamic in the past.

3. Estabilização monetária brasileira pós-1990: a elaboração e a implementação do plano Real

No Brasil, o processo inflacionário evoluiu juntamente com o desenvolvimento econômico no período pós-II Guerra.⁶ Os modelos adotados para estimular o crescimento geraram uma série de desequilíbrios (fiscal, comercial e monetário), que contribuíram para a perpetuação e intensificação do aumento generalizado do nível de preços, de tal forma que na década de 1980 os elevados níveis inflacionários tornaram-se um dos maiores obstáculos para a continuidade do processo de desenvolvimento nacional (GIAMBIAGI *et al.*, 2011). Assim, a principal meta da política econômica passou a ser o combate à inflação.

Segundo Resende (1985), Abreu (1989) e Carneiro (2002), a inflação brasileira não estava relacionada com o nível de atividade econômica, pois em qualquer ambiente os agentes conseguiam repassar para seus preços os choques que afetavam suas rendas, levando à perpetuação do processo inflacionário. O diagnóstico era que a inflação existente na economia brasileira tinha caráter inercial⁷ e sua dinâmica era intensificada pelos mecanismos de correção monetária instituídos na década de 1960 pelo Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG). Nessa perspectiva, surgiram propostas alternativas para promover a desindexação da economia (GREMAUD *et al.*, 2002), dentre as quais destacam-se: (i) o choque heterodoxo, elaborado pelo economista Francisco Lopes, e (ii) a reforma monetária, elaborada pelos economistas André Lara Resende e Pêrsio Arida (proposta LARIDA). Ambas as propostas visavam obter a estabilização sem adotar políticas de contenção de demanda, mantendo, inclusive, a neutralidade do ponto de vista distributivo. A proposta LARIDA visava desindexar a economia por intermédio de uma moeda indexada a uma moeda externa estável, como o dólar, que circularia paralelamente à moeda oficial, o que exigiria um volume de divisas significativo para evitar oscilações cambiais. O choque heterodoxo, por sua vez, defendia a utilização de um mecanismo compulsório – o congelamento de preços – para obter a estabilização.⁸ O contexto externo restrito (escassez de recursos para países emergentes e com problemas na balança de pagamentos) e as alterações no cenário político interno (redemocratização) favoreceram a adoção de planos de estabilização monetária baseados no choque heterodoxo e, desta forma, o congelamento de preços tornou-se o principal elemento dos planos de estabilização que seriam adotados no decorrer da década de 1980 (Cruzado, Bresser e Verão). O período 1985-89 foi marcado por

⁶ Detalhes em Gremaud *et al.* (2002) e Giambiagi *et al.* (2011).

⁷ Logo, as medidas de controle de demanda sugeridas por organismos internacionais, como o Fundo Monetário Nacional (FMI), eram insuficientes para promover a estabilização monetária no Brasil.

⁸ Tal proposta negligenciava as distorções alocativas do congelamento de preços sobre o principal mecanismo de autorregulação da economia.

grandes oscilações nas taxas de inflação e no produto real, acompanhadas por sucessos e fracassos dos planos econômicos.

O primeiro plano de estabilização monetária – o plano Cruzado – foi implementado em 28 de fevereiro de 1986 e possuía quatro estratégias principais para combater a inflação: (i) introdução de novo padrão monetário (Cruzado em substituição ao Cruzeiro na paridade Cz\$ 1,00 = Cr\$ 1.000,00) e congelamento dos preços por 03 meses (valor vigente no dia anterior),⁹ inclusive a fixação da taxa de câmbio; (ii) desindexação da economia via extinção das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs) e sua substituição por Obrigações do Tesouro Nacional (OTNs), cujos valores ficariam fixos por um ano, assim como a proibição da indexação de contratos com prazos inferiores a doze meses, a utilização de uma *tablita* de conversão entre o Cruzeiro e o Cruzado para a efetivação de obrigações financeiras (com desvalorização diária da antiga moeda frente ao novo padrão monetário para reduzir as expectativas de inflação dessas operações) e o aumento do intervalo de reajuste da poupança (trimestral); (iii) alteração do índice de preços da economia (substituição do IPCA pelo IPC), com mudança da data de apuração; e (iv) política salarial que determinou o congelamento dos salários em Cruzados (calculados de acordo com o valor médio entre 09/1985 e 02/1986), estabeleceu dissídio anuais de 60% sobre a variação do custo de vida e criou o gatilho salarial (correção imediata dos salários de até 20% caso a inflação acumulada após a implementação do plano atingisse 20%).

