

**UNIVERSIDADE DE TAUBATÉ**

**O REAL E A INFLAÇÃO: UMA ANÁLISE DA POLÍTICA MONETÁRIA  
BRASILEIRA A PARTIR DA CRIAÇÃO DO PLANO REAL**

**BRUNO SOLDI LEITE**

**TAUBATÉ – SP**

**2022**

**UNIVERSIDADE DE TAUBATÉ**  
**DEPARTAMENTO DE GESTÃO E NEGÓCIOS**  
**GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**O REAL E A INFLAÇÃO: UMA ANÁLISE DA POLÍTICA MONETÁRIA  
BRASILEIRA A PARTIR DA CRIAÇÃO DO PLANO REAL**

Monografia apresentada como parte dos requisitos para aprovação do curso de Bacharel em Ciências Econômicas do Departamento de Gestão e Negócios da Universidade de Taubaté

**BRUNO SOLDI LEITE**

**TAUBATÉ – SP**

**2022**

**SIBi – Sistema Integrado de Bibliotecas / UNITAU**

L533r      Leite, Bruno Soldi Leite  
              O real e a inflação: uma análise da política monetária brasileira a partir da criação do plano real. / Bruno Soldi Leite - 2022.  
              54 f.: il.

              Monografia (graduação) - Universidade de Taubaté, Departamento de Gestão e Negócios, Taubaté, 2022.

              Orientação: Profa. Dra. Marcela Barbosa de Moraes, Departamento de Gestão e Negócios.

              1. Política monetária - Brasil. 2. Plano real. 3. Inflação. 4 Bem-estar social - Brasil. I. Título.

CDD 332.4981

## **Dedicatória**

Dedico este trabalho à minha família, cujo suporte foi indispensável aos estudos sempre foi indispensável.

Em especial, dedico à minha mãe, Lilia, por sempre me incentivar na busca pelos meus objetivos e me apoiar em todos os momentos, sejam eles de alegria ou de dificuldades.

## **Agradecimentos**

Agradeço à Universidade de Taubaté (UNITAU) pela oportunidade de expandir meus conhecimentos em matéria econômica, principalmente porque a graduação enfrentou dificuldades no momento da pandemia de covid-19 que assolou nossa sociedade, criando mecanismos para a continuidade das aulas.

Em especial, agradeço à Professora e Orientadora Marcela Barbosa de Moraes, quem conheci alguns meses antes do início da graduação e sempre se colocou à disposição para auxiliar no que fosse necessário.

## **RESUMO**

O presente trabalho tem como objetivo a análise das políticas monetárias utilizadas pelo Banco Central a partir da criação do Plano Real no controle da inflação no Brasil a fim de compreender a relação entre a inflação, poder de compra e o bem-estar da população e especificamente o estudo dos instrumentos utilizados para o controle da inflação. Para tanto, pauta-se numa metodologia de revisão bibliográfica e de análise das atas, resoluções e outros documentos publicados pelo Estado, iniciando-se o estudo nas razões que levaram a concepção do Plano Real e em seguida a análise da moeda brasileira a partir de 1994 a 2020, dividindo a análise em recortes temporais para melhor compreensão do comportamento do real.

## **ABSTRACT**

The present study aims to analyze the monetary policies adopted by the Central Bank since the conception of the so-called Plano Real to control inflation in Brazil hoping to understand the relationship between inflation, acquisition power and the population welfare and specifically the instruments used to control the inflation. To do so, the methodology used in this study was to review the literature on the matter, as well as notes and other juridical documents published by the State, starting the study in the reasons behind the Plano Real creation, followed by the analysis of the Brazilian currency starting in 1994 until 2020, dividing the analysis in temporal clippings to better understand the behavior of the Brazilian currency.

## GRÁFICOS

**Gráfico 01:** variação mensal da inflação medida pelo IPCA de julho de 1994 a julho de 2022

**Gráfico 02:** Variação mensal da inflação medida pelo IPCA de janeiro de 1980 a junho de 1994

**Gráfico 03:** Variação mensal da inflação medida pelo IPCA de julho de 1994 a julho de 1999

**Gráfico 04:** Variação mensal da inflação medida pelo IPCA de julho de 1999 a dezembro de 2014

**Gráfico 05:** Variação da meta de juros SELIC de julho de 1999 a janeiro de 2015

**Gráfico 06:** Variação do dólar e da inflação medida pelo IPCA no período de julho de 1999 a janeiro de 2015

**Gráfico 07:** Evolução da dívida pública de 2002 a 2014 em relação ao PIB

**Gráfico 08:** Variação mensal da inflação medida pelo IPCA e do dólar no período de janeiro de 2015 a fevereiro de 2020

**Gráfico 09:** Variação da meta de juros SELIC de janeiro de 2015 a fevereiro de 2020

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>9</b>
1.1 Problema .....	9
1.2 Objetivos do trabalho .....	10
1.2.1 Objetivo geral.....	10
1.2.2 Objetivos específicos .....	10
1.3 Delimitação do trabalho .....	10
1.4 Relevância do trabalho .....	10
1.5 Metodologia .....	11
1.6 Organização do trabalho.....	11
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA .....</b>	<b>13</b>
2.1 A política monetária .....	13
2.1.2 Instrumentos da autoridade monetária.....	15
2.1.2.1 A fixação da taxa de reserva.....	15
2.1.2.2 O redesconto ou empréstimos de liquidez .....	16
2.1.2.3 As operações de mercado aberto .....	18
2.1.2.4 Controle e seleção do crédito.....	19
2.1.2.5 Persuasão moral.....	19
2.2 Inflação e bem-estar do indivíduo .....	20
2.2.1 O que é inflação?.....	20
2.2.2 A relação da inflação com o bem-estar dos indivíduos .....	22
<b>3 O PLANO REAL .....</b>	<b>25</b>
3.1. Antecedentes do plano real .....	26
3.2 A concepção do plano real até junho de 1999 .....	31
3.3 O tripé macroeconômico e a política monetária até o ano 2015 .....	35
3.4 Turbulências e a política monetária: 2015 a 2020 .....	43
<b>4 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>49</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>51</b>



## **1 INTRODUÇÃO**

A inflação é um problema crônico na história econômica brasileira. Ao longo do tempo foram criados diversos artifícios, planos, alterou-se a moeda em circulação por algumas ocasiões, procurou-se congelar os preços, contudo a única medida que demonstrou relativa estabilidade desde a sua concepção foi aquela originada através do Plano Real.

Criado no ano de 1994 por meio da Lei nº 9.069/94, por meio de uma alternativa audaciosa da coexistência por período limitado durante a transação do Cruzeiro Real para o Real como tentativa de controlar os altos índices inflacionários vividos até então e notórios na história recente deste país.

Todavia, apesar de recente, o real teve uma história turbulenta, sendo realizadas diversas alterações na política econômica até então.

Este trabalho tem como objeto a análise da política monetária brasileira a partir da criação do real (R\$) até o mês que antecedeu a pandemia de covid-19 que assolou o globo com o propósito de compreender como a valorização e a desvalorização da moeda nacional impactou o poder de compra dos brasileiros nas últimas décadas.

### **1.1 Problema**

A inflação é um problema crônico na história brasileira e foram desenvolvidas ao longo do tempo diversas tentativas e mecanismos para tentar controlá-la, tendo sido o plano real o mais duradouro e o exitoso até então.

Contudo, apesar do seu êxito, também se demonstrou volátil e enfrentou algumas crises desde a sua concepção há quase 30 anos.

Desta feita, coloca-se como problema para a presente pesquisa o estudo questiona-se: dos artifícios utilizados pela Autoridade Monetária para controlar e inflação e preservar o poder de compra da moeda brasileira no período, assim como analisar o sucesso ou não das medidas adotadas.

## **1.2 Objetivos do trabalho**

### **1.2.1 Objetivo geral**

Fazer uma análise da política monetária brasileira a partir da criação do Plano Real e uma correlação entre o poder de compra e o bem-estar da população, tendo como amparo a depreciação da moeda ante a inflação.

### **1.2.2 Objetivos específicos**

Apurar quais foram os mecanismos desenvolvidos para assegurar o poder de compra e a estabilidade da moeda brasileira, analisando-se os êxitos e os erros na condução da política econômica no período.

## **1.3 Delimitação do trabalho**

Este estudo tem como escopo a área de economia monetária e o comportamento da moeda, especificamente o real, buscando entender a correlação existente entre o poder de compra, a inflação e o bem-estar da sociedade.

Para tanto, após uma conceituação sobre o que se entende por economia monetária e uma breve introdução sobre o período que antecedeu e motivou a criação do real, buscar-se-á analisar os mecanismos adotados pelo órgão monetário e pelo Estado como o todo para assegurar o poder de compra da moeda e sua estabilidade no tempo a partir de sua concepção.

Com isso em vista, o estudo será dividido em recortes temporais a partir da criação do real até o período anterior a pandemia de covid-19 e, com apoio na bibliografia, estudar-se-á as atas, resoluções e demais atos normativos emitidos para compreender os artifícios utilizados para o controle da moeda.

## **1.4 Relevância do trabalho**

A relevância deste estudo está na compreensão do comportamento da moeda brasileira e seus reflexos do poder de compra no mercado nacional porque a

qualidade de vida e o acesso a produtos e serviços estão intrinsicamente relacionados na medida em que as satisfações das necessidades humanas estão atreladas ao consumo no modelo de sociedade capitalista.

Espera-se, através deste estudo, um melhor entendimento da dinâmica da moeda brasileira, suas fragilidades, os mecanismos que se mostraram positivos ao longo do tempo no controle da meta inflacionária e na conservação do poder de compra, assim como aqueles que tiveram efeitos negativos sobre a nossa moeda.

### **1.5 Metodologia**

Para tanto, propõe-se a realização de uma revisão bibliográfica sobre política monetária, em especial a brasileira, acompanhada da análise dos boletins, cartas, circulares e demais outros documentos divulgados pelo Conselho Monetário Nacional (“CMN”), Conselho de Política Econômica (“Copom”) e pelo Banco Central (“BACEN”).

### **1.6 Organização do trabalho**

Para a análise do objeto se questiona qual foi o comportamento da moeda brasileira no período que se estende de sua criação em 1994 até março de 2020 e quais foram as políticas e mecanismos adotados pelo Estado brasileiro. Para tanto, inicialmente demonstrar-se-á a correlação entre poder de compra e qualidade de vida, para em seguida se dedicar à análise das políticas monetárias adotadas no marco temporal delimitado, o qual, para fins práticos, será dividido em quatro recortes. Primeiro será estudado o período antecedente a criação do real e os motivos que levaram à sua concepção. Após, será analisada a implementação do plano real até a mudança das diretrizes políticas na nação com a instituição do regime de metas em 2000. Em seguida, será estudado o período em que houve relativa estabilidade da inflação até os anos 2015. E, a partir deste ponto, analisaremos o período em que o Estado brasileiro caiu em desconfiança diante da instabilidade política e fiscal, se limitando o estudo às ações na esfera econômica. Sem dúvidas, foi um período de desconfiança generalizada diante dos diversos escândalos de corrupção no aparato estatal, impeachment, até a alteração do poder e a estabilização monetária, com

início da política de diminuição da taxa de juros utilizada no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), até o início do enfrentamento da pandemia de covid-19 em 2020, procurando entender quais os artifícios utilizados para resguardar a moeda e o poder de compra do real.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1 A política monetária

É difícil compreender a sociedade capitalista atual sem o advento da moeda, com a divisão social do trabalho e a divisão das tarefas, foi necessário encontrar o intermediador comum para realização de troca de serviços e bens entre os indivíduos.

Nesse aspecto, Carvalho *et al.* (2007) destaca que:

A moeda é um objeto que responde a uma necessidade social decorrente da divisão do trabalho. A divisão social do trabalho característica da economia capitalista moderna especializou unidades de produção e indivíduos. Os agentes econômicos se tornaram, assim, extremamente interdependentes. Necessitam fazer inúmeras compras e vendas em períodos, às vezes, bastante curtos. Uma sociedade sem moeda teria uma vida econômica pouco ágil. O tempo para se concretizar uma transação comercial aumentaria demasiadamente, e o desgaste físico e mental para se realizar tal operação seria, talvez, insuportável (CARVALHO *et al.*, 2007, p. 1).

