

TCC/UNICAMP
AL12b
IE/514



Cláudio Missaglia Alarcon RA 962104

CEDOC/IE

*Banco Central : independência e instrumentos de política monetária
pós-estabilização*

CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO
INSTITUTO DE ECONOMIA
UNICAMP

Projeto de
Monografia do Instituto
de Economia da
Universidade Estadual
de Campinas

TCC/UNICAMP
AL12b
IE/514

Cláudio Missaglia Alarcon
2000

ÍNDICE

- Capítulo I - Panorama histórico dos Bancos Centrais e sua Inserção no Brasil.....02
- Capítulo II - O Plano Real e a Mudança no Enfoque de Política Monetária.....22
- Capítulo III - Estabilidade e Credibilidade da Política Monetária.....34
- Capítulo IV - Conclusão.....47

Capítulo I – Panorama Histórico dos Bancos

Centrais e sua Inserção no Brasil

Evolução histórica dos Bancos Centrais e seus desafios

As funções que hoje são atribuídas aos Bancos Centrais surgiram e evoluíram com o desenvolvimento econômico e com a diversificação dos sistemas financeiros domésticos, acompanhando a evolução das funções da moeda e do crédito. No século XVIII, quando a moeda era, essencialmente, meio de troca e referencial dos preços, sua principal atribuição era garantir a elasticidade da circulação monetária, além de se posicionar como agente fiscal do Tesouro, dada sua atribuição de banco especial de emissão. No século XIX e nas primeiras décadas deste século, o desenvolvimento do crédito bancário e a diversificação do sistema financeiro conduziram ao surgimento de novas funções, associadas à necessidade de garantir a liquidez e a solidez do sistema bancário. Passam a

desempenhar então o papel de guardião das reservas bancárias, banco dos bancos, gestor do sistema de pagamentos, supervisor das atividades bancárias e finalmente aquele de "lender of last resort".

Com o advento da crise de 29 e seu brutal impacto recessivo sobre as economias capitalistas, a questão da estabilidade de preços torna-se meta principal dos executores de política econômica na grande maioria dos países industrializados. Nesse contexto, o controle da moeda e do crédito pelos Bancos Centrais passou a ser considerado um dos principais instrumentos para controlar o nível de atividade e ao mesmo tempo garantir a estabilidade dos níveis de preços. Dessa forma, ao lado de funções de regulação e supervisão do sistema bancário, os bancos centrais passam a assumir a responsabilidade pelas condições monetárias e creditícias de toda economia.

No entanto, como será apresentado nesse trabalho, os Bancos Centrais vivem um momento delicado de sua existência, em virtude da maior complexidade que o exercício de suas funções vem enfrentando devido à transformações monetárias e financeiras pelas quais passa a economia mundial, principalmente após a

supressão de controles cambiais e fluxos cambiais em decorrência da falência do tratado de Bretton-Woods.

A globalização dos mercados para a atividade bancária, em curso desde meados dos anos 60, a partir do desenvolvimento do Euromercado, associado à uma enorme oferta líquida de dólares no mercado mundial, tomou ímpeto maior no início dos anos 80. Nesse período pôde-se observar a constituição de megaconglomerados de serviços financeiros, reunindo desde operações bancárias tradicionais como crédito ao consumidor, passando por corretora de valores mobiliários, administração de recursos de terceiros, banco de investimento privado e atividades de seguros. Iniciava-se assim, principalmente nos Estados Unidos, um processo de fusões e aquisições que visava o fortalecimento financeiro de instituições de gerenciamento de elevados montantes de recursos privados, ampliando as redes de distribuição de serviços financeiros em operações transfronteiras.

O crescente peso que operações securitizadas vem apresentando no cenário mundial, "lastreadas" por megainstituições que se consideram grandes demais para falir, tem contribuído para uma tendência a

exacerbar o comportamento de risco na economia capitalista contemporânea. A grande questão para os Bancos Centrais envolve este tipo de problema, pois a utilização desses novos instrumentos - derivativos e outras operações "offbalance sheet" - reduz o grau de transparência das transações e dificulta a mensuração dos riscos envolvidos.

No entanto, outros problemas surgem dessa nova dinâmica financeira internacional, sendo que o principal deles é o fortalecimento dos processos especulativos e o aumento da instabilidade financeira como decorrência da maior volatilidade no preço dos ativos.

Se o desenvolvimento dos derivativos - operações swaps (juros e câmbio), opções e mercados futuros - viabiliza maior flexibilidade e proteção ao risco individual, por outro lado introduz um risco maior, em termos agregados, uma vez que aumenta a fragilidade das instituições financeiras, com profundos riscos de ruptura do sistema. Dessa forma, a crescente concentração dos recursos em fundos coletivos de investimento e o desenvolvimento das tecnologias de informação tendem a diminuir a diversidade de expectativas, levando ao que se poderia denominar de

“risco de convergência” de opiniões, eliminando o pressuposto que daria uma certa estabilidade em um mercado liberalizado e desregulamentado.

Esse risco de convergência pode ser compreendido a partir do comportamento de três agentes financeiros privados na dinâmica especulativa. Em primeiro lugar, há os Global Hedge Funds, investidores que reúnem montantes de capital privado para se engajarem em posições altamente alavancadas, possuem menores massas de capital que os demais participantes e trabalham com pequeno capital próprio. São os especuladores por excelência e funcionam como sinalizadores do mercado. Vendem câmbio futuro das moedas vulneráveis, usando seu capital apenas para cobrir variações na margem, e estabelecem posições em juros nestas mesmas moedas antecipando-se ao declínio dos juros pós-desvalorização, dado que está implícita a estratégia dos Bancos Centrais de elevar o juros para defender uma eventual paridade pré-estabelecida.

Enquanto os hedge funds são os sinalizadores do mercado, os investidores institucionais - segundo participante importante na dinâmica especulativa,

representados por fundos de pensão, fundos mútuos, seguradoras e grandes corporações - são os determinantes do movimento, i.e., agentes que concentram a grande massa de recursos e determinam o resultado. Assim, quando percebem um viés expectacional, os administradores desses fundos tendem a fazer vendas maciças da moeda ameaçada, tornando a defesa da paridade cambial praticamente inviável e muito custosa para a autoridade monetária.