Os impactos imediatos do Plano Cruzado foram extremamente positivos, com redução da inflação mensal de 15% em fevereiro de 1986 para aproximadamente 0% em março do mesmo ano (GREMAUD *et al.*, 2002). O cenário favorável estimulou o consumo e, conseqüentemente, a produção de bens duráveis, o volume de emprego e o saldo das contas públicas (aumento da arrecadação). A principal limitação do plano refere-se à incapacidade de perceber que o aquecimento da demanda ocorria em um contexto de baixa capacidade ociosa, ou seja, o plano negligenciou o componente aceleracionista da inflação. Esse tornou-se evidente a partir do momento em que houve desabastecimento da economia, inclusive de itens da cesta básica, combustíveis e insumos estratégicos, como o aço. O governo tentou minimizar os impactos negativos da escassez de oferta por intermédio dos pacotes fiscais Cruzadinho (julho/1986) e Cruzado II (novembro/1986), da manutenção do congelamento de preços (por mais 08 meses) e de desvalorizações cambiais. Todavia, tais medidas foram insuficientes para reverter a retomada da inflação, de tal forma que em janeiro de 1987 a inflação acumulada ultrapassou 20%, disparando o gatilho

⁹ O congelamento era determinado pela tabela da Superintendência Nacional de Abastecimento e Preços (SUNAB) e o não cumprimento da mesma implicava multas (GREMAUD *et al.*, 2002).

salarial. O plano foi interrompido em fevereiro de 1987 e, simultaneamente, foi decretada a moratória dos juros externos, com diminuição dos fluxos de recursos para o Brasil (GREMAUD *et al.*, 2002).

Com o intuito de promover um novo choque deflacionário na economia, foi implementado em 12 de junho de 1987 o plano Bresser, cujo diagnóstico da inflação residia em causas inerciais e de demanda. Por esse motivo, o plano possuía um conjunto amplo de medidas ortodoxas (políticas fiscal e monetária restritivas, i.e.: elevação das taxas de juros, redução dos gastos públicos, aumento de tarifas e redução de subsídios, e reajustes de preços públicos e administrados) e heterodoxas (congelamento dos preços, criação da Unidade de Referência de Preços – URP, um indexador salarial fixado a cada três meses com base na taxa de inflação média, extinção do gatilho salarial, criação de nova *Tablita* para reajuste das operações financeiras e contratos de alugueis). Em relação ao congelamento de preços, a ideia era implementá-lo em três fases para minimizar distorções alocativas: congelamento total durante três meses, seguido de um período de flexibilização e de descongelamento. Carneiro (2002) destaca que os impactos imediatos do plano foram positivos (redução da inflação de aproximadamente 25% em junho/1987 para 3% em julho e melhorias das contas externas devido à desaceleração e à redução das importações), todavia, o congelamento de preços não foi cumprido por causa da experiência anterior (plano Cruzado). As expectativas de congelamentos futuros ou de manutenção por tempo superior ao divulgado estimularam remarcações preventivas de preços, que intensificaram os desequilíbrios dos preços relativos. Em dezembro de 1987, a inflação alcançou o patamar de 15%. O plano Bresser foi substituído por um pacote fiscal restritivo conhecido como “feijão com arroz”, que estabeleceu metas mensais de inflação de 15%, redução do déficit público e fim da moratória dos juros da dívida externa, porém o reajuste dos preços públicos no período e choques agrícolas adversos provocaram a retomada da inflação no segundo semestre de 1988, que ultrapassou a taxa de 30% a.m.

Em janeiro de 1989, uma nova mudança no padrão monetário, substituição do Cruzado pelo Cruzado Novo (NCr\$ 1,00 = Crz\$ 1.000,00), marcou a implementação de um novo plano de estabilização monetária no Brasil, o plano Verão. Entre suas principais medidas, além da reforma monetária, destacam-se a redução das despesas de custeio do governo, reforma administrativa, restrição de crédito, redução da emissão de títulos públicos, extinção dos mecanismos de indexação da economia (URPs e OTNs), apreciação e fixação cambial na paridade 1:1 entre o Cruzado Novo e o dólar e o congelamento de preços e salários por tempo indeterminado (GIAMBIAGI *et al.*, 2011). Apesar de previsto no plano, o ajuste fiscal não foi implementado na magnitude necessária, o que comprometeu o seu sucesso, assim como a

incapacidade da política monetária restritiva (elevadas taxas de juros) de conter a antecipação da demanda (as expectativas de aumento dos preços após o congelamento eram elevadas) e suas consequências sobre o nível geral de preços. Em janeiro de 1990, a inflação mensal alcançou 80%, evidenciando o fracasso de mais um plano de estabilização e o agravamento da questão distributiva no Brasil.

Os fracassos dos sucessivos planos de estabilização monetária intensificaram as crises política e fiscal brasileiras em um período de intensas transformações no cenário internacional. Diversas economias asiáticas emergiam como importantes polos de atração de desenvolvimento e inovação (tigres asiáticos). Em contrapartida, o Brasil, assim como outras economias latino-americanas, perdia competitividade industrial, continuava a verificar elevados índices de inflação e redução da renda *per capita* (GIAMBIAGI, 2011), com acesso restrito aos fluxos internacionais de investimento. Com o intuito de expandir seus mercados, em março de 1989, foi lançado pelo secretário do Tesouro Norte-americano, Nicholas Brady, um plano para viabilizar a reestruturação da dívida externa dos países latino-americanos. O Plano *Brady* viabilizava a renovação da dívida (redução do valor do principal ou dos juros) mediante a realização de reformas econômicas e fiscais que mais tarde viriam a ser sintetizadas pelo Consenso de Washington.¹⁰ Resumidamente, para que a oferta de liquidez externa fosse retomada para as economias latino-americanas, recomendava-se a liberalização comercial e financeira, a realização de um ajuste fiscal e a redução da intervenção estatal no mercado.