A moeda, aqui, age como meio integrador da sociedade, propicia a troca de bens e serviços, pois, de acordo com sua definição funcional, tem três funções básicas: servir como meio de pagamento, permitir a transferência no tempo de poder de compra (reserva de valor) e oferecer uma unidade de conta à economia para se referenciar os valores (FRANCO, 1995, p. 28).

E, com a evolução dos sistemas de intermediação e dos meios de troca, cada vez mais ágeis e constantes, se tornou imprescindível a organização e o controle da quantidade de moeda em circulação e liquidez da economia a fim de assegurar a estabilidade da economia pelos Estados através das chamadas autoridades monetárias.

Em geral, a autoridade monetária, tipicamente chamada de Banco Central, como é o caso no Brasil, tem como atribuições ser “emissor de papel-moeda e controlador da liquidez da economia, banqueiro dos bancos, regulador do sistema financeiro e depositário de reservas internacionais do país” (CARVALHO *et al.*, 2007, p. 13).

Isso porque, conforme esclarece a literatura, a política monetária, habitualmente exercida pela autoridade monetária, tem como definição “o controle da oferta de moeda e das taxas de juros, no sentido de que sejam atingidos os

objetivos da política econômica global do governo” (LOPES; ROSSETI, 1998, p. 253).

Em outras palavras, Walsh (2003, p. 01) esclarece que a economia monetária tem como objeto de estudo o comportamento dos preços, os agregados monetários, as taxas de juros nominal e real, e o resultado da economia, mensurado habitualmente pelo produto interno bruto (PIB).

Seus fins, apesar de inexistir classificação taxativa, pois variam “em função do estágio e dos padrões de desenvolvimento econômico, dos propósitos políticos predominantes, do conjunto de credos e valores sociais da sociedade e dos problemas típicos de cada época” (LOPES; ROSSETI, 1998, p. 254), podem ser exemplificados a partir dos seguintes objetivos usualmente almejados pelas economias:

A promoção do crescimento ou desenvolvimento econômico, a promoção do nível de emprego e sua respectiva estabilidade, equilíbrio da balança comercial, estabilidade dos preços e o conseqüente controle da inflação, assim como uma promoção mais equitativa da distribuição da riqueza e das rendas (LOPES; ROSSETI, 1998)

Para tanto, se valem de alguns instrumentos, tais como a fixação da taxa de reservas para os bancos, operações de redesconto ou empréstimo de liquidez às instituições bancárias, realizações de operação de mercado aberto (*open market*) na forma de compra e venda de títulos públicos, controle e seleção do crédito e persuasão moral (LOPES; ROSSETI, 1998).

Como se observa, estes mecanismos adotados pela autoridade monetária influem diretamente na liquidez do mercado, ou, em outras palavras, da quantidade de dinheiro em circulação ou em mãos do público.

Afinal, como sabido, para controle dos preços e da inflação, o crescimento de liquidez ocasiona no aumento generalizado dos preços, através da conhecida inflação de demanda que ocorre por causa de “uma expansão do estoque de moeda para além de algum limite de produção dada a oferta potencial da economia” (DALTO, 2020, p. 128), motivo pelo qual a política monetária procura estabilizá-los, até mesmo com o objetivo de haver previsibilidade nas trocas, compra e venda de bens ou dos serviços.

Portanto, em resumo, ao tratarmos de política monetária falamos das atitudes lançadas pela autoridade monetária para garantir a liquidez e estabilidade da moeda, considerando o sistema financeiro como um todo, assim como a estabilidade dos preços e do nível de emprego.

### **2.1.2 Instrumentos da autoridade monetária**

Conforme exposto acima, a autoridade monetária para consecução de seus objetivos faz uso de alguns instrumentos para o controle de liquidez no mercado e estabilidade dos preços.

Podemos conceituá-los como as variáveis diretamente controladas pela autoridade monetária e são manipuladas para atingir algum propósito, seja ele operacional como alguma medida de encaixes bancários ou taxa de juros de curto prazo, bem como outros relativos aos seus objetivos, como inflação e desemprego (WALSH, 2003, p. 430-431).

Assim, tendo em vista que o presente trabalho se dedica a análise dos mecanismos lançados pelo Banco Central do Brasil para estabilidade da moeda real, por bem é necessário explicitar os mecanismos reconhecidos pela literatura e como funcionam.

#### **2.1.2.1 A fixação da taxa de reserva**

A fixação da taxa de reservas se refere ao percentual dos depósitos voluntários e compulsórios das instituições bancárias mantidos para assegurar a integridade do sistema financeiro.

Stein & Kashyap esclarecem que a alteração das taxas de reserva implica na capacidade das instituições bancárias em realizar empréstimos (1993, p. 222).

Lopes & Rosseti a definem como “a proporção dos depósitos que os bancos mantêm, voluntaria ou compulsoriamente, em sua própria caixa ou junto às autoridades monetárias” (1998, p. 257).

Quando o Banco Central aumenta a taxa das reservas compulsórias que os bancos devem manter à sua ordem, fica reduzida a proporção dos depósitos que pode ser convertida em empréstimos. Inversamente, se o Banco Central reduz a taxa de reservas, as disponibilidades para empréstimos aumentam. Deste modo, os aumentos em  $r$  reduzem o valor  $k$  e conduzem à contração de  $M$ , a oferta monetária. Contrariamente, quando a taxa de reservas é diminuída, o multiplicador aumenta e os meios de pagamento se expandem. (LOPES; ROSSETI, 1998, p. 257)

Igualmente, Carvalho (2007) assim explica este instrumento:

Os recolhimentos compulsórios são depósitos – sob a forma de reservas bancárias – que cada banco é obrigado legalmente a manter no Banco Central em reserva bancária, sendo calculados como um percentual sobre os depósitos. Tais depósitos podem ser efetuados em espécie (reservas bancárias) ou em títulos indicados pelo Banco Central. Uma de suas principais funções na implementação da política monetária é estabilizar a demanda por reservas bancárias, de modo a facilitar a ação do Banco Central na fixação da taxa de juros.

Em geral, este instrumento é posto em prática com o cumprimento de uma obrigação média dos saldos diários da conta reservas bancárias. A apuração da quantidade a ser recolhida deriva do saldo da base de incidência do recolhimento compulsório em um intervalo de tempo intitulado período de cálculo. A obrigação do recolhimento compulsório, por sua vez, é cumprida, por meio do depósito do valor exigível no Banco Central, ao longo de um período de tempo denominado período de movimentação. (CARVALHO *et al.*, 2007, p. 165)

Sua influência na liquidez do mercado é clara, a depender da taxa de reserva fixada, aumenta-se ou diminui a capacidade da instituição financeira em criar moeda estrutural, ou seja, em realizar empréstimos ao público.

### **2.1.2.2 O redesconto ou empréstimos de liquidez**

As operações de redesconto ou empréstimos de liquidez podem ser resumidas como o papel dos bancos centrais de atuarem como banco dos bancos. Isso porque este instrumento “consiste na concessão de assistência financeira de liquidez aos bancos comerciais.” (LOPES; ROSSETI, 1998, p. 260)

Na execução dessas operações, o Banco Central funciona como banco dos bancos, descontando títulos dos bancos comerciais a uma taxa prefixada, com a finalidade de atender às suas necessidades momentâneas de caixa, a curtíssimo prazo. (LOPES; ROSSETI, 1998, p. 260)

Esta política é realizada de duas formas, na forma de empréstimo tradicional onde a instituição financeira apresenta garantias ou por meio de redesconto, em que



a autoridade monetária fornece liquidez mediante desconto de títulos com uma taxa de juros predeterminada.

Há duas formas de assistência financeira de liquidez:

a) empréstimos com garantias: neste caso, o Banco Central concede crédito rotativo contra garantias até o limite de saque do tomador fixado pelo Banco Central, calculado, em geral, com base no passivo exigível do banco e fixado para um determinado período;

b) redesconto: neste caso, o Banco Central desconta títulos elegíveis, por ele definidos, à taxa de juros previamente definida para essas operações, sendo a escolha dos títulos elegíveis como garantias nas operações de assistência de liquidez uma forma de criar demanda para esses papéis, em que os títulos eleitos mais comuns são os de dívida pública. (CARVALHO *et al.*, 2007, p. 172)

No Brasil esta taxa é conhecida como SELIC e a elevação dos juros para as operações de redesconto resultam, como efeito monetário, na análise de risco das instituições financeiras, porque:

(...) é de se supor que a elevação das taxas de juros do redesconto atuam no sentido de forçar os bancos comerciais a aumentar suas reservas voluntárias, temendo incorrer em custos financeiros mais altos, em caso de dificuldades momentâneas de caixa; se, contrariamente, as taxas de juros dessas operações estiverem baixas, o temor dos bancos será menor, impelindo-os a manter reservas voluntárias mais baixas. À medida que a taxa de redesconto aumenta ou diminui, as reservas bancárias diminuem ou aumentam, influenciando assim sobre o montante dos empréstimos concedidos pelos bancos. (LOPES; ROSSETI, 1998, p. 261)

Com o aumento desta emissão, temos como consequência um aumento de liquidez, e com a diminuição, seu inverso.

Lopes & Rosseti (1998, p. 262) esclarecem também que o manejo deste instrumento implica na adoção de cautelas por parte das instituições financeiras, existindo ainda efeitos semelhantes que podem ser obtidos com o manejo deste instrumento, tal como pela definição dos prazos concedidos para resgate dos títulos pelos bancos comerciais.

A redução dos prazos concedidos aos bancos comerciais para resgatar os títulos descontados no Banco Central atua como um meio de fazer com que o sistema bancário seja mais cauteloso em suas aplicações. Quanto menor for o prazo concedido pelas autoridades monetárias, tanto mais restritiva será a concessão de assistência financeira aos bancos; contrariamente, se os prazos para a manutenção de obrigações junto às autoridades monetárias forem dilatados, haverá maior folga para as operações de empréstimo do sistema bancário. (LOPES; ROSSETI, 1998, p. 262)

Como se observa, a alteração da taxa de redesconto influi diretamente, assim como a taxa de reservas, na capacidade dos bancos em conceder empréstimos e, assim, emitir moeda escritural.

Em outras palavras, assim como na fixação da taxa de reservas, as autoridades monetárias fazem uso das operações de redesconto para controlar a liquidez, aumentando ou diminuindo a disponibilidade de emissão de moeda escritural.

### **2.1.2.3 As operações de mercado aberto**

As operações de mercado aberto, também conhecidas como *open market*, são aquelas através das quais as autoridades monetárias realizam a compra e venda de títulos públicos.

Lopes & Rosseti (1998, p. 264) informam que se trata de um instrumento de política monetária que produz efeitos mais rápidos na economia quando comparados com a fixação da taxa de reserva e das operações de redesconto.

Quando as autoridades monetárias desejam expandir a oferta monetária, realizam operações maciças de resgate dos títulos da dívida pública em circulação; com isso, injetam no mercado moeda de alto poder de expansão. Contrariamente, quando desejam o efeito oposto, emitem e colocam em circulação volumes maciços de títulos da dívida pública, retirando do sistema monetário, na proporção dos títulos adquiridos pelos bancos ou pelo público, moeda que se encontrava em circulação; com isso, torna-se menor a oferta monetária. (LOPES; ROSSETI, 1998, p; 264)

De outra maneira, podemos resumir que através das operações de *open market* as autoridades monetárias realizam o controle diário do volume da oferta de moeda, manipulam as taxas de juros a curto prazo, possibilitam alternativas de investimento às instituições financeiras e ao público não bancário.

Igualmente, por meio deste instrumento, as autoridades monetárias desenvolvem um mercado próprio para os títulos públicos, atribuindo-o de liquidez, e podem ser negociados tanto no mercado primário, quando negociam diretamente com as instituições financeiras, como secundário, através destas com o público.

Ainda mais, as taxas de juros praticadas nas operações de mercado aberto servem como sinalizadores dos objetivos da política monetária, neste sentido:

Este instrumento é recomendado tanto para a realização da gerência de liquidez, como para a sinalização da taxa de juros básica. Nessas operações, o sinal do rumo da política é enviado por intermédio da divulgação da taxa de juros pela qual foram negociados os títulos ou reservas entre o Banco Central e o mercado. (CARVALHO *et al.*, 2007, p. 177)

Como se denota, através deste instrumento, assim como nos outros explanados acima, as autoridades monetárias controlam a liquidez ou a disponibilidade da moeda em circulação.