Neste momentos cruciais entra o sistema bancário, o terceiro participante do processo especulativo. Sua função é prover crédito àquelas instituições que procuram liquidar posições longas em moedas vulneráveis, fornecer hedge para estas posições ou estabelecer posições abertas de curto prazo nessas divisas. Em suma, a dinâmica especulativa é sancionada pela liquidez fornecida pelos bancos aos principais agentes do processo .

Diante desse mecanismo maléfico para um sistema financeiro nacional débil, para os Bancos Centrais, a questão chave torna-se o oferta potencial de reservas internacionais para fazer frente ao volume de recursos disponíveis aos especuladores. As oportunidades de

sucesso das intervenções da autoridade monetária será tanto maior quanto maior for o volume de reservas próprias, sendo que geralmente o Banco Central se utilizará de um aumento na taxa de juros na tentativa de convencer o mercado de que manterá a taxa de câmbio estável, independente de seus custos.

Apesar do impacto negativo dos juros sobre o produto, emprego nacional, agentes (famílias e empresas) endividados e déficit público, a preferência pela manutenção da estabilidade de preços revela-se uma exigência no mundo da livre mobilidade de capitais, na medida em que governos e investidores alocam recursos em mercados onde o horizonte de médio e longo prazo se apresente confiável.

É nesse contexto de um sistema essencialmente fiduciário, marcado por uma crescente instabilidade monetária e financeira, onde o dinheiro de crédito dos bancos se tornou dominante, e ainda a pressão oriunda do sistema financeiro tornou a emissão monetária essencialmente endógena por parte do Banco Central, é que se trava o debate sobre a independência dos Bancos Centrais como proposta destinada a fortalecer

sua posição institucional no enfrentamento dos novos desafios.

Esse debate será dirigido especialmente ao caso brasileiro, procurando questionar sua validade em um país onde o passado inflacionário revelou-se como fonte de receitas a governos imediatistas, tendo não poucas vezes se utilizado da política econômica com fins eleitorais. Para demonstrar isso, será feita uma retrospectiva da história que envolveu a criação de uma autoridade monetária no Brasil, identificando os elementos que marcaram e se opuseram à sua evolução até os dias atuais.

O contexto de criação e evolução de uma autoridade monetária no Brasil

Data de 2 de abril de 1945 a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), primeiro embrião de um controle monetário no país. Durante a década de 50 assumiu responsabilidade de formulação da política econômica, especialmente a de moeda e crédito, de forma conjunta com o Banco do Brasil e o Tesouro.

Durante esse período houve fortes resistências à criação de um Banco Central no Brasil, momento em que a maioria dos países capitalistas já havia desenvolvido tais instituições. Segundo Dênio Nogueira (apud Corazza, 1994), essas forças contrárias eram identificáveis e se materializavam no Congresso e no Banco do Brasil, mas representavam nitidamente interesses dos setores específicos do campo, urbano-industrial e banqueiros, além do próprio governo, a quem interessava uma legislação mais branda para que pudesse continuar fazendo uso da emissão monetária para suprir deficiências do seu sistema fiscal.

Dessa forma o Banco do Brasil, cerne dos interesses contrários à um controle mais rígido, transforma-se em um organismo confuso, capaz de mesclar operações monetárias, fiscais e financeiras pouco transparentes. Passa a atuar de forma conjunta desde autoridade monetária, passando por banco de fomento, agente do Tesouro e banco comercial. A gestão monetária revela-se então palco de interesses diversos, dissimulados na diversidade de funções atribuídas ao Banco do Brasil.

O Banco do Brasil, não tendo podido impedir a criação da SUMOC, que foi viabilizada através da legislação autoritária deixada por Getúlio Vargas, procurou limitar ou mesmo controlar suas ações. Os principais instrumentos de ação da SUMOC, como Carteira de Redesconto, Carteira de Mobilização Bancária (CAMOB) e Caixa de Depósitos de Reservas Bancárias, foram incorporados de modo a fazer parte da estrutura do Banco do Brasil, neutralizando assim os principais objetivos da SUMOC de controle sobre a moeda e o crédito.

Ainda que a SUMOC apresentasse algumas funções típicas de Banco Central, tais como fixação dos juros do redesconto e do percentual dos depósitos compulsórios dos bancos, fiscalização dos bancos comerciais, registro de capitais estrangeiros, responsabilidade pela política cambial e de mercado aberto, sua criação pouco significou em termos de aperfeiçoamento institucional para o controle da moeda e do crédito, na medida em que foi suplantada por um organismo maior, diga-se Banco do Brasil.

Assim, apesar da divisão de funções existentes entre o Tesouro, a SUMOC e o Banco do Brasil, os

“vazamentos” de política monetária eram inevitáveis enquanto este último permanecesse como órgão executor da política. Atribuições como Operações de Carteira de Redesconto, para crédito seletivo e de liquidez, Caixa de Mobilização Bancária, como prestador de última instância, e a Carteira de Câmbio e de Comércio Exterior (CACEX), além de ser agente financeiro do Tesouro, impuseram graves problemas à exigência de limites para a expansão dos meios de pagamento no Brasil.

Cria-se então uma situação insustentável, onde as três atribuições do Banco do Brasil - agente do Tesouro, depositário das reservas bancárias dos bancos comerciais, maior banco comercial e único banco de crédito agrícola do país - combinavam-se no sentido de inviabilizar qualquer tentativa de controle mais rígido da base monetária. É nesse ambiente que vai surgindo o debate sobre a criação de um Banco Central que fosse independente de todo esse mecanismo perverso de criação de moeda .

A Reforma Bancária de 1964 criou o Conselho Monetário Nacional, ficando institucionalizado no país o mercado de capitais. Com esta reforma, que criou em

definitivo o Banco Central do Brasil, a estrutura das autoridades monetárias assumiu a seguinte configuração: o Banco Central substituiu a SUMOC, com todas as suas atribuições, mas com algumas mudanças, quais sejam, (a) a emissão de moeda ficou sob sua inteira responsabilidade; (b) as operações de crédito ao Tesouro só poderiam ser feitas agora através da aquisição de títulos emitidos pelo Tesouro; (c) a Carteira de Redesconto e a Carteira de Mobilização bancária foram abolidas e seus valores líquidos incorporados ao Banco Central; (d) o controle e a execução das operações de câmbio passaram do Banco do Brasil para o Banco Central; (e) O Conselho Monetário Nacional substituiu o Conselho da SUMOC; (f) o Banco do Brasil permanece como agente financeiro do governo, mas sem o privilégio de fornecer crédito direto ao mesmo; (g) O Banco do Brasil ficaria responsável por guardar as reservas voluntárias dos bancos e de efetuar a compensação dos cheques; (h) o Tesouro perde o poder de emissão que antes possuía, através de sua Carteira de Amortização, função esta realizada agora pelo Banco Central.