No caso do Brasil, o governo de Fernando Collor de Mello (1990-1992) marca o início da adoção de reformas liberalizantes, essenciais para a retomada do fluxo de financiamento externo (GIAMBIAGI, 2011). Para estimular a competição e a competitividade industrial foi elaborada a Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE), cujo objetivo principal era minimizar o atraso relativo dos produtos manufaturados brasileiros no mercado internacional. O foco da política residiu na abertura comercial, com redução das tarifas e controles de importação, extinção de listas de produtos com emissão de guias de importação suspensa e de regimes especiais de importação (exceto para a Zona Franca de Manaus), e na privatização de empresas estatais, via Plano Nacional de Desestatização (PND). O PND visava reconfigurar o parque industrial brasileiro, contribuir para a estabilidade monetária (redução de preços via aumento da produtividade e da competitividade) e reduzir a dívida pública (títulos da dívida poderiam ser utilizados como moeda para as privatizações).¹¹

¹⁰ Reunião do *Institute for International Economics* realizada em novembro de 1989, com participação de economistas do FMI, Banco Mundial, e do Departamento do Tesouro Norte-americano.

¹¹ Gremaud *et al.* (2002) ressaltam que as transações efetivadas no âmbito do PND ficaram abaixo das metas estabelecidas, com contribuição abaixo da esperada para a realização do ajuste fiscal.

Além das políticas de liberalização econômica, foi elaborado em março de 1990 o plano de estabilização monetária Collor I, cujo objetivo principal era obter a estabilidade via desindexação parcial da moeda e desoneração temporária do pagamento de juros sobre a “moeda indexada” (equivalente aos depósitos bancários do tipo *overnight*). O plano alterou o padrão monetário, reintroduzindo o Cruzeiro (Cr\$1,00 = NCz\$ 1,00), estabeleceu o congelamento de preços, adotou uma série de medidas fiscais restritivas (criação de novos tributos, aumento das alíquotas do IPI e do IOF, redução do prazo de recolhimento dos impostos, suspensão de benefícios e incentivos fiscais não previstos na Constituição Federal, reforma administrativa e medidas de combate à sonegação), estabeleceu o regime de câmbio flutuante e na área financeira foi decretado o sequestro de liquidez (todas as aplicações financeiras que ultrapassassem NCz\$ 50.000,00 ou US\$ 1.200,00, foram bloqueadas por 18 meses).¹² O impacto imediato do plano foi a redução da inflação de 80% a.m. para 10% nos meses seguintes, com retração econômica. Todavia, o desenho do plano, com o sequestro da liquidez, considerado inadmissível pelos agentes econômicos (intervenção excessiva), a ênfase no congelamento de preços (que não foi cumprido devido à sua baixa credibilidade) e no aumento das receitas sem a respectiva redução das despesas, foi incapaz de manter a inflação sob controle por um período longo e, em janeiro de 1991, a inflação alcançou 20%.

Por esse motivo, em fevereiro de 1991, foi lançado o plano Collor II. As estratégias para combater a aceleração inflacionária eram a intensificação do ajuste fiscal (racionalização dos gastos e corte das despesas), a modernização do parque industrial (expansão da oferta com redução dos custos e dos preços), a eliminação de quaisquer mecanismos de indexação da economia (extinção do Bônus do Tesouro Nacional) e a criação do Fundo e Aplicações Financeiras, cujo rendimento seria determinado pela Taxa Referencial (TR).¹³ A ideia subjacente era realizar um combate neogradualista à inflação: os agentes deveriam observar o comportamento fiscal do governo para inferir suas expectativas; à medida que o governo cortasse gastos e reduzisse a inflação, aumentaria a sua credibilidade e surgiriam novas oportunidades de cortes mais amplos, o que geraria uma nova onda de aumento da credibilidade e assim sucessivamente. A redução da inflação seria verificada lentamente, porém de forma sustentável. Nos primeiros meses do plano Collor II, a inflação começou a ceder, todavia, a instabilidade política gerada pela crise do *Impeachment* afetou

¹² Os recursos bloqueados receberiam correção monetária mais juros de 6% a.a. O governo devolveria o valor transformado em Cruzeiros em 12 parcelas iguais e sucessivas a partir de setembro de 1991 (GREMAUD *et al.*, 2002).

¹³ A TR baseava-se em uma média das taxas de mercado interbancário e introduzia um elemento *forward looking* para a indexação no Brasil, reduzindo a memória inflacionária sobre a determinação da inflação.

significativamente a credibilidade do governo e, conseqüentemente, o sucesso da política de combate à inflação.

O vice-presidente Itamar Franco assumiu o governo em dezembro de 1992 e deu continuidade ao processo de liberalização e desregulamentação da economia, o que garantiria a volta dos fluxos de recursos externos ao Brasil. É importante ressaltar que a incapacidade de controle da inflação dos planos de estabilização monetária implementados entre 1986 e 1992 evidenciava que para conter a aceleração inflacionária no Brasil era fundamental: (1º) desindexar a economia, porém o congelamento de preços não era uma estratégia eficiente, pois gerava distorções alocativas e a desconfiança dos agentes econômicos; e (2º) conter a expansão da demanda que normalmente ocorre após a implementação de um plano de estabilização. Além disso, foi possível perceber que a fixação da taxa de câmbio só é um instrumento eficaz de estabilização monetária quando o país recebe fluxos de capitais para financiar seus déficits em transações correntes. Nessa perspectiva, o governo Itamar Franco preparou, por intermédio de sua política econômica, as condições para a implementação de um novo plano de combate à inflação inercial – O plano Real – em um quadro completamente diferente dos planos anteriores, o que foi fundamental para os resultados obtidos a partir de então.