Quando realiza a compra de títulos anteriormente emitidos, injeta dinheiro na economia e realiza a expansão dos meios de pagamento e a redução das taxas de juros. Contrariamente, quando realiza a venda de títulos, há o aumento das taxas de juros, inclusive para atrair mais interessados, e a redução dos meios de pagamento pela aquisição de títulos públicos por instituições financeiras e o público em geral.

#### **2.1.2.4 Controle e seleção do crédito**

Este instrumento foge das linhas ortodoxas aceitas pela economia e pode ser definido como o estabelecimento da alocação de recursos a determinados setores com condições pré-determinadas pelas autoridades monetárias (LOPES; ROSSETI, 1998, p 268).

Por intermédio deste instrumento, as autoridades monetárias controlam o volume e a destinação do crédito, as taxas de juros e a determinação dos prazos, limites e condições do empréstimo.

Com efeito, o uso deste mecanismo é alvo de críticas pois há evidente intervenção do Estado sobre o livre funcionamento das forças do mercado (LOPES; ROSSETI, 1998, p 268), haja vista que esta análise de taxa de juros, limites e condições usualmente cabem às instituições bancárias que atuam no segmento.

#### **2.1.2.5 Persuasão moral**

A persuasão moral, embora presente na literatura, não se trata de um instrumento monetário per se, contudo é um elemento que merece análise.

Se trata, aqui, do relacionamento das autoridades monetárias junto com as instituições integrantes do sistema bancário, dado que a adoção das medidas externalizadas pelos órgãos monetários dependem, na prática, de sua recepção pelos bancos.

A lógica inerente ao funcionamento deste instrumento de política monetária é de que, existindo interesses coincidentes das autoridades monetárias e do sistema bancário, basta que aquelas façam uma explanação clara e franca dos objetivos da política monetária aos banqueiros para que estes passem a agir voluntariamente na direção pretendida pelo Banco Central. (LOPES; ROSSETI, 1998, p. 269)

Portanto, por meio da persuasão moral o que ocorre é o alinhamento das expectativas e interesses entre as autoridades monetárias e os bancos comerciais.

## **2.2 Inflação e bem-estar do indivíduo**

### **2.2.1 O que é inflação?**

A literatura define o termo inflação como “aumento contínuo, persistente e geral dos preços de uma economia” (DALTO, 2020, p. 127). Não tratamos aqui de qualquer aumento, como uma alta pontual, pois ele pode decorrer da normal flutuação dos preços numa economia. Afinal:

Os preços podem sofrer alterações devido a choques (como choques de oferta) ou podem ser que ocorram, por quaisquer razões, variações dos preços na economia que reflitam mudanças nos preços relativos dos bens. (DALTO, 2020, p. 127)

Por isso, devemos entender a inflação como uma alta generalizada, persistente, dos preços numa economia, sendo ela mensurada por índices agregados de preços de uma cesta de consumo numa economia (DALTO, 2020, p. 127).

Lopes & Rossetti destacam as seguintes observações sobre o conceito de inflação: se trata de um fenômeno de essência monetária cuja variação na elevação crescente dos preços é considerável ou suficientemente grande de maneira persistente, continuada ou prolongada e generalizada exercida sobre os preços por fatores exógenos ou de natureza não monetária (1998, p. 304-308)

Outro aspecto importante, é que embora o termo inflação normalmente atraia uma ideia prejudicial, existem também benefícios.

Dado que a inflação não gera apenas custos, torna-se relevante citar alguns dos seus benefícios potenciais, a saber: se o salário nominal for rígido, principalmente para baixo, os salários reais podem ser facilmente ajustados, se a inflação for elevada; optando por uma taxa real de juros negativa, os *policymakers* podem gerar uma política macroeconômica mais flexível; e, em uma economia com taxa média de inflação maior, têm-se mais oportunidades de se usar a política monetária para combater recessão. Uma inflação abaixo de determinado patamar pode ser prejudicial à economia, razão por que alguma inflação (baixa a moderada) poderá ser desejável. Por isso, a importância e, ao mesmo tempo, complexidade em definir uma meta de inflação adequada para as economias em que vigoram o regime de metas para inflação. (CAETANO; SILVA JUNIOR; SOUZA JUNIOR, 2014, p. 272)

Todavia, não podemos deixar de nos atentar ao fato que a inflação quando em níveis elevados corrói o poder de compra de uma moeda, trazendo instabilidade e insegurança. Neste sentido, Franco (1995) afirma que:

Tão antiga quanto a definição “funcional” da moeda é a observação de que a inflação – entendida como a decomposição da moeda – destrói a moeda sequencialmente, primeiro debilitando sua capacidade de servir como reserva de valor – fenômeno geralmente capturado nas funções que explicam as variações na chamada velocidade de circulação da moeda – e, em seguida, prejudicando sua utilidade como unidade de conta – à medida que se dissemina a indexação – e, por fim, reduzindo sua capacidade de servir como meio de pagamento. (FRANCO, 1995, p. 29)

Feitos os primeiros esclarecimentos sobre a definição de inflação, é necessário esclarecer que a literatura aponta diferentes razões para explicá-las, existindo diversas teorias que explicam as origens dos processos inflacionários (LOPES; ROSSETTI, 1998, p. 314), podendo ser resumidas como “fatores de demanda” ou “fatores de oferta” (DALTO, 2020, p. 127-128).

Por “fatores de demanda” geralmente entende-se uma expansão do poder de compra da economia. Já, “fatores de oferta” refere-se todo e qualquer fator que gere choques nos preços que não estão relacionados ao poder de compra na economia. (DALTO, 2020, p. 128)

Nesse sentido, Lopes & Rossetti (1998) assim explicam essas duas causas de inflação:

No entanto, a despeito da diversidade das teorias da inflação, é possível classificá-las segundo os tipos predominantes das causas que dão origem aos processos inflacionários. As causas predominantes, em suas formas puras, são basicamente:

1. excesso de demanda agregada em relação à oferta agregada;
2. expansão dos custos componentes da oferta agregada.

As pressões resultantes dessas duas causas primárias dão origem a dois tipos de inflação, respectivamente denominados inflação de demandas e inflação de custos. Além desses dois tipos puros de inflação, podem ainda ocorrer inflações mistas, impulsionadas tanto por excesso de demanda quanto por custos em expansão. (LOPES; ROSSETTI, 1998, p. 314-315)

De um lado, a inflação de demanda ocorre quando há uma elevação na aquisição de bens e serviços pelo público, maior do que a oferta, havendo, assim, o crescimento dos preços em razão do aumento do consumo.

(...) diz-se que a inflação de demanda é impulsionada pela elevação das quantidades de bens e serviços que os consumidores estão dispostos e aptos a adquirir aos níveis de preços existentes. Se a essa elevação não corresponder uma expansão equivalente da oferta agregada, os preços tendem a ser pressionados para cima, a taxas consideradas como inflacionárias. Em suma, existe um excesso de moeda em relação aos bens e serviços disponíveis. (LOPES; ROSSETTI, 1998, p. 315)

De outro, há a inflação de custos quando existem deslocamentos nos salários, nos custos de matérias-primas ou da tentativa de aumentar os lucros pelas empresas.

A elevação dos salários acima da expansão os custos reais de vida, da quebra da oferta de matérias primas aumentando a escassez de certos componentes no mercado ou ainda a elevação dos lucros, notadamente em mercado monopolistas ou oligopolistas resultam na elevação dos preços de natureza inflacionária (LOPES; ROSSETTI, 1998, p. 322-327).

Numa consideração final, tem-se que a inflação é prejudicial, sobretudo quando atinge níveis elevados onde os custos de vida e os salários não acompanham os preços, trazendo dificuldades às famílias para garantir o necessário para satisfazer suas necessidades e anseios.

### **2.2.2 A relação da inflação com o bem-estar dos indivíduos**

Afinal, o que o bem-estar dos indivíduos tem a ver com a inflação? Existe uma correlação entre eles?

Ruut Veenhoven (1984) em sua obra “Condições de Felicidade” define em primeiro lugar a felicidade ou o bem-estar como o nível com que o indivíduo compreende a sua qualidade de vida como favorável, em que pode desfrutá-la como quiser (1984, p. 22).

Para o autor, elementos como a prosperidade econômica, capacidade de suprir as necessidades básicas como alimentação, se proteger do frio, moradia e outros são necessários à felicidade do indivíduo (VEENHOVEN, 1984).

Nesse sentido, destaca que nos anos de 1960 a 1975 no Brasil houve o crescimento médio de 4,6% do Produto Interno Bruto, elevando a qualidade de vida dos brasileiros e impactando diretamente sobre a felicidade destes, com a redução da extrema pobreza (VEENHOVEN, 1984, p.152-153).

Não apenas o crescimento econômico, que possibilita a maior circulação de recursos numa economia, a estabilidade econômica é necessária para que o indivíduo seja capaz de vislumbrar um mínimo necessário para satisfação de suas necessidades (VEENHOVEN, 1984, p.154).

Além disso, sobre a renda, ressalta que um mínimo para satisfazer as necessidades básicas é inegável, porém que após a obtenção do mínimo necessário, a renda adicional afeta relativamente a felicidade individual, visto que pode assegurar conforto e outros desejos e que igualmente afeta o bem-estar (VEENHOVEN, 1984, p. 195).

Em estudo sobre desemprego e inflação na América Latina, Ruprah & Luengas (2010) apontam que tanto um, como o outro, diminuem a satisfação do indivíduo com a vida.

Contudo, estes autores ressaltam que a inflação é preferível ao desemprego, porque este reduz significativamente o bem-estar do indivíduo e da sociedade (RUPRAH; LUENGAS, 2010, p. 62).

Nesse aspecto, é relevante pensarmos, como bem pontua Matias Vernengo no artigo “*Money and inflation*”, que existem diversos tipos de processos inflacionários e que eles, a depender da gravidade, são disruptivas no curto prazo, parafraseando Keynes quando atribui a reflexão de Lenin que não existiria maneira mais fácil de causar uma revolução que desvalorizar sua moeda (2006, p. 471).

Assim, ao analisarmos a literatura, temos o seguinte pressuposto: o desemprego é menos favorável que a inflação, porém esta é um importante aspecto a ser considerado sobre o bem-estar dos indivíduos e da sociedade.

Isso porque, a moeda como mecanismo básico de troca possibilita que os cidadãos consigam acesso a itens essenciais a subsistência, como alimentos, e na medida em que os preços encarecem pela desvalorização da moeda, o custo de vida se eleva.

Afinal, como o próprio COPOM fez questão de destacar em algumas ocasiões:

O Copom ressalta que a evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas geram distorções que levam a aumentos dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como de geração de empregos e de renda. (Ata da 187ª Reunião do Comitê de Política Monetária de dezembro de 2014)

Não bastasse isso, períodos inflacionários carregam consigo incertezas, porque nem sempre os salários nominais seguem a flutuação dos preços, trazendo dificuldades ao cotidiano e, para aqueles com menos recursos, a possibilidade de que sua renda não lhe permita o necessário.



### 3 O PLANO REAL

O plano real foi instituído pela Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1994 e consolidou o real como a unidade do Sistema Monetário Nacional e a moeda em curso em todo território nacional.