A aparente centralização da política monetária na figura do Banco Central, revela-se, no entanto, enganosa. Ao delegar que as reservas bancárias voluntárias ficassem depositadas no Banco do Brasil, de onde jamais saíram, o Banco Central legitimava uma relação dependente a este último, ainda que os tetos de expansão das operações fossem definidos pelo Conselho Monetário Nacional através do Orçamento Monetário. A conexão entre eles passou a ser feita através da Conta Movimento do Banco do Brasil, pela qual o mesmo executava inúmeras operações que eram financiadas pelo Banco Central. Dessa forma, o Banco do Brasil continuava a agir como verdadeira autoridade monetária.

O comprometimento com as metas de expansão monetária veio a se tornar ainda mais longínquo a partir do relacionamento estreito estabelecido entre Tesouro, Banco Central e Banco do Brasil, através das relações do Orçamento Fiscal e do Orçamento Monetário e deste com a Conta Movimento. Despesas fiscais foram incorporadas no Orçamento Monetário e na Conta Movimento, com o intuito de ocultar crises fiscais. Vários dispêndios do Tesouro estavam sendo

financiados, sem ressarcimento, pelas autoridades monetárias através da articulação Tesouro - Banco do Brasil - Banco Central.

No tocante à dívida pública, sua administração ficou a cargo do Banco Central, que passou a organizar um mercado aberto de títulos da dívida governamental. Tal mercado poderia funcionar como um meio através do qual as políticas fiscal, monetária e cambial poderiam ser executadas, com a importante ressalva que o Banco Central administrava a política monetária com títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional (ORTNs), o que revelava uma dose de desordem no sistema financeiro nacional.

O Banco Central passava assim, a apresentar um conjunto de despesas de responsabilidade do Tesouro, as quais não apareciam no seu orçamento. O mecanismo de administração da dívida pública e as relações “ocultas” verificadas na Conta Movimento foram responsáveis por minar qualquer tentativa mais racional de controle da emissão primária dos meios de pagamento, comprometendo em definitivo a eficácia da gestão monetária.

Na década de 80 estabeleceu-se um marco final nessa relação estreita de instituições distintas, ao procurar promover um reordenamento das finanças do setor público, tornando suas relações contábeis mais transparentes e controláveis. Os componentes fiscais inseridos no Orçamento Monetário passaram para o Orçamento Fiscal, que passa a apresentar déficits que antes não apareciam. Com o advento do Plano Cruzado, a Conta Movimento do Banco do Brasil foi congelada, perdendo esse último a função de autoridade monetária, ao mesmo tempo em que pela primeira vez na história o Banco Central foi autorizado a lançar títulos de sua responsabilidade (Letras do Banco Central) com prazo máximo de um ano e rendimento definido pela média de financiamento dos títulos públicos negociados no SELIC (taxa overnight).

O processo de reordenamento completou-se em 1987, com a criação do Orçamento Geral da União (OGU), que englobava o Orçamento Fiscal, Monetário e o recém criado Orçamento das Estatais. As funções do Banco do Brasil, Banco Central e Tesouro foram redefinidas, criou-se também a Secretaria do Tesouro

Nacional, responsável por todas despesas do Governo Federal.

Segundo a Constituição de 1988, o Banco Central ficou proibido de financiar diretamente o Tesouro e ainda impedido de administrar a política de endividamento do Governo Federal. Perdeu ainda a faculdade de emissão de títulos, embora fosse responsável por sua colocação junto ao mercado e definição quanto às quantidades dos mesmos em seu portfólio com vistas a controlar a liquidez do sistema.

Entretanto, há uma questão remanescente que impediu a completa separação formal e transparente entre Banco Central, Tesouro e o Sistema Financeiro.

Dado que o sistema bancário pode ser visto como um conjunto de instituições que atuam como intermediadoras, captando recursos dos agentes superavitários do setor real da economia, pagando um juros, e que os repassam aos setores deficitários, garantindo um *spread*, a principal função dessas instituições é portanto zerar os fluxos de caixa do setor real da economia, mesmo que desse processo resulte um descasamento entre o volume de operações ativas e o volume de operações passivas.

Dito isso, os ativos financeiros em poder do público correspondem aos passivos financeiros das instituições financeiras, onde as preferências do público no que concerne aos ativos financeiros determinam o passivo dessas instituições, determinando seu perfil e suas aplicações. Em um ambiente de inflação elevada como verificado no Brasil durante as últimas décadas, as instituições financeiras acabam se especializando em emprestar por prazos muito curtos, pois para emprestar por prazos mais longos a instituição deverá descasar suas aplicações em relação à estrutura de prazos de suas captações, visto que o risco de mercado para uma oscilação na taxa de juros é maior. Para compensar esse risco maior, a instituição cobrará um prêmio de risco equivalente.

Foi nesse contexto de prazos muito curtos que se desenvolveu o sistema financeiro nacional, que na tentativa de se resguardar da inflação crescente, toda poupança financeira era convertida em títulos públicos que rendiam juros. Esses títulos públicos passaram então a ser utilizados como lastro nas operações com reservas bancárias e, através do acordo de recompra,

desenvolvido na década de 70 após a criação das LTNs, passaram a apresentar um alto grau de liquidez.

O acordo de recompra permitiu que uma instituição financeira que comprasse títulos de vencimento longo, assumindo o risco de oscilação nos juros, pudesse revendê-los - com o compromisso de recomprá-lo no prazo de um dia - a uma taxa de juros pré-datada, i.e, sem risco para a ponta doadora. Como esse compromisso se renovava todo dia, o comprador tinha liquidez diária, pela qual pagava um prêmio correspondente ao risco associado a variações imprevistas na taxa de juros.

Assim, aquilo que se convencionou chamar de mecanismo de “zeragem automática” consistia em uma operação triangular entre Banco Central - Tesouro - Sistema Financeiro, dado que grande parte dos títulos empregados para fim de política monetária eram de responsabilidade do Tesouro.