O plano Real foi concebido como um programa de estabilização que exigiu mais do que a desindexação da economia. O plano foi implementado em três fases.

Na primeira fase era preciso realizar um ajuste fiscal para estabelecer o equilíbrio das contas públicas, visto que a deterioração das mesmas era considerada uma das causas da inflação. Neste sentido foram adotadas duas medidas de ajuste fiscal, a instituição do Programa de Ação Imediata (PAI) e a aprovação do Fundo Social de Emergência (FSE). O objetivo do PAI, implementado em julho de 1993 pelo então secretário da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, era redefinir a relação financeira entre a União e as demais esferas sub-nacionais (reorganização das finanças públicas). O FSE, implementado em fevereiro de 1994, tinha como principal meta a desvinculação de algumas receitas governamentais, diminuindo a rigidez dos gastos constitucionais e tornando mais eficiente o financiamento dos serviços públicos considerados prioritários, como saúde e educação.

Na segunda fase do plano buscou-se eliminar o componente inercial da inflação, o que foi viabilizado pela criação de um padrão estável de valor, denominado Unidade Real de Valor (URV). A instituição da URV deveria eliminar a memória inflacionária existente na economia brasileira e suas bases foram resgatadas da proposta realizada ainda na década de 1980 pelos economistas André Lara Resende e Pêrsio Arida. Esta proposta, conhecida como LARIDA, consistia na existência temporária de uma moeda paralela à oficial, cuja função seria funcionar

como um superindexador atrelado a um valor de referência que tivesse a confiança dos agentes econômicos.¹⁴ A URV teria seu valor vinculado ao dólar e seria reajustada diariamente pelo Banco Central do Brasil (BACEN). Assim, ao contrário do que ocorreu nos anos 1980 por meio do congelamento de preços, a indexação seria voluntária, de tal forma que a URV recuperaria a função de unidade de conta da moeda e depois da emissão da nova moeda (Real) esta recuperaria sua função de reserva de valor. A URV vigorou de março a junho de 1994, como padrão de valor monetário, permanecendo o Cruzeiro Real com a função de meio de pagamento. O câmbio e os salários foram imediatamente convertidos em URV para criar um conjunto de referência na nova unidade de conta, fornecendo ao setor privado os parâmetros necessários para o estabelecimento de seus preços. Neste contexto, uma vez fixado o preço da mercadoria em URV, seu valor permaneceria constante na moeda corrente, pois o valor da primeira era reajustado pela variação de preços da última, o que estimulou os agentes a realizarem a conversão espontaneamente. A desindexação promovida pela URV teve papel fundamental para o combate à inflação.

Por fim, a terceira fase do plano estabelecia as regras de emissão e lastreamento da nova moeda para garantir sua estabilidade. Em 01 de julho de 1994 foi realizada a conversão do Cruzeiro Real para o Real (CR\$ 2.750,0 = R\$ 1,0). Esta fase apresentou um conjunto de medidas sobrepostas (Medida Provisória nº 542), quais sejam: (i) o lastreamento da oferta monetária nacional em reservas cambiais a paridade de R\$1 por US\$1, mas esta poderia ser alterada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN); (ii) fixação de limites para o estoque da base monetária, com revisão de até 20%; e (iii) introdução de mudanças institucionais no CMN para aumentar sua autonomia. Em outubro de 1994 optou-se por priorizar a âncora cambial, instrumento que desempenharia papel crucial no processo de estabilização de preços no Brasil e que foi viabilizado pelo forte ingresso de capitais no Brasil – sobrevalorização cambial.

O plano conseguiu diminuir a taxa de inflação e estimulou, *a priori*, o crescimento da demanda e da atividade econômica mesmo com uma política monetária restritiva, pois aumentou o poder aquisitivo das classes mais baixas, que deixaram de pagar o imposto inflacionário e facilitou o acesso ao crédito devido à diminuição da incerteza quanto à inflação. Os principais fatores que justificam o sucesso do plano são as condições favoráveis de financiamento externo – liquidez abundante e alto nível de reservas –, o apoio político e a valorização cambial. Esta última foi um fator fundamental para o processo de estabilização, aliada à abertura comercial brasileira. A duração deste instrumento, aproximadamente 5 anos, viabilizou o barateamento das importações, destinadas a atender o aumento do consumo

¹⁴ Na década de 1980, caso fosse adotada a proposta LARIDA, as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) funcionariam como esta moeda temporária.

doméstico, e funcionou como um mecanismo que permitiu alcançar mais rapidamente a estabilidade de preços, pois a fixação do valor externo da moeda estimulava a estabilidade de seu valor interno. A principal condição para implementar um programa de estabilização com este tipo de âncora é a possibilidade de fixar o preço externo da moeda (a taxa de câmbio) sem que esse seja ameaçado por choques de preços ou desequilíbrios no balanço de pagamentos, em outras palavras, deve haver credibilidade sobre o pagamento da dívida pública. O pressuposto da âncora cambial é a constituição de um elevado estoque de reservas internacionais que desencoraje movimentos de especulação em relação à paridade estabelecida, o que implica a manutenção da atratividade da moeda nacional, por meio de elevadas taxas de juros, desestimulando a saída de capitais do país. Assim, o próprio programa de estabilização gera desequilíbrios fiscais que comprometem os resultados obtidos e o crescimento de médio prazo. Foi justamente o que ocorreu no Brasil, evidenciando a necessidade de realizar ajustes.