Sem dúvidas, é a moeda mais estável que esteve em curso no Brasil, como podemos ver pela evolução mensal mensurada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (“IPCA”) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (“IBGE”):

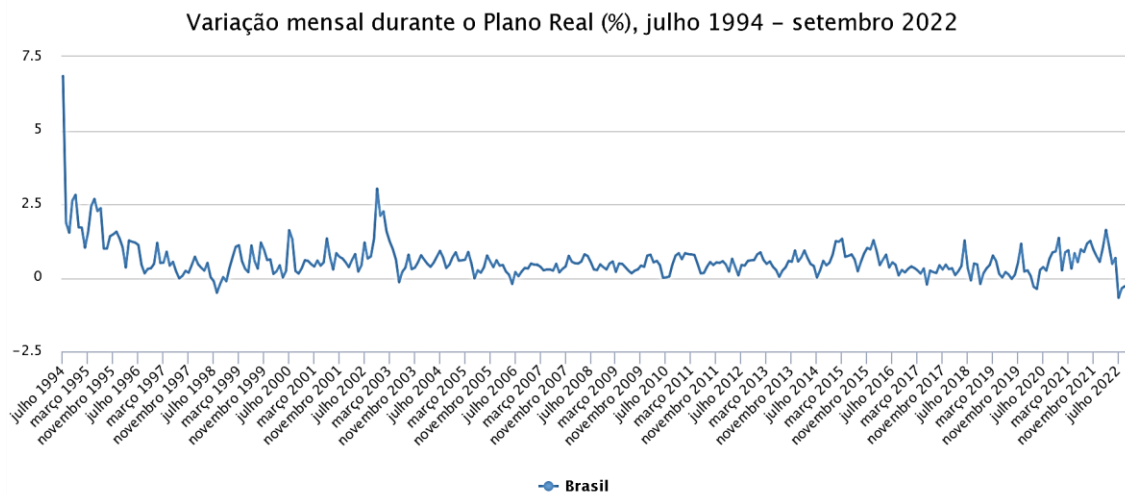


Gráfico 01: variação mensal da inflação medida pelo IPCA de julho de 1994 a julho de 2022  
Fonte: IBGE

É um tanto curioso, no entanto, que em outros países, como os Estados Unidos da América, a moeda seja o dólar desde a sua concepção, porém em países, o Brasil como exemplo, tenha alterado por diversas vezes a moeda em curso.

Analisar o plano real é, de certa forma, analisar os aspectos históricos que o antecederam e propiciaram sua criação, bem como se comportou nas quase 03 décadas seguintes.

O PR tornou-se um marco ao encerrar o ciclo de quase uma década de tentativas fracassadas de combate à inflação: planos Cruzado, Bresser, Verão, Collor I e II e Marcílio. Foi uma estratégia de estabilização de preços

implantada em três fases: ajuste fiscal; desindexação substancial, ainda que parcial; e âncora cambial. (MODENESI, 2012, p. 390)

Com isso em vista, far-se-á a análise da literatura, das atas, resoluções e outros instrumentos normativos do Conselho Monetário Nacional (“CMN”), Comitê de Política Monetária (“COPOM”) e do Banco Central (“BACEN”) com o propósito de compreender os instrumentos adotados para consecução dos objetivos monetários.

Para tanto, esta análise foi dividida pelas seguintes etapas. Primeiro se analisará o contexto histórico e econômico que motivou a criação do Plano Real. Depois, se analisará sua criação e seus primeiros anos. Adiante, o estudo será dedicado sobre o período que se estende dos anos 1999 a 2015. E, por fim, será analisado o período de 2015 a 2020.

### **3.1. Antecedentes do plano real**

Enquanto outros países tiveram moedas estáveis ao longo de sua história, servindo, inclusive, como meio de troca no mercado internacional, o Brasil tem uma história um tanto curiosa, visto que foram criadas diversas moedas ao longo do tempo.

As reformas, se assim podemos chamá-las, destinavam muitas vezes “diminuir o número de zeros”, para facilitar as contas nas trocas, deixando de lado verdadeiras reformas.

Como Gustavo H. B. Franco (2017) descreve:

Um dos aspectos mais singulares da evolução institucional da moeda brasileira nesses anos foi a quantidade de reformas monetárias alterando a designação da moeda nacional. O Brasil experimentou oito trocas de padrão monetário contadas a partir da criação do cruzeiro, em 1942, substituindo o mil réis, até o Plano Real (...) que exhibe todos os padrões que se seguiram ao mil-réis, suas respectivas vigências, perdas de poder aquisitivo durante sua existência e “taxas de conversão” em relação à moeda anterior no momento de sua introdução.

Note-se que, em um sistema de moeda fiduciária, a única referência de valor para um novo padrão monetário é o padrão anterior, ou seja, a taxa de conversão entre um e outro no momento da mudança, e não mais certa quantidade, ou recorte, de metal precioso, como nos anos anteriores a 1933. (FRANCO, 2017, p. 33-34)

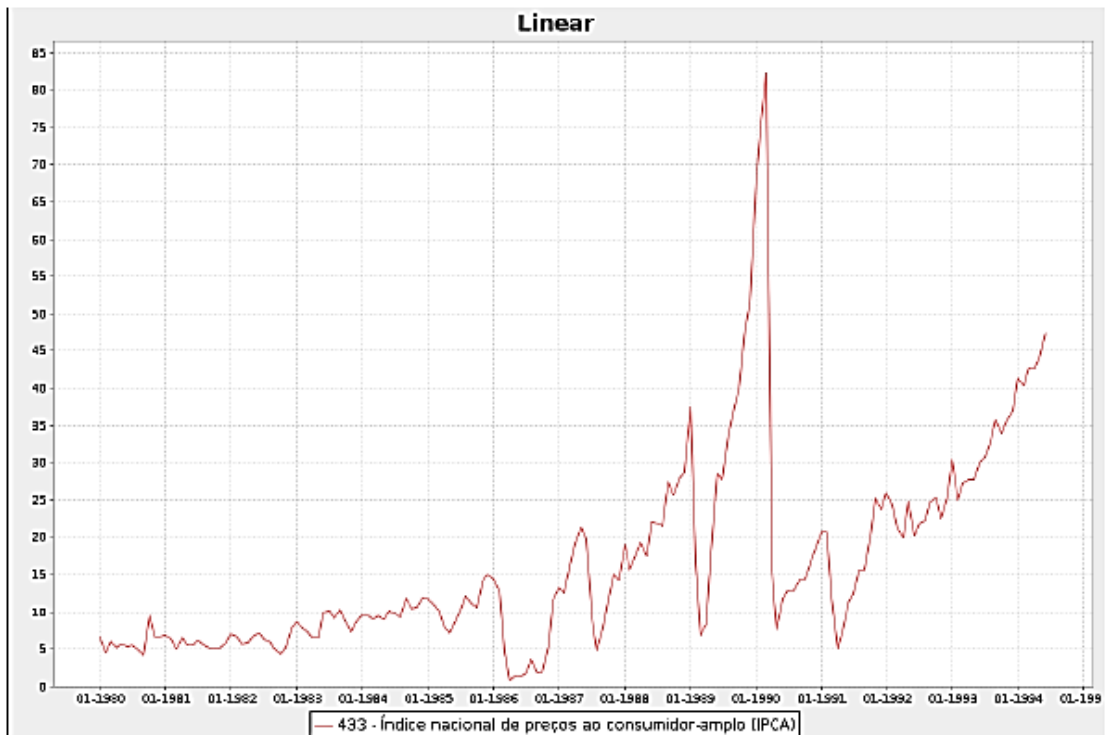
Isso porque o Brasil atravessou diversos processos inflacionários durante sua história, sendo o mais grave o que antecedeu a criação do Plano Real.

Franco afirma que vivemos nestes anos um período inflacionário singular, “uma das mais duradouras e virulentas inflações verificadas neste planeta” (2017, p. 26), chegando a atingir a surpreendente marca de 20.759.903.275.651% no período de 182 meses (2017, p. 28).

(...) A inflação começa a se mostrar mais ameaçadora nos anos marcados pelos choques do petróleo e sobretudo pela crise de 1982, esta, por sua vez, um sinal claro de que o modelo de inserção externa estava esgotado, conclusão ignorada pelas autoridades, sendo certo que esse não era um aspecto da política econômica dos militares que merecesse maiores reparos de seus críticos.

O governo civil tem início com a inflação próxima de 220% ao ano e com um imenso desafio de reconfigurar as instituições monetárias para o funcionamento na normalidade democrática, problema que a Nova República ignorou quase que por completo. Após três planos de estabilização baseados em congelamentos de preços, as primeiras eleições diretas depois do regime militar afinal teriam o seu segundo turno em dezembro de 1989, exatamente quando a inflação superava pela primeira vez o limiar da hiperinflação, 50% mensais. Em março de 1990, Fernando Collor de Mello assumiu a Presidência da República com a inflação em 82% ao mês. Outros dois planos heterodoxos seriam experimentados, incluindo o mais violento de todos, o Plano Collor, antes do impeachment de seu autor em fins de 1992. Itamar Franco, o novo presidente, ainda testaria três ministros da Fazenda antes de Fernando Henrique Cardoso assumir o cargo em maio de 1993 e empreender as reformas que compuseram o Plano Real. (FRANCO, 2017, p. 23)

Com efeito, ao analisarmos a inflação medida pelo IPCA, notamos que os preços subiram vertiginosamente no período de 1980 a 1994:



Séries localizadas						
Cód.	Nome completo	Unid.	Per.	Início	Últ. valor	Eixo Y
433	Índice nacional de preços ao consumidor-amplio (IPCA)	Var. % mensal	M	02/01/1980	set/2022	Primário

Os campos com \* são de preenchimento obrigatório.

Parâmetros para a consulta	
* Período	02/01/1980 a 06/06/1994

Gráfico 02: Variação mensal da inflação medida pelo IPCA de janeiro de 1980 a junho de 1994  
Fonte: Sistema de séries temporais – Banco Central

Na compreensão de Lopes & Rosseti (1998), a adoção de medidas heterodoxas causou efeitos contrários aos pretendidos, assim manifestando sua compreensão sobre os fatos ocorridos no período:

1986-1994. Esta fase foi marcada por várias tentativas heterodoxas de controle da inflação (1986, 1987, 1989 e 1990). A primeira destas tentativas foi o Plano Cruzado. Com sua decretação, as expectativas inflacionárias reverteram-se temporariamente. A inflação recuou, nos três primeiros meses, para níveis próximos de zero. A inflação zero foi devida ao congelamento generalizado de todos os preços e os ativos financeiros quase-monetários desindexados, ocorreu intenso processo de remonetização, ampliando-se as pressões sobre o setor real da economia. Em mercados paralelos, à margem do congelamento decretado, os preços efetivamente praticados passaram a incorporar ágios, de magnitude variável em função dos desajustamentos entre uma oferta rígida e uma procura expandida. No final de 1986, os ágios sinalizavam a existência de uma inflação reprimida, que, alimentada pela expansão da oferta de moeda e pela elevação dos níveis de emprego e de salários, voltou a manifestar-se com vigor ainda maior que o observado antes da adoção do plano. O ano terminou com inflação acumulada de 65%, mas com taxas mensais fortemente ascendentes. Em 1987, em meio a uma inflação duas vezes mais acelerada que a do triênio anterior ao cruzado, nova tentativa

heterodoxa foi adotada, mas de resultados também efêmeros. Mas a insistência na heterodoxia permaneceu. Sobrevieram outras tentativas de estabilização ancoradas em congelamentos parciais, prefixações, cortes de três zeros na moeda corrente, confisco de ativos financeiros. A cada tentativa, as taxas de inflação recuavam, sob o impacto de cortes profundos na liquidez geral da economia, de controles coercitivos sobre os preços e de mudanças em regras contratuais, mas a recorrência do processo inflacionário sobrepunha-se a todas as medidas. (LOPES; ROSSETTI, 1998, p. 354-355)

É, sem dúvidas, um grave cenário econômico. Por isso, é preciso fazer as seguintes reflexões: qual o impacto econômico da inflação na sociedade brasileira? E, o que aconteceu para conceber essa realidade?

O impacto foi a perda das características essenciais da moeda, uma verdadeira desagregação, vindo ela a deixar de ser capaz de servir como unidade de conta, de reserva de valor e de meio de pagamento.

Primeiro, dado os níveis inflacionários, a moeda necessitava ser indexada a algum critério para se apurar a desvalorização e manter o poder de compra, notadamente nos contratos que estipulavam pagamento a prazo. Segundo, com a inflação, a moeda perdia seu poder de compra, sendo necessária a aplicação do dinheiro em algum tipo de valor mobiliário que permitisse sua correção. Terceiro, ao passo que não se mantinha o poder aquisitivo, passa a perder uma de suas características essenciais, a de meio de pagamento (FRANCO, 1995).

A indexação de fato foi um problema grave, porque apesar do curso forçado da moeda em vigor à época, foram criados diversos mecanismos para atrelá-las a algum parâmetro de conta.