Seu funcionamento era da seguinte forma: antes que o mercado aberto começasse a operar o Banco Central estimava a posição das reservas líquidas dos bancos comerciais, com vistas à colocação de títulos públicos a taxas de juros desejada, controlando assim a

liquidez. A regra podia ser resumida na colocação de títulos em excesso para que a taxa de juros não ficasse abaixo do nível desejado pelos tomadores, e se caso esses papéis ficassem sem tomador final, o Banco Central, através do acordo de recompra, estava submetido a readquirir esses títulos no fim do dia.

Nesse cenário de “moeda indexada”, o único procedimento operacional que restou ao Banco Central para conduzir a política monetária foi a fixação da taxa de juros no mercado de reservas bancárias, a qual é a taxa de juros básica do sistema financeiro. E a única maneira de garantir a liquidez de tais ativos estava em fornecer a liquidez necessária, recomprando e vendendo títulos cotidianamente e com custos de transação mínimos.

O que se viu então no Brasil nesse período foi um mix de operações onde as três modalidades clássicas de execução da política monetária, o redesconto, o *open market* e a administração das reservas bancárias confundiam-se em um só procedimento. Em consequência, quando o Banco Central intervinha no mercado de títulos a fim de estabilizar os juros, nem as

próprias autoridades monetárias eram capazes de identificar a natureza da operação.

Dessa forma, o elevado ativismo da política monetária verificado no Brasil, resultou no sacrifício da estabilidade de preços em favor de objetivos de curto prazo como manutenção do nível de emprego, imposto inflacionário, equilíbrio do Balanço de Pagamentos e estabilidade financeira. Esse ativismo foi ainda responsável pela difusão de um ambiente de incerteza extrema, dificultando muito a criação de um mecanismo eficiente capaz de promover a reversão das expectativas inflacionárias já arraigadas nos agentes.

Capítulo II - O Plano Real e a Mudança no

Enfoque de Política Monetária

Introdução

A reforma monetária de junho de 1994 derrubou a inflação sem a ocorrência de uma reforma fiscal. A eliminação isolada do déficit público, mantendo a indexação e os regimes cambial e monetário, não garantiria a estabilização. Ao operar uma taxa de câmbio real fixa que acentuava a rigidez de preços provocada pela indexação do período anterior à conversão da URV em Real, o Banco Central promovia ainda uma passividade monetária que decorria da prática de operar fixando uma taxa de juros. A passividade monetária impedia que os efeitos inflacionários de choques, como retrações da oferta agrícola ou elevações nos preços do petróleo, se dissipassem e se incorporassem às taxas de inflação.

O programa de estabilização requeria o equilíbrio fiscal, mas esse não era condição suficiente. Fazia-se necessário eliminar a indeterminação existente nas taxas

inflacionárias, requerendo a desindexação e alteração dos regimes monetário e cambial. A desindexação bem conduzida não é capaz por si só de estabilizar os preços, requerendo concomitantemente a operação das políticas monetária e fiscal.

A queda abrupta da inflação produziu o forte crescimento do consumo privado, e não dispendo da possibilidade de realizar uma contração fiscal suficiente para controlar a absorção doméstica, foram implementadas medidas de política monetária a fim de controlar a demanda agregada.

Ingredientes do Plano

Na introdução do Plano Real, tinha-se claro no pensamento dos *policy makers* que seria difícil promover mudanças na dinâmica operacional da política monetária enquanto a inflação se mantivesse em níveis elevados.

Essa assertiva estava fundamentada em três fatos: a) o processo de remonetização deveria ser o mais natural possível, uma vez que o mecanismo de passividade da política monetária se mostrava bastante conveniente; b)

as restrições de liquidez necessárias para conter as pressões de demanda que acompanhariam a redução da inflação, já eram em si um fator que fragilizava o sistema; c) a inflação mais baixa iria comprometer a rentabilidade das instituições acostumadas aos ganhos com o *float*, sendo necessário, portanto, dar um tempo para que o sistema se adaptasse às novas condições.

Três foram as decisões iniciais de política monetária. Primeiro, as taxas de juros mantiveram-se elevadas, evitando a redução dos investimentos em ativos financeiros e o estímulo ao consumo. Segundo, por alguns meses o Banco Central absteve-se de intervir no mercado de câmbio, deixando a taxa cambial flutuar, acarretando duas consequências: primeiro, dadas as taxas de juros domésticas elevadas, ela se apreciou; e, segundo, a flutuação cambial impunha que o crescimento da base monetária, necessário para acomodar o aumento da demanda pelo estoque real de moeda derivado da redução do custo de reter moeda, não ocorreria com a acumulação de reservas, mas com a recompra de títulos públicos. Terceiro, o temor de que a expansão do crédito conduzisse ao forte crescimento do consumo levou o

Banco Central a criar um recolhimento compulsório de 100% sobre os acréscimos dos depósitos à vista.

As elevadas taxas domésticas de juros conduziram à apreciação do câmbio e as elevações da base monetária, necessárias para acomodar o crescimento da demanda de moeda, não ocorreram pela acumulação de reservas. Elas foram realizadas com a recompra de títulos da dívida pública.

A alternativa escolhida para elevar a base monetária tinha o atrativo de reduzir a dívida pública, aliviando algumas pressões sobre o déficit público. De fato, nos cinco primeiros meses após a reforma monetária, foram recomprados em torno de 15 bilhões de reais de títulos da dívida pública (Pastore&Pinotti, 1997), provocando o aumento da base monetária. De forma conjunta, o recolhimento de 100% sobre os acréscimos de depósitos à vista impediu a multiplicação de depósitos por parte do sistema bancário privado, reduzindo o multiplicador monetário e evitando de modo eficaz uma explosão do consumo, garantindo a estabilidade de preços.

No entanto, apesar da tentativa de bloquear a expansão de crédito ao setor privado, através do recolhimento de todo o acréscimo de depósitos à vista ao

Banco Central, ela ocorreu em larga escala, devido ao aumento dos estoques dos passivos remunerados dos bancos. A manutenção de taxas reais de juros elevadas estimularam os investimentos em ativos financeiros, que ao lado da recompra de aproximadamente 15 bilhões de reais de títulos, abriu o espaço para a venda de títulos privados, aumentando os passivos dos bancos, com o que foi possível elevar a oferta de crédito.