Já em 1995, o governo brasileiro precisou adotar algumas medidas restritivas para evitar o retorno da alta inflação devido ao superaquecimento da demanda agregada e a crise do México, sinalizando para os agentes seu compromisso com a política monetária. Os juros foram elevados para conter a demanda e estimular a entrada de capitais no país, essenciais à manutenção do nível de reservas internacionais, e foi adotado um sistema de bandas cambiais. Em contrapartida, o produto nacional caiu aproximadamente 3% neste ano e a gestão das políticas macroeconômicas agravou os desequilíbrios externos – déficit na balança comercial – e internos – crise fiscal. O financiamento destes desequilíbrios era realizado por novo endividamento externo, o que aumentava os passivos externos e realimentava os próprios desequilíbrios. Entre 1995 e 1998, os custos de manutenção da âncora cambial tornaram-se cada vez mais expressivos, dadas as sucessivas crises financeiras internacionais (Ásia em 1997 e Rússia em 1998), desgastando esse instrumento de política econômica. O espaço para o financiamento externo diminuiu (reversão das condições de financiamento externo), evidenciando a necessidade de realizar ajustes, pois o instrumento básico de combate aos ataques especulativos – altas taxas de juros – não era mais suficiente para contornar o problema, além de agravar a questão fiscal. Vale salientar que os efeitos externos adversos somaram-se a um ambiente interno já desacelerado em termos de produto e emprego, restrições criadas pela própria natureza do plano de estabilização. Além disso, as distorções geradas pela condução das políticas macroeconômicas aumentavam a desconfiança da manutenção do câmbio, o que levaria a fuga de capitais e, conseqüentemente, a desvalorização.

4. Crise cambial e adoção do regime de metas de inflação

Para enfrentar o quadro externo adverso e evitar a fuga de capitais, o governo brasileiro anunciou um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) ainda em 1998, numa tentativa de manter a política cambial. Entretanto, a credibilidade financeira do Brasil já estava comprometida, e a fuga de capitais se acentuava cada vez mais, de tal forma que em janeiro de 1999 foi impossível evitar a desvalorização cambial (em apenas 45 dias o câmbio passou de R\$ 1,20 para R\$ 2,00). Após a desvalorização, o governo brasileiro adotou uma série de medidas para garantir a estabilidade alcançada pelo Real e obteve empréstimos externos de US\$ 42 bilhões. O regime de política econômica adotado a partir de então se baseou em quatro pilares: (i) austeridade fiscal – obtenção de superávits primários; (ii) reformas da previdência e gastos públicos; (iii) câmbio flutuante; e (iv) metas de inflação (*inflation target*).

As bases e as justificativas para a implementação do sistema de metas de inflação são sintetizadas pelas teorias do Novo Consenso Macroeconômico descritas na primeira seção do artigo. O sistema de metas de inflação é um regime monetário no qual o Banco Central assume o compromisso de atuar para garantir que a inflação efetiva seja coerente a uma meta de inflação pré-estabelecida publicamente. Esse regime requer o comprometimento institucional com a estabilidade monetária e exige a criação de mecanismos que viabilizem a transparência de informações sobre o planejamento, os objetivos e as justificativas das políticas monetárias implementadas. O objetivo principal da política monetária (controle da taxa de juros, majoritariamente) em um regime de metas de inflação é, assim, a estabilidade de preços. A implementação do regime requer o estabelecimento do índice de inflação de referência, a definição da meta (que pode ser pontual ou possuir intervalos – existência de bandas para acomodar os efeitos de choques adversos de oferta e de demanda sobre o nível de preços), o período de referência (horizonte) da meta, essencial para avaliar o seu cumprimento, a definição de situações que podem justificar um eventual não cumprimento da meta, bem como o estabelecimento da forma de divulgação de informações pela autoridade monetária (relatórios, atas de reunião, cartas explicativas, etc.). É importante ressaltar que o sucesso do regime de metas de inflação está intrinsecamente relacionado à sua credibilidade (são metas factíveis perante determinada conjuntura econômica?).

A adoção do regime de metas de inflação no Brasil, em julho de 1999, por meio da Resolução nº 2.615 do Conselho Monetário Nacional, representou um compromisso formal e explícito com a estabilidade de preços, cujo objetivo era desestimular as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos. A definição explícita da taxa de inflação objetivo pelas autoridades monetárias e a distribuição de responsabilidade às autoridades para atingir a meta passaram a condicionar as decisões de política

monetária. Se a variação de preços fosse inferior à meta, os juros poderiam ser reduzidos, caso contrário os juros deveriam subir. Este sistema trabalha com uma margem de tolerância de dois pontos percentuais para cima e para baixo, com o intuito de acomodar possíveis impactos de variáveis exógenas, para evitar flutuações significativas no nível de atividade. O índice de preços de referência é o Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA.