A moeda se mantinha como meio de pagamento, mas dividia com os indexadores as funções de unidade de conta e de medida de valor. E era quase totalmente substituída pelos ativos financeiros indexados, em sua função de reserva de valor. E tanto indexadores quanto ativos financeiros indexados eram criados pelo Estado, a quem competia, com a autoridade da lei, resguardar a moeda da desagregação. (LOPES; ROSSETTI, 1998, p. 381)

O ponto drástico da inflação é a diminuição da quantidade de moeda em circulação, como bem aponta Carvalho *et al* (2007), os agentes monetários e não monetários tendem a preferir a alocação do capital indexada a algum índice de correção monetária, diminuindo a base monetária M1 e a liquidez da moeda.

Em regimes de alta inflação, tal como ocorreu no Brasil até 1994, M1 tende a ser bastante reduzido em relação a M2, M3 e M4, porque o público busca abandonar os depósitos à vista em favor de aplicações em fundos

lastreados em títulos, públicos e privados, incluídos nos agregados M2 a M4. Com a estabilização de preços, por outro lado, M2, por exemplo, se reduziu e M1 aumentou (M2, à época, era a soma de M1 com os depósitos a prazo mais os títulos públicos). A análise da relação M1/M2 foi necessária para auxiliar o cálculo do processo de remonetização da economia brasileira no início do Plano Real, em 1994. Monetizar significa elevar o estoque de meios de pagamento de uma economia. (CARVALHO *et al.*, 2007, p. 06)

E, com a redução da quantidade de dinheiro em circulação, a economia perde força, o consumo diminui.

De outro lado, esta crise inflacionária foi engendrada pela própria administração política brasileira, pois, como bem relata Franco (1995), a ausência de responsabilidade fiscal, de transparência, de controle autoritário sobre o orçamento público, os crescentes déficits e a dívida externa colaboraram, em conjunto, para criação deste cenário. Em suas palavras:

A hiperinflação brasileira seria imensamente facilitada pela tibieza de nossas instituições monetárias e fiscais em um contexto de severo ataque clientelista e corporativo aos cofres públicos, mercê do alegado resgate (seletivo, é claro, e portanto clientelista na sua essência) da “dívida social”, processo que se vê mais e mais facilitado pelos primeiros sinais de inflação elevada e pelas distorções por esta provocadas na execução do orçamento. A fraqueza de nossas instituições monetárias e fiscais produzia-se naquele tempo, e ainda produz, um viés acomodatório e inflacionário na execução fiscal e política monetária associada quer resulta de tais instituições terem se desenvolvido para serem mecanismos executores de prioridades nacionais ad hoc sob controle de regras decisórias autoritárias. Na ausência de controle autoritário, essas instituições não colocaram obstáculos à irresponsabilidade fiscal, especialmente em função de duas circunstâncias: (i) a primeira foi a absoluta falta de transparência envolvendo as contas fiscais o que, no primeiro momento podia dever-se ao esforço do Executivo em evitar o escrutínio do Congresso, mas, em seguida, pareceu incentivada pelo próprio Congresso interessado em progressivamente apropriar-se do controle do imposto inflacionário, vale dizer, das receitas inflacionárias fora da esfera orçamentária; (ii) a segunda tinha ver que com as distorções, introduzidas pela inflação no processo orçamentário (...) do que resultava a destruição completa do orçamento público como instrumento de planejamento e controle fiscal. (FRANCO, 1995, p. 207-208)

Nesse aspecto, destaca-se que a desagregação da moeda fez com que a base monetária (M1) chegasse ao ponto de representar menos de 1% do PIB (LOPES & ROSSETI, 1998, p. 380).

Por fim, ao final deste período, a moeda brasileira havia se despido de todas suas características, os preços aumentavam com persistência dada a natureza hiperinflacionária, impossibilitando tanto o Estado como o público o mínimo de previsibilidade sobre o futuro econômico.

### 3.2 A concepção do plano real até junho de 1999

O ponto de partida da moeda real foi a recuperação dos atributos essenciais ao funcionamento de uma moeda, isto é, sua capacidade de servir como unidade de conta, reserva de valor e de meio de pagamento.

Como Franco (1995) bem expõe, buscou-se trilhar o caminho inverso daquele que destruiu a moeda anterior, em suas palavras:

A regeneração da moeda no Brasil procurou trilhar o caminho inverso daquele que a destruiu, apropriando-se sequencialmente das funções que perdeu, na prática “reestatizando” funções perdidas para os agentes privados. Daí o zelo do legislador, em primeiro lugar, unificar a indexação em torno de um só “índice” de natureza oficial, ou estatal, reconhecimento explicitamente, todavia, o caráter *soi dissant* monetário da indexação, ou seja, o fato de que um indexador (seja índice de preços ou unidade fiscal) cumpre a função monetária de servir como unidade de conta sem, todavia, constituir por inteiro moeda. (FRANCO, 1995, p. 34)

Para tanto, houve uma engenharia monetária, se assim pode-se dizer, onde foi estabelecido um período de transição com a inclusão de um novo parâmetro para unidade de conta, a definição de um modo para calcular a perda do poder aquisitivo, ou a forma de se realizar a correção monetária, bem como regras para incentivar a adoção da nova moeda pelo público: a Unidade Real de Valor, ou URV.

O URV, que possuía natureza transitória até a instituição da nova moeda curso forçado, o real, e tinha sua variação calculada diariamente por três índices de ampla utilização, o IGP-M, o IPCA-E e o IPC-FIPE. Neste período, o país viveu um sistema bimonetário, que foi reunificado com a substituição do real (LOPES & ROSSETI, 1998, p. 382).

Tais parâmetros eram de suma importância, porque a ausência de critérios objetivos e generalizados levou a criação de diversos indexadores ao longo da história monetária brasileira. Nesse aspecto, Carvalho et al (2007) assim expõem:

A reforma monetária de 1994, de maneira semelhante aos planos anteriores, teve que determinar as fórmulas pelas quais a perda de poder aquisitivo da moeda deveria ser explicitamente reconhecida, quais moedas de conta poderiam ser utilizadas em cláusulas de correção monetária e em que termos. Porém, dessa vez, era como retornar a um longínquo ponto de partida, talvez imaginário, e para um novo regramento destinado a ser duradouro, e no âmbito do qual era preciso incrustar freios e defesas que evitassem a recidiva. Era preciso, portanto, reconciliar os dispositivos anteriores que estabeleciam o nominalismo, característico de uma economia de preços estáveis, com os imensos traumas e sequelas da triste

experiência inflacionária vivida pelo país nas décadas anteriores. (FRANCO, 2017, p. 137)

E, foi através deste mecanismo que o Estado procurou criar as bases para reestabelecer as funções da moeda, visto que por meio do URV era exercida a função de unidade de conta, de meio de pagamento e de reserva de valor (LOPES; ROSSETI, 1998, p. 381-382).

O fato curioso é que por intermédio da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1994, não se procurou coagir ou impor o novo curso da moeda, pelo contrário, o Plano Real compreendeu mecanismos de incentivo ao uso do URV e posteriormente do Real para sua adoção pelas instituições financeiras e demais agentes não financeiros, ou o público.

Esse programa de estabilização diferenciou-se dos que o antecederam em vários pontos. Traduziu-se por um bem articulado sistema de decisões, em que se procurou unir o saber econômico sobre programas de estabilização, aqui e alhures, e o saber jurídico sobre a moeda. Não foram implementadas soluções coercitivas do tipo congelamento de preços ou confisco temporário de ativos e, em boa medida, o processo de estabilização envolveu a definição de incentivos econômicos naturais para escolhas racionais exercidas voluntariamente e das quais resultaria um empreendimento social que elevaria o bem estar coletivo. (LOPES; ROSSETI, 1998, p. 380)

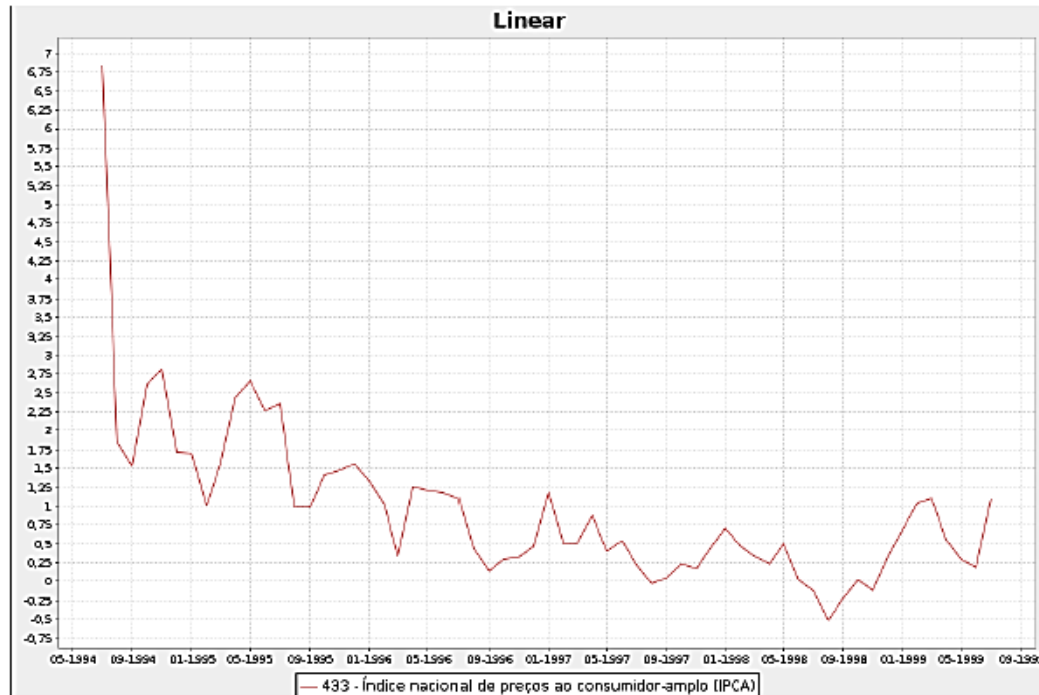
Com efeito, houve uma “reunificação da moeda”, conforme Franco (1995) expõe a situação, sendo que o Plano Real buscou colocar alternativas para com que sua adoção fosse generalizada, inclusive criando parâmetros para as conversões dos salários, instituindo uma regra de como deveria ser realizada.

Ao determinar – para os salários em geral, o salário mínimo e os benefícios da Previdência – a conversão pela média dos valores em URV da data do pagamento, estava-se, simultaneamente: (i) modificando a expressão monetária dos salários de cruzeiros reais para URV; (ii) procedendo-se uma até então impensável transição do sistema de pagamentos de salários do regime de competência para o regime de caixa e, por fim, (iii) determinando-se uma conversão pela média. (FRANCO, 1995, p. 43)

Para fins da transição, foram adotadas as seguintes bases: 1,00 URV compreendia a quantia de CR\$2.750, sendo que 1,00 URV era igual a 1US\$. Em outras palavras, o real, a partir de sua implementação em 01 de julho de 1994, valia um dólar (LOPES; ROSSETTI, 1998, p. 384), havendo a conseqüente dolarização da economia brasileira nos anos seguintes.



Ao analisarmos a inflação medida pelo IPCA no período de julho de 1994 a junho de 1999, observamos uma drástica redução dos níveis inflacionários, alcançando níveis civilizados que promoveram a estabilidade da moeda e a conservação do seu poder de compra, conforme se denota pelo gráfico 03.



Séries localizadas						
Cód.	Nome completo	Unid.	Per.	Início	Últ. valor	Eixo Y
433	Índice nacional de preços ao consumidor-amplo (IPCA)	Var. % mensal	M	02/01/1980	set/2022	Primário

Os campos com \* são de preenchimento obrigatório

Parâmetros para a consulta	
* Período	01/07/1994 a 01/07/1999

Gráfico 03: Variação mensal da inflação medida pelo IPCA de julho de 1994 a julho de 1999

Fonte: Sistema de séries temporais – Banco Central

Assim, é possível afirmar que o Plano Real foi exitoso logo nos seus primeiros anos pela criação de uma moeda estável que preenchia suas funções essenciais de reserva de valor, meio de troca e unidade de conta.

Contudo, nem tudo são flores. O controle da inflação era realizado de maneira artificial pelo Banco Central, notadamente através do regime cambial fixo em que era adotada a abordagem da âncora nominal.

Esta abordagem compreendia na desvalorização do dólar em intervalos curtos pelo Banco Central, não sendo considerado o nível da taxa de inflação (CARVALHO et al, 2007, p. 371-372), situação esta que apesar de trazer benefícios

no curto prazo, se inverteu e ocasionou o gasto maciço das reservas cambiais brasileiras.