Segundo dados analisados em Pastore&Pinotti, os empréstimos aos indivíduos tiveram aumentos significativos até outubro de 1994 e os empréstimos ao comércio continuaram crescendo até a metade do primeiro trimestre de 1995. A reação do Banco Central foi a de criar recolhimentos compulsórios adicionais - sobre depósitos a prazo (inclusive as cadernetas de poupança) e sobre empréstimos - que truncaram aquele crescimento.

**Taxa de recolhimento compulsório (%) sobre os
depósitos ou aplicações**

	Depósitos à vista	Depósitos à prazo	Caderneta de poupança	Empréstimos
Junho de 94	100	0	0	0
Outubro de 94	100	30	30	15
Março de 95	90	30	30	12
Outubro de 95	83	20	20	5
Novembro de 95	83	20	20	0

Fonte: Pastore e Pinotti

O compromisso com a estabilidade mostrava a preocupação com o controle da base monetária e, conseqüentemente, também de outros agregados monetários. A opção inicial pela flexibilidade da taxa cambial atrelada a uma elevada taxa de juros requeria tais medidas de cautela monetária. A flutuação cambial induzia à apreciação, possibilitando o aumento da absorção doméstica e ameaçando o equilíbrio externo sustentador da estabilidade da taxa cambial nominal .

Nos meses iniciais do programa , a flutuação cambial e os juros altos provocaram de fato a apreciação cambial, que foi bem recebida porque gerou a queda mais acelerada da inflação. A absorção elevada, provocada pela política fiscal expansionista, que elevou o déficit

operacional para 5% do PIB, pelo crescimento do consumo privado, inibiu a decisão de desvalorizar. A desvalorização se transformaria somente em uma alteração de preços relativos entre bens internacionais e bens domésticos com uma queda da absorção.

O governo não optou por reduzir a absorção e desvalorizar, mas por reduzir a absorção para não desvalorizar e com isso estabeleceu uma taxa cambial valorizada, que impede o crescimento das importações através de uma política monetária altamente contracionista. A elevada elasticidade-renda da demanda de importações impõe que estas se elevem com a retomada do crescimento, requerendo o correspondente crescimento das exportações. A taxa cambial valorizada reduz as taxas de retorno dos investimentos em bens exportáveis e com isso limita a capacidade de crescer.

Enquanto a taxa cambial flutuou, entre julho de 1994 e o final do primeiro trimestre de 1995, pôde-se observar que praticamente desapareceu a correlação entre as operações de vendas de títulos públicos em mercado aberto e a acumulação de reservas. Isso se deve à estratégia de controle monetário implementada a partir de setembro de 1994, quando iniciam-se as intervenções do

Banco Central a fim de evitar a continuidade da valorização. Nesse período, verifica-se que a quase totalidade da expansão da base monetária foi gerada pelas recompras de títulos públicos e, à exceção do período de dezembro de 1994 (Crise Mexicana), o estoque de reservas ficou constante.

Nota-se neste período que ocorrem flutuações quase iguais, mas de sinais contrários, entre reservas e a dívida pública, praticamente sem movimentações da base monetária. Quando o Banco Central passou a intervir no mercado de câmbio, sustentando a taxa cambial real, o crescimento (a queda) das reservas foi acompanhado da redução (do aumento) da dívida pública.

A passividade monetária sinalizada pelo Banco Central com esta prática não colocava em risco a estabilidade de preços, pois esta é função da estabilidade cambial. No entanto as elevadas taxas de juros responsáveis pela estabilidade cambial não puderam declinar até o nível das internacionais (opção deliberada pela não desvalorização), porque realizavam a função de reduzir a absorção que garantia o equilíbrio externo, sem o que os preços não podem ficar estáveis.

A política monetária contracionista elevou o grau de insolvência no setor privado e acarretou consequências fiscais. Os ganhos fiscais derivados da redução do estoque da dívida pública no período da "remonetização" (elevação dos saldos reais e de M1 derivados do aumento da demanda de moeda) foram eliminados pelo aumento posterior da dívida pública, induzida pelos juros altos e pela acumulação de reservas.

Em dezembro de 1994, o Brasil mantinha reservas de 48,4% de seu comércio exterior, pagando juros nominais de 29,4% ao ano, e em dezembro de 1995 as reservas eram de 51,1% do comércio exterior, com juros nominais de 53,1% ao ano ou de 33,1% ao ano em termos reais. Esses dados mostram que o uso da política monetária altamente contracionista no controle da absorção doméstica conduziu o país a um nível de reservas mais elevado do que o estoque ótimo, porque forçou a acumulação de reservas e elevou a taxa de juros, estancando o potencial de crescimento do país.

Diferentemente do período entre outubro de 1991 e junho de 1994, onde o país acumulou reservas, elevou dívida interna, mas não permitiu a valorização cambial (defendendo o equilíbrio nas contas correntes), após a

reforma monetária de 1994, o ingresso de capitais tem, em parte, sido utilizado para financiar os déficits nas contas correntes, com a taxa cambial valorizada.

De fato, no regime de política econômica anterior à reforma monetária de junho de 1994 preservava-se o equilíbrio externo à custa da indexação cambial e procurava-se isolar o lado real dos distúrbios monetários com a indexação de preços e salários. Foram períodos de inflação elevada e taxas muito baixas de crescimento.

A reforma monetária de julho de 1994 foi feita com o objetivo de remover as expectativas inflacionárias e as incertezas associadas à este processo crônico, criando horizontes sustentáveis para o crescimento econômico. No entanto, a opção pela manutenção de um câmbio sobrevalorizado por um período de tempo excessivamente grande, associado à uma política monetária contracionista, desnorteou o objetivo do crescimento, reprimindo o potencial de avanço do país.

A alternativa escolhida pela manutenção irrestrita da estabilidade do nível de preços ainda não apresentou sua justificativa em termos de melhora social, mas longe disso, o Brasil vem apresentado taxas recordes de desemprego, além de desequilíbrios externo e interno das

contas públicas. Porém, é inegável que sobrevivemos com sucesso a choques externos inerentes ao capitalismo global contemporâneo.