A implementação do regime de metas de inflação estimulou o desenvolvimento de mecanismos de transparência no relacionamento entre O Banco Central e o público, via elaboração periódica das atas das reuniões do Conselho de Política Monetária (COPOM) e os relatórios de inflação. Na tabela abaixo estão relacionadas as metas de inflação para o período 1999-2010, bem como a inflação efetiva.

Tabela 1. Histórico de metas para a inflação no Brasil

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p)	Limites inferior e superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a)
1999	Resolução 2.615	30/06/1999	8	2	6-10	8,94
2000			6	2	4-8	5,97
2001			4	2	2-6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/06/2000	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003	Resolução 2.842	28/06/2001	3,25	2	1,25-5,25	9,30
	Resolução 2.972	27/06/2002	4	2,5	1,5-6,5	
2004	Resolução 2.972	27/06/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	7,60
	Resolução 3.108	25/06/2003	5,5	2,5	3-8	
2005	Resolução 3.108	25/06/2003	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/06/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/06/2005	4,5	2	2,5-6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/06/2006	4,5	2	2,5-6,5	5,90
2009	Resolução 3.463	26/06/2007	4,5	2	2,5-6,5	4,31
2010	Resolução 3.584	01/07/2008	4,5	2	2,5-6,5	5,91

Fonte: Banco Central do Brasil – BACEN

O estabelecimento das metas não implicava a impossibilidade de alteração das mesmas frente a alterações nos cenários econômicos interno e externo. Ajustes poderiam ser realizados desde que justificados e amplamente divulgados. Nos primeiros anos da década de 2000, choque internos provocados pelo aumento de preços administrados (principalmente combustíveis e serviços de utilidade pública, como energia elétrica) e externos (retração da economia mundial, crise da Argentina), assim como o aumento da aversão ao risco provocada pelo aumento da dívida pública brasileira e pela redução do financiamento externo, exigiram a revisão das metas de inflação para os anos seguintes. Em carta aberta para a população brasileira, o presidente do Banco Central reajustou as metas de inflação de 2003 e 2004 de 3,75% para 8,5% e 5,5%, respectivamente. Mais importante do que a revisão,

era a efetiva justificativa para sua alteração, sua divulgação e a realização do ajuste necessário para a retomada do controle monetário. Tal procedimento era essencial para garantir a credibilidade do regime de metas de inflação e sua contribuição para um ambiente macroeconômico estável.

A política monetária baseada em altas taxas de juros foi fundamental para sustentar a estabilidade de preços no Brasil e manter a inflação efetiva pelo menos dentro dos intervalos estabelecidos, ainda que a manutenção desta tenha contribuído para o aumento da dívida pública. Observa-se no período analisado, que o governo brasileiro seguiu as principais recomendações de política econômica dos organismos internacionais, orientadas para o mercado, de tal forma que sua política monetária tinha como principal objetivo alcançar a meta de inflação.

Ressalta-se que o programa de estabilização não possuía uma estratégia de longo prazo, de tal forma que a política econômica adotada no período sempre esteve subordinada a este objetivo, o que gerou custos para a economia nacional. A sinalização para os agentes concentrou-se nos objetivos de estabilização e pouco se fez em relação à retomada do crescimento econômico. Apesar de importante, a estabilização de preços não deveria ser a única meta de política econômica, pois uma sinalização sobre a recuperação da produção é igualmente importante para garantir as próprias condições para que as reformas sejam sustentáveis ao longo do tempo. Assim, a ideia de que a estabilização permitiria a retomada do crescimento estável não se verificou.