A desvinculação entre o ritmo de desvalorização e a taxa de inflação passada tinha por objetivo romper com as instituições do passado inflacionário da economia brasileira, caracterizado pela indexação de preços e rendimentos, inclusive da taxa de câmbio. Porém, quando, a partir de 1997, a taxa de inflação caiu abaixo do ritmo – mantido constante – da desvalorização, a regra cambial passou a constituir, ironicamente, um mecanismo de promoção de desvalorizações reais, porém de forma lenta e gradual, da moeda doméstica. (CARVALHO et al, 2007, p. 372)

E, como se observa no gráfico 03, houve meses com inflação negativa no ano de 1998, e, como o COPOM relatou na 22ª Reunião de março de 1998, houveram ingressos cambiais significativos diante da percepção de que as taxas de juros seguiriam em queda, estimulando a arbitragem pelos participantes do mercado.

Naquele momento, via-se a situação com tranquilidade, chegando o comitê a afirmar que a razão se devia na “percepção de que as taxas de juros devem seguir a tendência de queda, o que leva os participantes a se apressarem para não perderem a oportunidade de arbitragem.” (Ata da 22ª Reunião de março de 1998 do COPOM)

Todavia, a situação mudou e passou a se alterar drasticamente pela continuidade da entrada de fluxos externos. Vindo o comitê assim afirmar na reunião seguinte:

O período iniciado na última reunião do COPOM foi, de novo, marcado pelo fluxo de entrada de capitais externos, fenômeno que se mostra expressivo desde fevereiro. Até o dia 13 de abril, o setor externo foi o mais significativo fator de expansão da base monetária, respondendo por impacto de R\$ 12,2 bilhões. O excesso de liquidez resultante não pôde ser esterilizado integralmente apenas com o aumento das emissões primárias do Banco Central, sob pena de se incorrer na elevação das taxas de juros propostas.

(...)

Do ponto de vista da disponibilidade de reservas internacionais, não resta dúvida de que, restabelecidos, e até mesmo superados, os níveis pré-crise, **a continuidade do processo de acúmulo de reservas é nociva, na medida em que exige como contrapartida a elevação dos encargos da dívida mobiliária**, a exemplo da ocorrida ao longo dos dois últimos meses. Esse fato, por si só, não recomenda a manutenção das taxas de juros nos patamares atuais. Considerando, ainda, o resultado insatisfatório das contas públicas durante o ano de 1997, veiculado recentemente, e a queda nos índices de emprego, apontada pelo IBGE, configurasse quadro que parece de fato demandar a redução significativa das taxas de juros básicas da economia, respeitando o limite imposto pelo ritmo de desvalorização cambial desejado, pela cunha fiscal imposta à entrada de capital e pela taxa de atratividade dos investidores. (Ata da 23ª Reunião de abril de 1998 do COPOM. Grifo nosso.)

Em outras palavras, houve uma expansão da base monetária M1, insurgindo no aumento e velocidade da circulação de moeda na sociedade brasileira, sendo que para o Banco Central assegurar a estabilidade nos termos do regime cambial fixo de âncora nominal, foi necessária a emissão de títulos públicos, bem como o aumento da taxa de juros básica.

Não apenas isso, se observou uma redução das reservas internacionais que o Brasil detinha, vindo o COPOM anunciar na 25ª Reunião de junho de 1998 uma diminuição de US\$470 milhões, determinando que essas saídas decorreram de transações financeiras – ou seja, com a política de regime cambial fixo, sabia-se o valor que o Banco Central pagaria pelo dólar, aproveitando-se especuladores para realizar a arbitragem.

Analisando os fatos, observa-se que houve um ataque especulativo à moeda brasileira (MODENESI, 2012, p. 391), que primeiro a apreciou devido o ingresso constante de recursos internacionais, os quais depois saíram de nossa economia, demonstrando que o controle da inflação através da âncora cambial possuía seus malefícios.

### **3.30 tripé macroeconômico e a política monetária até o ano 2015**

Foi instituído em 21 de junho de 1999 o Decreto 3.088 que teve como objetivo a alteração da sistemática da política monetária brasileira, passando ela a operar através dos regimes de meta de inflação, “representadas por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação” conforme preconizado no §1º do artigo 1º deste decreto.

O regime de metas de inflação foi instituído pelo Decreto no 3.088, de 2 de junho de 1999, ou seja, um pouco depois do País ter adotado um regime de câmbio flutuante após um período de forte pressão especulativa sobre o real, que ocorreu em janeiro daquele ano. (...) No Brasil, as metas são propostas pelo Ministro da Fazenda, mas decididas e anunciadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que é constituído pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central do Brasil (BCB). Além do centro da meta, expresso pela variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE, o CMN determina o intervalo de tolerância adotado, que tem variado entre 2% e 2,5% acima e abaixo da meta central, de modo a permitir algum grau de flexibilidade à política monetária. No regime de metas de inflação adotado no Brasil não há o uso de um núcleo de inflação, já que, como visto, é

utilizado um índice de preços cheio (o IPCA). (CARVALHO, 2007, p. 141-142)

Esta mudança decorreu da compreensão de que o controle da inflação era o objetivo principal da política econômica. Afinal, como o próprio Brasil foi testemunha, o seu descontrole acarreta na destruição da moeda e do poder aquisitivo da população.

Consequentemente, a adoção de um regime de metas de inflação tem como característica o reconhecimento explícito de que o objetivo da política monetária é a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável. Em outras palavras, está implícito o compromisso institucional da busca de estabilidade como objetivo permanente da política monetária. Em versões mais flexíveis do regime de metas, o objetivo de estabilidade de preços pode ser acompanhado do objetivo de manter a estabilização do produto corrente em níveis próximos da taxa potencial de crescimento mas somente naquelas condições em que a estabilidade de preços não seja violada. (CARVALHO *et al*, 2007, p. 140)

Além disso, essa mudança também foi ocasionada por fatores externos que motivaram a mudança do regime cambial adotado pelo Banco Central de âncora nominal para controle e política anti-inflacionária, a partir de então passando a ser de natureza flutuante.

A introdução do regime de câmbio flutuante no Brasil não foi fruto de uma opção planejada. Ao contrário, foi uma imposição dos fatos. Diante do ataque especulativo e da rápida queda das reservas, o governo se viu impossibilitado de manter as intervenções no mercado de câmbio requeridas pela regra cambial até então em vigor. Não há nisso nada de muito específico à experiência brasileira. Ao contrário, uma história semelhante ocorreu com inúmeras outras economias emergentes ao longo da década de 1990 e nos primeiros anos da década seguinte. Crises cambiais e ataques especulativos a moedas de países emergentes, como o México em 1994, diversas economias do leste asiático em 1997, Rússia em 1998, Argentina e Turquia em 2001 e Uruguai em 2002, levaram sempre ao abandono de taxas fixas de câmbio, em prol de flutuantes. (CARVALHO *et al*, 2007, p. 373)

A mudança de regime cambial foi necessária, pois não poderia o Banco Central continuar a suportar a estabilidade do real sob prejuízo das reservas internacionais e emissão de títulos mobiliários, sendo que neste novo modelo a autoridade monetária “permite que a taxa de câmbio se ajuste, livremente no mercado equilibrando a demanda e a oferta de divisas.” (TEIXEIRA, 2002, p.228)

De acordo com Fonseca *et al* (2017), por um lado o Plano Real significou a vitória da hiperinflação vivida no Brasil, por outro trouxe novas formas de

instabilidade pela estratégia de crescimento por meio da poupança externa atrelada ao regime cambial. Como resposta, foi instituída uma nova política monetária denominada de tripé macroeconômico:

Em resposta a isso, a política macroeconômica brasileira aderiu ao chamado tripé macroeconômico, baseado no regime cambial flexível, em uma meta de superávit primário e no regime de meta inflacionária (RMI), a ser cumprida por meio de um instrumento principal, a manipulação da taxa básica de juros. (FONSECA et al, 2017, p. 83)

Isso posto, ao instituir o novo regime de meta inflacionária, a política monetária brasileira colocou três pressupostos macroeconômicos para atingi-la: o regime cambial flexível, atuando o Banco Central na compra e venda de dólar para assegurar a estabilidade da moeda, o superávit primário, indicando o compromisso com o pagamento das dívidas e equalização das receitas e despesas antes dos juros devidos e indicar a meta de inflação para manter a economia em nível aquecido, porém com estabilidade do poder aquisitivo e previsibilidade do comportamento da moeda.

É importante destacar que ao colocar o superavit primário como pressuposto, verifica-se o comprometimento do Estado com a transparência das contas fiscais e o compromisso de honrar com as despesas.

Trata-se de um aspecto importante porque ao passo que o Estado não tem condições de honrar com seus compromissos, isto é, pagar as despesas, faz-se necessária a emissão de moeda através da venda de títulos. E, como sabido, a emissão descontrolada de moeda é uma das causas da inflação.

Neste período da instituição do regime de metas de inflação, observamos relativa estabilidade inflacionária, como se verifica no gráfico 04, sendo que apenas entre o fim do ano de 2002 e início de 2003 verificamos uma elevação da média mensal, que, contudo, foi logo estabilizada aos níveis que se mantiveram pelos anos subsequentes, atingindo a média anual de aproximadamente 7% ao ano pelo IPCA (MODENESI, 2012, p.390).

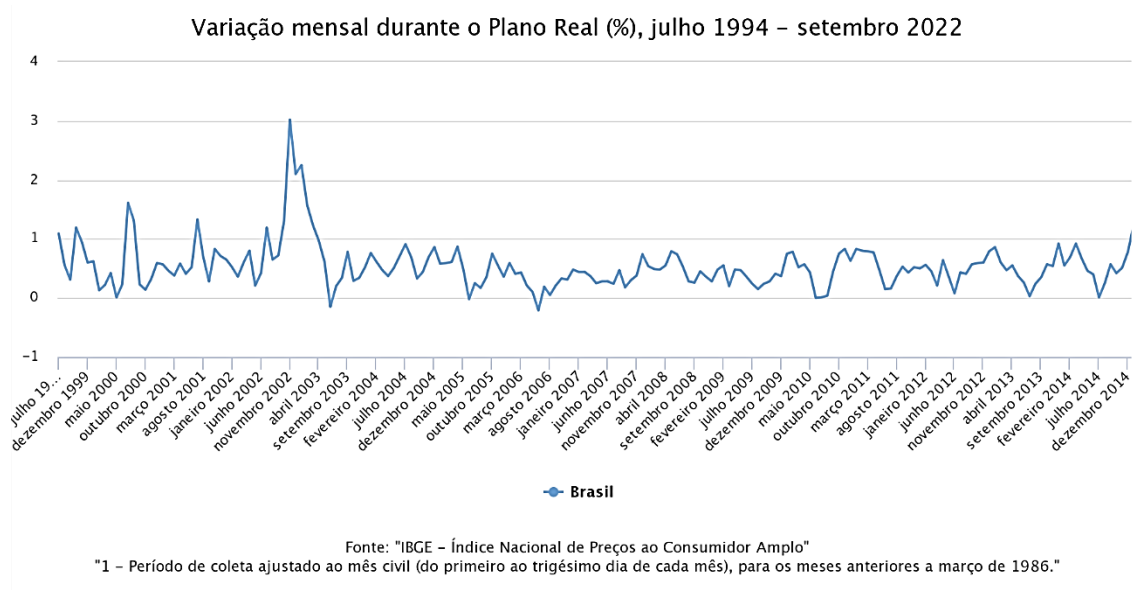
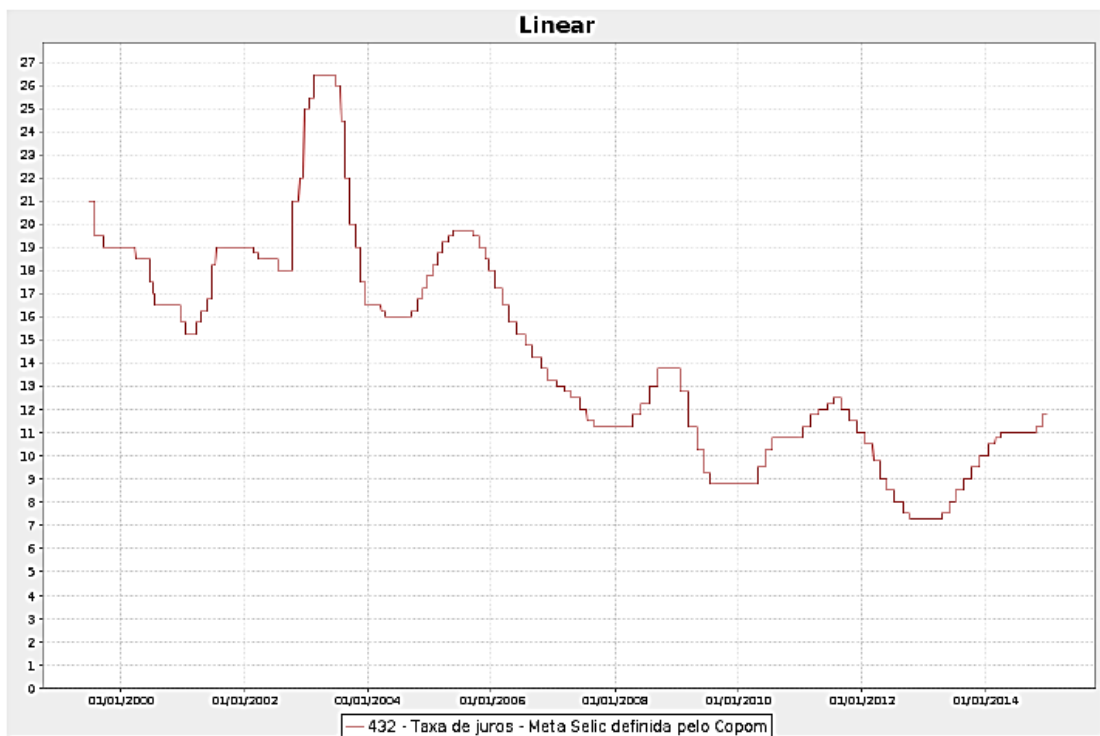