O processo de estabilização desembocou em uma situação superior àquela de inflação vivida por tanto tempo. No entanto o problema do déficit público ainda se apresenta como um entrave à retomada do crescimento, pois reduz a poupança disponível para o investimento e pressiona para cima as taxas de juros. A manutenção de uma elevada taxa de juros decorre da necessidade de financiamento das contas externas através do influxo de capital externo, onde o nível ótimo deste último cresce com a probabilidade de ter de realizar ajustes, que é uma função crescente do grau de instabilidade dessa economia e declina com o aumento da taxa doméstica de juros.

Há indícios que a política monetária altamente contracionista conduziu o país a um nível de reservas mais elevado do que o estoque ótimo, pois forçou a acumulação de reservas e elevou a taxa de juros, comprometendo a geração de renda nacional, reduzindo a arrecadação e contribuindo para elevação do déficit público.

O problema é reconhecido pelo governo, que busca uma solução a partir do Programa de Estabilização Fiscal apresentado à nação em novembro de 1998. A implementação do Programa em suas dimensões de curto e longo prazos é absolutamente essencial, especialmente na atual conjuntura internacional de integração das economias capitalistas, onde a estabilidade de preços se apresenta como determinante na decisão do investimento.

Crises financeiras e econômicas foram e continuarão a fazer parte do processo de integração das economias capitalistas, mas nem todos os países são afetados da mesma forma. A história econômica recente mostra indubitavelmente que países que se financiam tomando recursos de curto prazo, especialmente para cobrir o déficit público, são mais vulneráveis aos movimentos cíclicos do capital internacional. Cabe ao Brasil se posicionar de forma a reduzir essa dependência e não ser dos mais afetados em momentos de crise.

Capítulo III - Estabilidade e Credibilidade da Política Monetária

O processo de estabilização no Brasil, iniciado no meio do ano de 1994, reduziu com sucesso a inflação para a casa de um dígito em menos de três anos. Este processo incluiu um amplo programa de reformas econômicas, entre as quais o setor público foi substancialmente reduzido através da privatização de companhias estatais (telecomunicações, química, estradas, mineração e bancos). A liberalização comercial foi aprofundada via redução das tarifas de importação e eliminação de barreiras não-tarifárias. O sistema financeiro foi submetido igualmente a uma reestruturação, com a liquidação de instituições insolventes e fortalecimento das funções de regulação e supervisão do sistema bancário pelo Banco Central.

A principal fonte da inércia inflacionária, a indexação automática de preços, salários e outros contratos foi substancialmente reduzida.

No entanto, a despeito de seu relativo sucesso, o processo de estabilização envolveu uma aproximação

gradualista a uma série de problemas econômicos estruturais que permaneciam renegados a segundo plano. O tão necessário ajuste fiscal definitivo foi continuamente postergado devido, em parte, ao não convencimento da coalizão governamental sobre sua urgência. Assim, o Brasil permaneceu vulnerável ao circuito de crédito internacional, o que se tornou realidade quando uma turbulência financeira culminou com uma moratória da Rússia em Agosto de 1998. O alastramento da crise acarretou uma fuga de capitais dos mercados emergentes, forçando o Brasil a elevar o prêmio de risco e a promover um maior acirramento de seu regime fiscal. Ao mesmo tempo, o país negociou uma ajuda preventiva com o FMI no total de US\$41,5 bilhões.

O governo foi inicialmente vitorioso ao implementar o pacote fiscal, mas a confiança do mercado continuou a erodir até Janeiro de 1999, refletindo preocupações sobre o processo eleitoral vigente e a capacidade dos novos governantes de ajustar as finanças públicas.

Enfrentando fortes pressões nas reservas internacionais, o Banco Central foi forçado a abandonar a política de câmbio fixo com flutuação controlada. Após um breve período de tentativa de conduzir uma

desvalorização ordenada, o Real foi forçado a flutuar em 15 de Janeiro de 1999. Como consequência dessa guinada, a maioria dos diretores do Banco Central foi substituída, e devido à peculiaridades brasileiras, onde o Senado Federal deve aprovar formalmente os nomes dos novos diretores, a nova diretoria só assumiu em Março.

Nesse período de extrema incerteza, principalmente pela inexistência de uma política monetária bem definida, a taxa de câmbio média foi de R\$1,52/US\$1 em Janeiro e R\$1,91/US\$1 em Fevereiro, comparada à média de R\$1,21/US\$1 anterior à mudança no regime cambial. A inflação subiu rapidamente: o índice geral de preços cresceu 7% em Fevereiro, enquanto o índice geral de preços ao consumidor cresceu 1,4%. Isso levou muitos analistas a acreditar em uma ampla deterioração dos *fundamentals* macroeconômicos.

A nova diretoria foi empossada em 4 de Março e imediatamente agiu em duas frentes principais. A primeira foi acalmar o mercado financeiro: a expectativa de que uma inflação crescente trouxesse como encadeamento um aumento ainda maior do déficit público foi prontamente atacada.

O Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu, então, aumentar a taxa básica de juros de curto prazo (Selic) de 39% ao ano para 45% ao ano. Além disso, uma importante novidade foi introduzida: o viés de política monetária, o qual delegava ao Banco Central o poder de alterar a taxa de juros de curto prazo no período entre duas reuniões do Copom. Nesse período, o Copom estabeleceu um viés de baixa, sinalizando que a taxa de juros poderia ser reduzida em algum momento anterior à próxima reunião programada.

Pela primeira vez, o Copom se pronunciou, ainda que de forma breve, logo após a tomada de uma decisão. Suas palavras iniciais foram: *"manter a estabilidade de preços é o objetivo primário do Banco Central e, em um regime de câmbio flutuante, a austeridade fiscal compatível com austeridade monetária sustentam a estabilidade de preços; como a política fiscal é dada no curto prazo, o controle sobre as pressões inflacionárias deve ser exercido através da taxa de juros; a inflação observada é devido à desvalorização da moeda, e os mercados esperam um aumento do nível de preços esse mês; a taxa básica de juros na economia deve ser suficientemente alta para conter essas pressões*

CEDOC/IE

inflacionárias ; assim, a decisão de elevar a taxa básica de juros para 45%, com viés de baixa, se justifica para que a taxa de câmbio retorne a níveis mais realísticos, e com isso possibilitar a redução nominal da Selic". De fato o viés de política monetária foi usado duas vezes antes da reunião seguinte. A *Selic* foi reduzida inicialmente para 42% e depois para 39,5%, seguindo a tendência de reversão das expectativas inflacionárias exacerbadas pelo *overshooting* e pela redução das taxas de inflação esperada e observada.