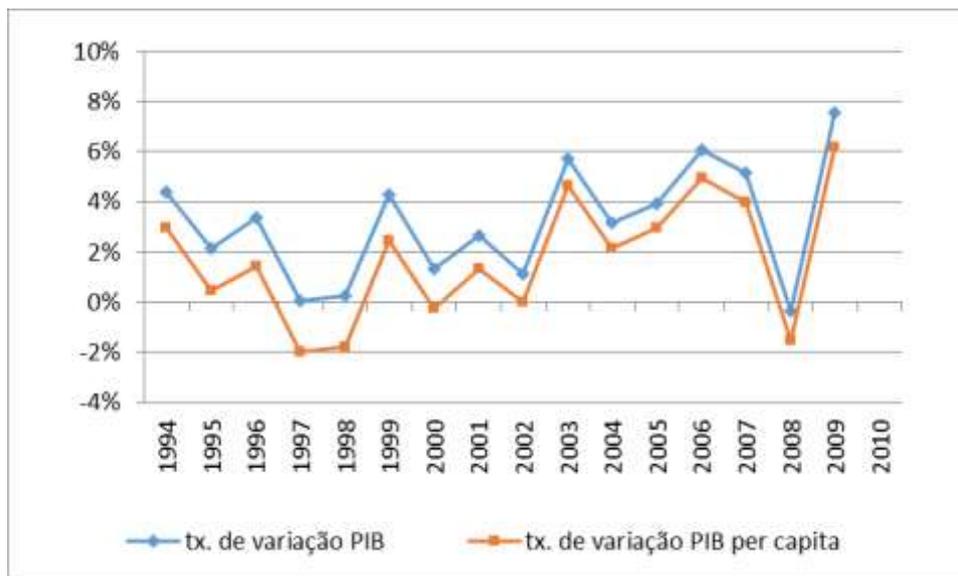
O comportamento do PIB, principalmente de sua taxa de variação anual, oscilou significativamente ao longo do período analisado. Em 1994, logo na implantação do plano Real, a economia brasileira encontrava-se em sobreaquecimento, com uma taxa de crescimento próxima a 6% ao ano. Isso foi interpretado pela equipe de política econômica do governo federal como uma potencial ameaça à continuidade da estabilidade nominal obtida com o plano. De acordo com Giambiagi (2011), havia a memória do fracasso do plano Collor, em 1991, diante de um *boom* da demanda por bens de consumo. Por isso, a política econômica foi cautelosa: em 1995, houve uma elevação da taxa de juros (SELIC) em 1% ao mês, com os objetivos de desestimular a demanda e de blindar os mercados financeiros nacionais contra um possível contágio da crise mexicana, aproveitando o momento de grande liquidez externa. Outro instrumento de combate à inflação adotado, conforme já apresentado, foi a valorização cambial. De um modo geral, o período 1995-1999 caracterizou-se pela convergência do PIB brasileiro para um patamar estável em termos *per capita*, de cerca de R\$ 18.000,00.

Em 1999 houve a mudança da política econômica, com a introdução do câmbio flutuante, da política de metas de inflação e de superávit primário. Desse

modo, a sobrevalorização do Real deixou de ser um problema, o que permitiu que a economia crescesse com maior vigor nesse período, sobretudo em 2000. Contudo, os choques econômicos recebidos foram frequentes, tais como a crise energética (2001), a crise Argentina (início de 2002) e a crise de desconfiança política (final de 2002 e início de 2003). As respostas às crises em termos de política econômica também foram de elevações de juros para evitar acelerações inflacionárias, o que comprometeu o crescimento. A questão distributiva ficou em segundo plano e o crescimento ocorreu de forma concentrada.

Apenas no período 2004-2007, diante de um momento de estabilidade financeira internacional o Brasil pôde voltar a crescer, sem restrições externas, e estimulado principalmente pelo setor exportador, particularmente pela exportação de bens primários, como o minério de ferro e a soja, movimento interrompido pelos impactos da crise internacional de 2008.

Gráfico 1. Brasil: taxa de variação PIB e PIB per capita - 1994-2010]



Fonte: Banco Central do Brasil - DEPEC

5. Considerações finais

O artigo procurou analisar os efeitos do plano Real sobre a dinâmica econômica brasileira, sob a ótica conceitual e teórica do Novo Consenso Macroeconômico.

Conforme salientado, o Novo Consenso Macroeconômico, ou modelo Novo-Keynesiano, é um *approach* teórico que inclui elementos das três correntes de pensamento macroeconômico anteriores a ele. Da síntese neoclássica, ou teoria Neokeynesiana, ficaram os modelos agregados estruturais, a dicotomia entre os lados real e monetário da economia e a rigidez nominal, que faz com que a política

monetária tenha efeitos sobre o produto no curto prazo. Do monetarismo, foram herdadas a desconsideração da importância da demanda por moeda, vista como estável e decorrente da necessidade de meios de troca para transações entre os agentes, e a existência de uma curva de Phillips que indica uma relação de curto prazo entre acelerações inflacionárias, oscilações na taxa de desemprego ao redor de um dado nível estrutural (a NAIRU), e expectativas de inflação por parte dos agentes. Da macroeconomia novo-clássica, foram herdadas a hipótese das expectativas racionais, os micro-fundamentos e os modelos de equilíbrio geral para derivar as decisões individuais de trabalho, poupança, investimento e consumo. Além disso, como inovações próprias, o modelo Novo-Keynesiano apresenta mecanismos microeconômicos de imperfeições de mercado, que justificam a rigidez de preços e de salários na economia, o que faz com que a política monetária afete o produto agregado no curto prazo. Em resumo, o Novo Consenso Macroeconômico apresenta um aparato analítico econômico, em termos de modelagem teórica e empírica, lógica e formalmente consistente. Contudo, baseia-se em pressupostos muito fortes, principalmente no que diz respeito ao funcionamento institucional do sistema financeiro. Isso pode ser crítico quando esse aparato teórico é aplicado em economias em desenvolvimento.

No Brasil, a implantação de uma política monetária de acordo com o novo consenso iniciou-se em 1994, com a implantação do plano Real. Esse plano considerou que as principais causas da inflação no Brasil eram a elevada indexação da economia e a monetarização do déficit público, que criava meios de pagamento em volume superior ao necessário para os agentes utilizarem em suas transações, levando ao aumento generalizado de preços. Por isso, a estabilização macroeconômica foi apoiada fundamentalmente em uma reforma monetária, com instrumentos restritivos de política monetária (manipulação da taxa básica de juros).