Gráfico 04: Variação mensal da inflação medida pelo IPCA de julho de 1999 a dezembro de 2014  
Fonte: IBGE

Todavia, ao observarmos a taxa SELIC, a taxa básica de juros estipulada pela autoridade monetária, observamos que seus patamares foram elevados quando comparados à inflação, vide gráfico 05, o que trouxe diversas críticas à efetividade desta política monetária e seus efeitos sobre a sociedade brasileira sob a alegação de que isto trazia rigidez monetária e acarretava no fraco desempenho da economia brasileira (MODENESI, 2012, p. 391-392).

Entre 1999 e 2010, a Selic real manteve-se acima de um dígito em cinco ocasiões (1999, 2000, 03, 05 e 06) e sua média superou 9% a.a. É verdade que a Selic real caiu de forma não desprezível, sobretudo a partir do ano 2000 — porém ainda mantém-se em patamar muito alto. A PM brasileira constitui uma anomalia no cenário mundial. Grosso modo, a taxa de juros real do país foi mais do que o dobro da média da América Latina (AL), entre 1995 e 2008. No período, a taxa de juros real no Brasil foi sistematicamente superior à média dos emergentes. (MODENESI, 2012, p. 391)

Isso porque ao se estipular a taxa de juros básica acima da inflação, o investidor tem ganhos reais, desincentivando a aplicação do capital em empreendimentos. Isto é, promove a financeirização dos recursos de capital, removendo-o da base monetária M1 através da alocação destes em ativos mobiliários.



Séries localizadas						
Cód.	Nome completo	Unid.	Per.	Início	Últ. valor	Eixo Y
432	Taxa de juros - Meta Selic definida pelo Copom	% a.a.	D	05/03/1999	07/12/2022	Primário

Os campos com \* são de preenchimento obrigatório

Parâmetros para a consulta	
* Período	01/07/1999 a 01/01/2015

Gráfico 05: Variação da meta de juros SELIC de julho de 1999 a janeiro de 2015  
 Fonte: Sistema de séries temporais – Banco Central

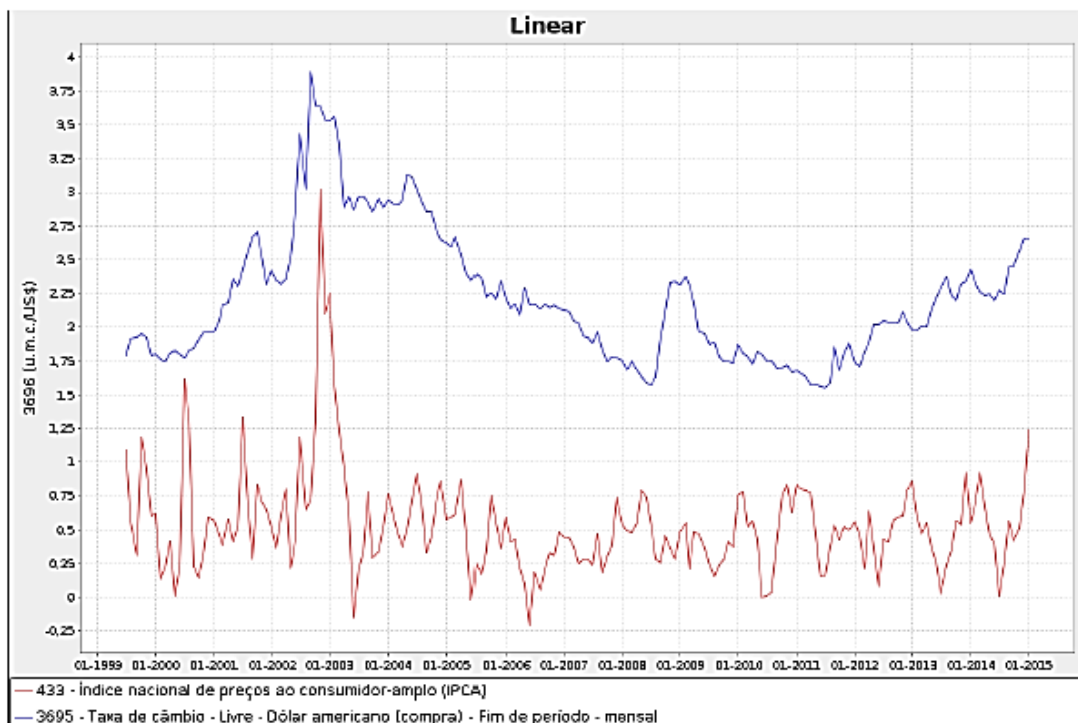
Nesse sentido, alguns autores, tal como Bresser-Pereira *et al* (2019), afirmam que há um regime de financeirização que propicia o rentismo no Brasil desde a implementação do Plano Real.

De acordo com esse entendimento, ao contrário de outros países onde os ganhos da financeirização se dão através de dividendos, na economia brasileira ocorre o ganho através dos juros, o que é possível diante de alto custo da taxa básica de juros (BRESSER-PEREIRA *et al*, 2019, p. 17).

O fato de o Tesouro Nacional (TN) ofertar um ativo singular, as LFT — título pós-fixado (i.e, sem risco de juros) e com alta liquidez e rentabilidade –, está na origem do problema.<sup>10</sup> Cria-se anômala vinculação entre o mercado monetário e o de dívida pública via correção das LFT pela Selic — viabilizando a indexação de instrumentos financeiros ao Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI). Assim, o sistema bancário pode ofertar uma gama de instrumentos referenciados ao CDI e com alta liquidez. (MODENESI, 2012, p. 394)

Uma outra crítica relacionada ao tripé macroeconômico se dá sobre o regime de câmbio flexível e as influências que este pode ter, sobretudo na inflação. Isso porque a economia brasileira pode sofrer choques diante de crises externas que promovam a fuga de capitais para economias mais sólidas, atingindo o núcleo do objetivo da política monetária, a meta de inflação.

Ao observar o comportamento do dólar comparado ao real no período de julho de 1999 a janeiro de 2015 se constata que os picos inflacionários se deram justamente quando houve aumento da demanda por dólar, acarretando na elevação da taxa de câmbio.



Séries localizadas						
Cód.	Nome completo	Unid.	Per.	Início	Últ. valor	Eixo Y
433	Índice nacional de preços ao consumidor-amplio (IPCA)	Var. % mensal	M	02/01/1990	set/2022	Primário
3695	Taxa de câmbio - Livre - Dólar americano (compra) - Fim de período - mensal	u.m.c./US\$	M	31/01/1953	out/2022	Primário

Os campos com \* são de preenchimento obrigatório

Parâmetros para a consulta	
* Período	01/07/1999 a 01/01/2015

Gráfico 06: Variação do dólar e da inflação medida pelo IPCA no período de julho de 1999 a janeiro de 2015

Fonte: Sistema de séries temporais – Banco Central

Objetivamente, não é possível dissociar os efeitos da variação cambial dos seus respectivos reflexos na inflação, seja lá por qual índice ela for medida, porque



neste cenário globalizado que convivemos, é normal a importação de produtos, sejam para uso final ou intermediário na produção de bens, ou mesmo de transações internacionais, independentemente do tipo.

Assim, por tais razões, devemos também nos atentar à taxa de câmbio haja vista os reflexos que ela pode ter na economia. Neste sentido, Modenesi *et al* (2015) explicam a correlação:

O repasse da taxa de câmbio para a inflação é definido como a variação percentual nos preços domésticos devido a uma variação de 1% na taxa de câmbio nominal [Campa e Goldberg (2005)]. O efeito de uma variação cambial sobre os preços domésticos se dá por via direta, pelo impacto do câmbio nos preços de insumos utilizados na produção doméstica e nos preços dos produtos finais importados, e por via indireta, pelo impacto dos preços dos bens importados (insumos e finais) sobre a demanda por bens produzidos internamente que competem com produtos importados. A intensidade do efeito direto dependerá da participação relativa dos produtos importados na composição dos bens finais consumidos domesticamente e da participação dos insumos importados na estrutura de produção de bens domésticos finais. Já o fator relevante no efeito indireto será a elasticidade de substituição entre bens domésticos e importados, uma vez que uma desvalorização cambial, por exemplo, acarretará um aumento na demanda por bens domésticos vis-à-vis importados e aumentará a competitividade das exportações que, dada a oferta, poderá causar pressões inflacionárias sobre os preços domésticos e salários nominais. Além desses efeitos, preços administrados cujos contratos de reajuste estejam vinculados ao câmbio também podem afetar os preços domésticos, ainda que de forma defasada. (MODENESI *et al*, 2015, p. 344)

Expostos tais aspectos, sem o desejo de ser prolixo, é importante relembrar que neste período de metas de inflação, definido pelo Decreto nº 3.088 de 1999, foram colocados os seguintes atributos como subjacentes do tripé macroeconômico: o regime cambial flexível, o superávit primário e as metas de inflação.

Até o período de 2012 se verifica a partir dos gráficos que o Real (R\$) atravessou com certa estabilidade, com níveis inflacionários razoáveis, baixa volatilidade do dólar, apesar da crise financeira de 2008, bem como foi possível a diminuição da taxa básica de juros até próximo ao patamar de 7%.

Acontece que, como se denota pela comparação da taxa básica com o dólar, o Banco Central passou a aumentar os juros básicos a partir de 2013, acompanhando a variação cambial, tal como fez questão de constar na ata da 177ª Reunião:

O Copom avalia que a depreciação e a volatilidade da taxa de câmbio verificadas nos últimos trimestres ensejam uma natural e esperada correção de preços relativos. Para o Comitê, esses movimentos nos mercados

domésticos de divisas, em certa medida, refletem perspectivas de transição dos mercados financeiros internacionais na direção da normalidade, entre outras dimensões, em termos de liquidez e de taxas de juros. Importa destacar ainda que, para o Comitê, a citada depreciação cambial constitui fonte de pressão inflacionária em prazos mais curtos. No entanto, os efeitos secundários dela decorrentes, e que tenderiam a se materializar em prazos mais longos, podem e devem ser limitados pela adequada condução da política monetária. (Ata da 177ª Reunião do Comitê de Política Monetária de agosto de 2013)

Não bastasse isso, como a estipulação da meta de inflação também leva em conta a capacidade de o Estado honrar com as despesas correntes, houve o primeiro déficit desde a criação do Real (R\$) no ano de 2014, vide gráfico 07.