A segunda frente foi a iniciativa de propor a adoção das metas de inflação como novo regime de política monetária. Ainda que essa idéia estivesse clara na visão propagada pelo Copom, havia muito trabalho a se fazer na área institucional (o Banco Central brasileiro nunca foi formalmente independente para conduzir a política monetária, responsabilidade atribuída ao Conselho Monetário Nacional, composto por um colegiado de três membros, dos quais um é o presidente do Banco Central e os outros dois são o Ministro da Fazenda e o Ministro do Planejamento).

O instrumental técnico do *inflation targeting* deveria desenvolver modelos de previsão de inflação adequados,

que seriam incorporados pelo público como um sinal confiável a ser seguido. Isso se deve ao fato que em um sistema de câmbio flutuante é necessário uma nova âncora cambial para a condução da política econômica.

A política monetária então, associada a um instrumental de contração fiscal adequada e um setor público ordenado, seria o instrumental para se prevenir a ocorrência da espiral inflacionária e ao mesmo tempo assegurar uma rápida desaceleração das taxas de inflação.

Inflation Targeting seria assim o instrumental mais pertinente para alcançar a estabilização econômica sob um sistema de taxas de câmbio flutuantes, com a meta estabelecida pela autoridade monetária desempenhando o papel da âncora nominal.

O cenário geral de implantação das metas inflacionárias

Em primeiro de Julho de 1999 o Brasil adotou formalmente as metas de inflação como instrumental de política monetária a ser seguido. O índice ampliado de preços ao consumidor (IPCA) medido pelo IBGE foi

escolhido como parâmetro indicador da meta de inflação. As metas estabelecidas foram de 8% para 1999, 6% para 2000 e 4% para 2001, com um intervalo de tolerância de dois pontos percentuais para cima e para baixo.

A racionalidade da adoção de metas decrescentes se explica pela natureza da recente inflação no Brasil. É importante distinguir entre um processo inflacionário e um aumento temporário de preços advindo de um choque. No primeiro caso, existe uma aceleração contínua do nível de preços. No segundo caso, pode ser verificado uma mudança "*once-and-for-all*" no nível de preços, sem pressões para reajustes adicionais. O caso brasileiro pertence à segunda categoria, pois a desvalorização da moeda iniciada no meio de Janeiro de 1999 foi um choque que forçou um realinhamento de preços relativos. Antes disso ocorrer, o país estava experimentando a estabilidade de preços: a média da inflação medida pelo índice de preços ao consumidor foi de 1,7% em 1998.

Como não havia indicações de um processo inflacionário no Brasil, a estratégia gradualista de desinflação não era recomendada. O índice de preços ao consumidor que mede a taxa de inflação deveria retornar ao nível de 1998, assim que o realinhamento dos preços

relativos estivesse concluído. Desta maneira, não apenas era possível, mas também desejável do ponto de vista da estabilização fixar uma trajetória decrescente para as metas de inflação.

Uma importante questão a ser discutida é a escolha da taxa de "inflação cheia" (*full inflation rate*) como referencial para a meta, e não as medidas do núcleo da inflação (*core inflation*). Com isso, o melhor procedimento seria excluir alguns itens do índice cheio, distinguindo-os como ajustes temporários advindos de choques "*once-and-for-all*". Todavia, a adoção de um índice principal confiável era essencial por razões de credibilidade, pelo menos no início da implantação das metas de inflação. Isso porque em um passado não muito distante, a sociedade brasileira experimentou diversas manipulações nos índices de preços, o que trouxe desconfiança por parte dos agentes em seu processo de tomada de decisões.

No intuito de adquirir credibilidade da trajetória da política monetária, uma crescente transparência das decisões vem sendo buscada através de uma efetiva comunicação entre *policy makers* e o público, que busca monitorar e entender as decisões do Banco Central, e

ainda compreender as possíveis razões de um desvio da inflação esperada e acumulada daquela estabelecida pela meta. Nesse ponto, é importante enfatizar que as decisões de política monetária são tomadas com base em um amplo universo de informação disponível, não ocorrendo assim arbitrariedades.

Dessa forma, um mix de modelos econométricos estariam sendo considerados para se alcançar uma adequada função de reação, produzindo previsões de inflação e suas distribuições de probabilidade. Isso deve incluir também as percepções do setor privado sobre a trajetória das variáveis econômicas, indicadores inflacionários e toda gama de informações extra-modelo julgadas pertinentes para obtenção de cenários inflacionários fundamentados.

O Copom se reúne regularmente em intervalos mensais e as decisões são tomadas por maioria de votos. As decisões são anunciadas imediatamente após o fim das reuniões, algumas vezes seguidas de uma breve explicação à imprensa sobre as razões da política estabelecida. No segundo semestre de 1999, os minutos explicativos do Copom eram publicados duas semanas

após as reuniões, tendo este intervalo reduzido para uma semana no início do ano 2000.

Finalmente, há ainda um relatório trimestral discutindo a performance do aparato das metas inflacionárias. Este, inclui explicações detalhadas sobre os resultados derivados de decisões passadas e ainda análises de projeções de inflação futura, com ênfase especial no instrumental técnico de inflação esperada pelo Banco Central.

O instrumental operacional das metas inflacionárias

O departamento de pesquisa do Banco Central tem desenvolvido uma série de instrumentos para dar suporte ao processo decisório de política monetária. Entre eles, está a utilização de modelos de transmissão da política monetária para preços, complementados com modelos de previsão de curto prazo da inflação. Há ainda a utilização de documentos que atestem as expectativas inflacionárias do mercado, bem como expectativas dos indivíduos sobre crescimento e outras variáveis econômicas relevantes, coletadas pelo departamento de pesquisa supracitado.

Com o objetivo de obter de um pequeno modelo estrutural macroeconômico representativo, o Banco Central estudou os vários canais de transmissão da política monetária. Entre estes, inclui-se a taxa de juros (um instrumento de política), a taxa de câmbio, a demanda agregada, preços de ativos, expectativas, crédito e agregados macroeconômicos, salários e renda.