A aplicação do novo consenso na política macroeconômica brasileira se consolidou após a desvalorização do Real, em 1999. Nesse ano, a âncora cambial foi substituída pelo câmbio flutuante, e o controle inflacionário ganhou o reforço da adoção de uma política de metas publicamente divulgadas pelo Banco Central, além da introdução de metas de superávit primário e a progressivo processo de autonomia informal das políticas monetárias em relação ao governo federal. Ou seja, as políticas estabilizadoras se tornaram mais próximas do aparato teórico explicado por autores como Arestis & Sawyer (2002a, 2002b, 2007, 2008) e Spahn (2001) do que anteriormente.

Os resultados das políticas adotadas entre 1994 e 2010 têm sua análise influenciada pela grande incidência de choques externos ocorridos no período. Todavia, conforme relatado por autores como Fligenspan (2003), a fragilização externa

do Brasil foi uma característica intrínseca do processo de ajuste monetário realizado em 1994, com a sobrevalorização do câmbio e o endividamento fiscal provocado pela política de juros elevados.

Destaca-se que no período 2004-2010, a economia brasileira entrou em uma trajetória contínua de crescimento, ainda que não muito significativa, e a inflação se estabilizou em um patamar de cerca de 5% ao ano. Contudo, a análise não permite concluir se esses resultados devem-se às políticas adotadas ou à conjuntura internacional extremamente favorável com a qual o Brasil se deparou nesse período (exceto em 2008). As fortes correlações entre a taxa de câmbio e os níveis de desemprego, e entre os saldos externos e o crescimento econômico parecem sugerir o segundo fator. Como o Brasil é um tradicional exportador de bens primários, como grãos e minérios, bens de baixa elasticidade-renda e elasticidade-preço da demanda externa, é possível que futuras crises econômicas nos países desenvolvidos possam restringir o crescimento econômico brasileiro, o que de fato tem sido verificado nos anos mais recentes (pós-2010).

6. Referências

Abreu, M. P. (org.). **A ordem do progresso**: cem anos de política econômica republicana 1889-1989. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

Angeriz, Alvaro & Arestis, Philip. Monetary Policy in the UK. **Cambridge Journal of Economics**, vol. 31, pp. 863-884. 2007.

Arestis, Philip; Baddeley, Michelle & Sawyer, Malcolm. The Relationship Between Capital Stock, Unemployment and Wages in Nine EMU Countries. **Bulletin of Economic Research** 59:2, 2007.

Arestis, Philip & Mihailov, Alexander. Flexible Rules and Constrained Discretion: A New Consensus in Monetary Policy. October 2007. (Working Paper Series, 53). Disponível em: <http://www.reading.ac.uk/web/FILES/management/053.pdf>.

Arestis, Philip & Sawyer, Malcolm. The Nature and Role of Monetary Policy When Money Is Endogenous. **Cambridge Journal of Economics**, vol. 30, n. 6, p. 847-860, 2002a.

Arestis, Philip & Sawyer, Malcolm. "New Consensus", New Keynesianism, and the Economics of the "Third Way". The Levy Economics Institute of Bard College, **Working Paper No. 364**. 2002b.

Arestis, Philip & Sawyer, Malcolm. Macroeconomic Policies of the Economic Monetary Union: Theoretical Underpinnings and Challenges. The Levy Economics Institute of Bard College, **Working Paper No. 385**. 2003.

Arestis, Philip & Sawyer, Malcolm. A Critical Reconsideration of the Foundations of Monetary Policy in the New Consensus Macroeconomics Framework. **Cambridge Journal of Economics**, vol. 32, n. 5, p. 761-779, 2008.

Carneiro, Ricardo. **Desenvolvimento em crise: a economia Brasileira no último quarto do século XX**. Campinas: Ed. UNESP; UNICAMP, 2002.

Castro, Lavinia Barros de. Privatização abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90 (1990-1994). In: Giambiagi, F. *et al* (orgs.). **Economia brasileira contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

Coutinho, Luciano G. A fragilidade do Brasil em face da globalização. In: Baumann, R. (org.). **O Brasil e a economia global**. Rio de Janeiro: Campus, 1996.

Fligenspan, Flávio Benevett. Uma visão global da economia brasileira durante a vigência do Real: avanços, impasses e um cenário de crescimento com exclusão. Departamento de Economia da UFRGS, **Texto para Discussão nº 9**, 2003.

Giambiagi, Fabio. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002). In: Giambiagi, F. *et al* (orgs.). **Economia brasileira contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

Giambiagi, F. *et al* (orgs.). **Economia brasileira contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

Gremaud, Amaury P., Vasconcellos, Marco A.S., e Toneto Jr, Rudinei. **Economia Brasileira Contemporânea**. São Paulo, Ed. Atlas, 2002.

Resende, A. L. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. **Revista de Economia Política**, vol. 5, nº 2, abril-junho, 1985.

Sicsú, J. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. **Revista de Economia Política**, vol.22, nº 1 (85), Janeiro-Março/2002.

Spahn, Heinz-Peter. **On The Theory of Interest-Rate Policy**. Chair for Economic Policy, Institute of Economics, University of Hohenheim. Stuttgart, Germany. October 2001.