Dadas as características da economia brasileira, as conclusões foram as seguintes: a taxa de juros afeta o consumo de bens duráveis e investimento em um período entre 3 a 6 semanas, e a produção industrial leva mais 3 semanas para ter um significativo impacto na inflação. Em suma, o canal de transmissão da política monetária para a demanda agregada leva entre 6 a 9 semanas para operar completamente. Por outro lado, através de uma via direta de transmissão, mudanças nominais na taxa de juros afetam momentaneamente a taxa de câmbio, tendo efeitos também momentâneos na taxa de inflação devido à "inflação importada". Devido ao baixo grau de alavancagem do setor corporativo brasileiro desde a implantação do Plano Real, onde pôde-se verificar baixo incentivo ao crédito derivado de políticas monetárias altamente contracionistas, o mecanismo de crédito não

tem operado de forma significativa e sua importância em termos de canal de transmissão pode ser negligenciada.

Os modelos estruturais são complementados por outros modelos de curto prazo. Estes modelos complementares incluem o Modelos de Vetor Auto-Regressivo (VAR) e Modelos de séries de tempo Vetor Auto-Regressivo com Média Móvel (ARMA), os quais servem a três propósitos principais: (i) prover uma previsão alternativa de curto prazo para a taxa de inflação, e dessa forma, permitir uma análise consistente das previsões resultantes do modelo estrutural; (ii) permitir o uso desses resultados de inflação esperada como propósito de estimativa para os modelos estruturais, buscando a taxa de juros real *ex ante* (a qual é a variável explicativa na equação de demanda agregada em alguns dos modelos estruturais de estimativa), bem como a regra a ser seguida pela política de taxa de juros (a qual é uma das equações no modelo estrutural); (iii) permitir a simulação de choques em componentes específicos do IPCA, ampliando o raio de atuação das políticas em virtude de um acontecimento isolado.

Assim, o *staff* do Banco Central estaria engajado na condução de uma política monetária focada na promoção

de uma clara visão sobre o mecanismo de transmissão de suas ações, e decidir quais canais devem ser explorados visando atingir a meta de inflação pré-estabelecida. Para tal, desenvolve modelos capazes de compreender e explicar os comportamentos chave das variáveis macroeconômicas, buscando transparência em suas decisões.

Nessa busca, torna-se fundamental um esforço de comunicação do Banco Central para com o público sobre as metas de inflação a serem seguidas, bem como a razão numérica dessas escolhas e o modo como serão atingidas, dadas as expectativas sobre a situação econômica corrente e sobre os desenvolvimentos futuros. A publicação dos relatórios de inflação serve a esse objetivo, permitindo ao público entender a qualidade das decisões de política monetária, que ao ser implementada com sucesso, traz um processo contínuo de ganho de credibilidade e com isso torna possível o alcance das metas com menores custos.

Capítulo IV - Conclusão

O elevado ativismo de política monetária constatado no Brasil até a implementação do Plano Real em Julho de 1994, trouxe equilíbrio externo às custas da não promoção da estabilidade de preços, principalmente devido às elevadas receitas adquiridas pelo setor público em decorrência da inflação, e pelas expectativas inflacionárias já arraigadas nos agentes, que por si só traziam consigo o fenômeno da inflação inercial.

O plano de estabilização econômica apresentado à nação em 1994, logrou alcançar a interrupção do ciclo de remarcação de preços, sem que para isso se utilizasse de instrumentos de congelamento de preços. Nesse novo período, a condução da política monetária foi e continua sendo aspecto crucial para a manutenção da estabilidade de preços. Em diversas situações, o Banco Central vem ressaltando a importância da continuidade desse quadro favorável, reiterando que a inflação, se ocorrer de forma descontrolada, será combatida. Segundo o pensamento dos formuladores de política econômica, o que o Banco Central pode fazer no longo prazo é controlar a inflação e

o que não pode em hipótese alguma é aumentar o crescimento econômico através de expansões da base monetária.

A idéia de manutenção irrestrita da estabilidade de preços remete à questão da independência do Banco Central, como forma de fortalecer seus instrumentos operacionais na busca, ou manutenção, de seu objetivo. No Brasil, que por muitos anos padeceu com um Banco Central fraco e subserviente aos ventos políticos, essa é uma proposta plausível, se tivermos em mente que a estabilidade de preços é um bem maior.

Durante a vigência do Plano Real, o Banco Central brasileiro ganhou maior autonomia operacional, no entanto seu grau de independência é ainda baixo se comparado a outros países em função de dois aspectos: o primeiro é que os dirigentes do Banco Central não possuem mandato fixo, podendo ser demitidos na mudança de governo federal, e o segundo é que a formulação das políticas monetária e cambial é de responsabilidade do Conselho Monetário Nacional (um colegiado de três membros, dois quais um é o presidente do Banco Central). Essa proposta poderia contribuir para

reduzir incertezas de médio e longo prazo, favorecendo planos de investimento no país.

O compromisso com a estabilidade, com clareza dos instrumentos de política monetária utilizados, é capaz de trazer benefícios à toda sociedade, não somente pela inexistência de perda contínua do poder de compra, mas também por tornar possível cenários estáveis para proporcionar investimentos e com isso alcançar um ciclo virtuoso de crescimento sustentado.

Bibliografia

- 
- 
- 
- 
- 
- 
- 
- Ferreira, Carlos K. L. - "O formato institucional do sistema monetário e financeiro : um estudo comparado" - projeto IESP-FUNDAP
 - Corazza, Gentil - "A interdependência dos Bancos Centrais em relação ao governo e aos bancos privados" - tese de doutoramento apresentada no Instituto de Economia da Unicamp em fevereiro de 1995
 - Llussá, Fernanda Antonia Josefa - "Credibilidade e administração da dívida pública: um estudo para o Brasil" - dissertação de mestrado apresentada na FGV / SP em 1998
 - Baer, Monica & Cintra, Marcos A.M. & Strachman, Eduardo & Toneto Jr., Rudinei - "Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional" - artigo publicado na revista Economia e sociedade de junho de 1995
 - Pastore, Affonso Celso & Pinotti, Maria Cristina - "O futuro do Real: o uso das políticas fiscal e monetária para a estabilização interna e externa" , 1996
 - Bogdanski, Joel ; Tombini, Alexandre ; Werlang, Sérgio - "Implementing Inflation Target in Brazil" - Working Papers Series número 1 do Banco Central do Brasil
 - Lundberg, Eduardo -"Política Monetária e Supervisão do Sistema Financeiro Nacional no Banco Central do Brasil" - Trabalhos para Discussão número 2 do Banco Central do Brasil