Gráfico 07: Evolução da dívida pública de 2002 a 2014 em relação ao PIB  
Fonte: Banco Central  
Fonte: G1

Tais aspectos não deixaram de passar despercebidos pela autoridade monetária, assim salientando na 187ª Reunião do COPOM:

O Copom observa que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. Não obstante identificar evidências de estímulos fiscais na composição da demanda agregada este ano, na visão do Comitê, no horizonte relevante para a política monetária, o balanço do setor público tende a se deslocar para a zona de neutralidade, além disso, pondera que não se pode descartar migração para a zona de contenção fiscal. O Comitê nota ainda que a geração de superavit primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação contribuirá para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Importa destacar, também, que a geração de superavit primários que fortaleçam a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público contribuirá para diminuir o custo de financiamento da dívida pública, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, o que estimulará o investimento privado no médio e no longo prazo. (Ata da 187ª Reunião do Comitê de Política Monetária de dezembro de 2014)

Como se constata pela elevação do dólar perante o real, do déficit nas contas públicas e da elevação da taxa de juros no final de 2014, o Brasil no final deste período analisado passa a ter uma elevação dos preços, o que fica evidenciado pelo aumento da inflação a partir do segundo semestre de 2014.

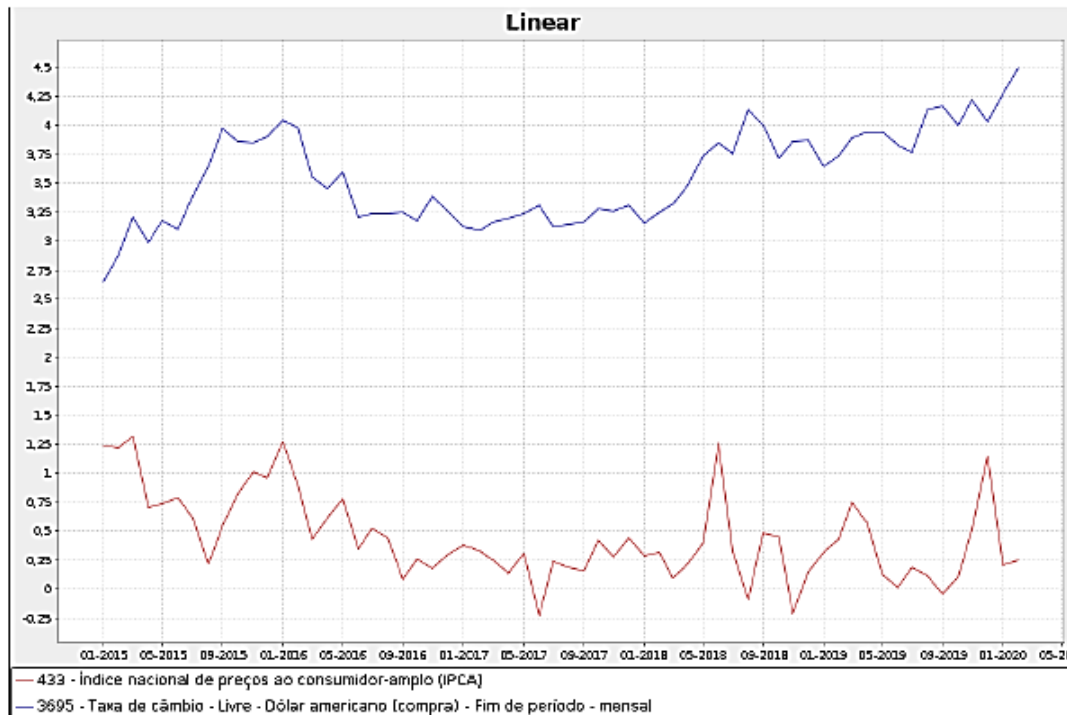
Por fim, se verifica que neste período as intervenções da autoridade monetária se deram principalmente através da fixação da taxa básica de juros, ora motivos de críticas por desincentivar o investimento, contudo se destacando como principal artifício do Banco Central para controle da inflação.

### **3.4 Turbulências e a política monetária: 2015 a 2020**

Neste período a sociedade brasileira passou por um período de estagnação econômica, elevação de preços, aumento do desemprego, de elevação do dólar comparado ao real, sem contar com diversos escândalos políticos.

Para fins deste estudo, se evitará adentrar no contexto político, altamente polarizado e com diversas opiniões dissidentes, contudo não é possível deixar de refletir se este não foi componente de descrença com o Estado brasileiro e conseqüentemente com a sua moeda, o real, levando à evasão de divisão e diminuição dos investimentos estrangeiros, fatores que pesaram na balança comercial e levaram na diminuição da oferta e aumento da demanda por dólar.

Com efeito, tanto a inflação como o dólar passaram a apresentar taxas crescentes, sobretudo a inflação medida pelo IPCA que demonstrou forte volatilidade, havendo uma variação positiva de 19,02% de janeiro de 2015 à junho de 2017, como se pode observar pelo gráfico 08.



Séries localizadas						
Cód.	Nome completo	Unid.	Per.	Início	Últ. valor	Eixo Y
433	Índice nacional de preços ao consumidor-amplio (IPCA)	var. % mensal	M	02/01/1980	set/2022	Primário
3695	Taxa de câmbio - Livre - Dólar americano (compra) - Fim de período - mensal	u.m.c./US\$	M	31/01/1953	out/2022	Primário

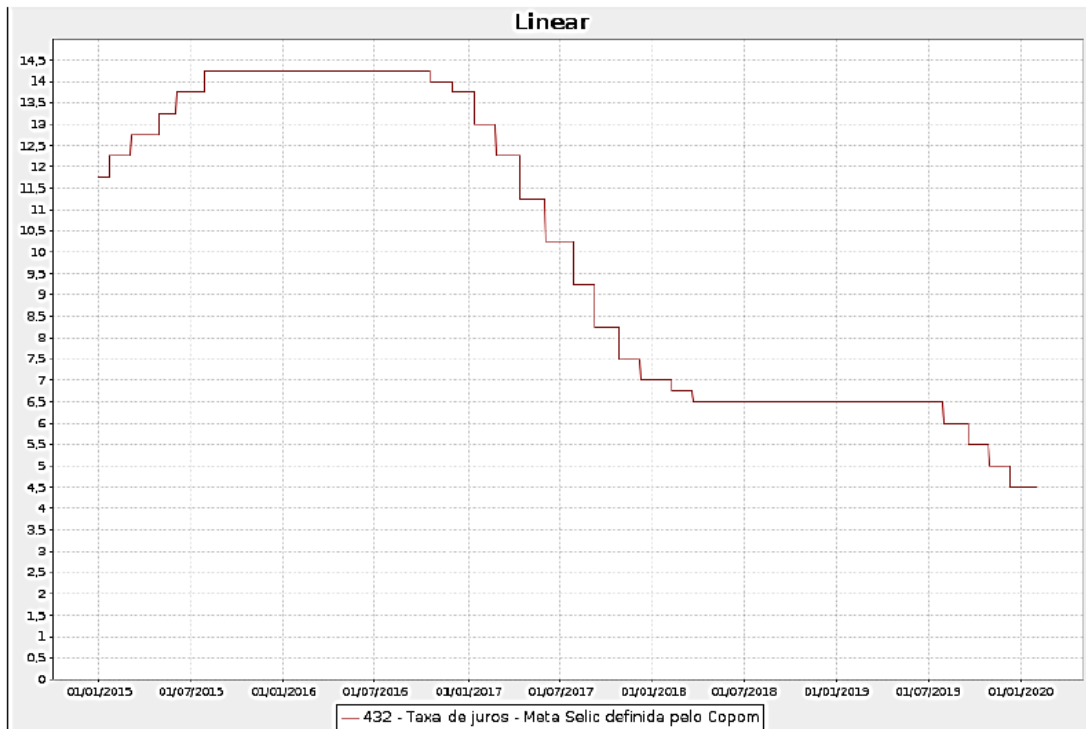
Os campos com \* são de preenchimento obrigatório

Parâmetros para a consulta	
* Período	01/01/2015 a 01/02/2020

Gráfico 08: Variação mensal da inflação medida pelo IPCA e do dólar no período de janeiro de 2015 a fevereiro de 2020

Fonte: Sistema de séries temporais – Banco Central

Neste período, o artifício utilizado pelo Banco Central para frear o avanço da inflação foi o crescimento da taxa básica de juros para valores acima de 14% ao ano, aumentando-a gradativamente de 11,75% no início de 2015 para 14,25% no segundo semestre daquele ano, mantendo-a neste patamar até o segundo semestre de 2016, quando a inflação passou a demonstrar sinais de arrefecimento, como se vislumbra pelo gráfico 09.



Séries localizadas						
Cód.	Nome completo	Unid.	Per.	Início	Últ. valor	Eixo Y
432	Taxa de Juros - Meta Selic definida pelo Copom	% a.a.	D	05/03/1999	07/12/2022	Primário

Os campos com \* são de preenchimento obrigatório

Parâmetros para a consulta	
* Período	01/01/2015 a 01/02/2020

Gráfico 09: Variação da meta de juros SELIC de janeiro de 2015 a fevereiro de 2020  
Fonte: Sistema de séries temporais – Banco Central

De acordo com alguns autores, como Oreiro & Paula (2019), esse período foi inicialmente marcado pela queda da produtividade e aumento da taxa de desemprego, atingida, principalmente, pela diminuição da atividade na construção civil.

A forte desaceleração econômica veio acompanhada de um agudo crescimento na taxa de desocupação, que aumentou celeremente de 6,5% em dezembro de 2014 para 13,7% em março de 2017, mantendo-se desde então ao redor 12%, permanecendo neste patamar elevado sem uma tendência de redução mais significativa. O aumento na taxa de desocupação atingiu a grande maioria dos setores da economia, mas foi particularmente agudo no setor de construção civil (responsável por 22% do aumento da taxa entre 2014 e 2016), dependente dos programas do governo e atingido pela paralisia no setor causado pela operação Lava-Jato. (OREIRO; PAULA, 2019, p. 05)

Não obstante a compreensão dos autores de que a diminuição da produtividade e aumento do desemprego tenha se dado em virtude de demandas judiciais, o fato é que, conforme relatado pelo COPOM, houve uma desaceleração na economia como um todo, afirmando em agosto de 2016 que “A economia segue operando com nível elevado de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego.” (Ata da 201ª Reunião do Comitê de Política Monetária de agosto de 2016).

Projetava-se a meta da inflação para 4,5% ao ano no final de 2016, sendo necessária a adoção de taxas mais altas para alcançar a convergência, tal como relatado na 192ª Reunião do comitê.

Afinal, como o próprio COPOM havia relatado em junho de 2016, o país atravessava crescente diminuição da atividade fabril e do nível de empregos, manifestando o seguinte:

Assim, o setor industrial acumula, nos últimos doze meses, variação de - 9,6% em abril de 2016. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial recuou 7,2% em abril, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos em três das quatro categorias de uso e em 21 dos 26 ramos pesquisados. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação caiu 0,6% em abril de 2016, em relação ao mês anterior, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 9,9% menor do que o registrado em abril de 2015. O indicador PMI do setor industrial, por seu turno, reduziu-se de 42,6 em abril para 41,6 em maio, menor valor desde a crise de 2008, apontando para forte desaceleração, corroborada pela retração observada no mercado de bens de investimento.

(...)

De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em abril desse ano foi estimada em 11,2%, 3,2 p.p. acima da aferida no trimestre móvel encerrado em abril do ano passado. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Previdência Social (MTPS) mostram redução de 62,8 mil postos de trabalho formais em abril e fechamento de 1,83 milhão de vagas nos últimos doze meses. Em suma, dados disponíveis confirmam intensificação do processo de distensão no mercado de trabalho. (Ata da 199ª Reunião do Comitê de Política Monetária de junho de 2016)

Nesse cenário, de crescente inflação, diminuição da produtividade e aumento do desemprego, o instrumento utilizado pela autoridade monetária para frear a inflação se deu essencialmente por meio da taxa de juros.

Com efeito, o cenário descrito teve início em meados de 2015, vindo a taxa básica de juros atingir a marca de 14,25% ao ano em julho de 2015 na 192ª Reunião do COPOM, patamar este que foi mantido até outubro de 2016 na 202ª Reunião, quando reduziu para 14% ao ano.

Em especial, na 202ª Reunião do COPOM, os membros fizeram questão de destacar o compromisso com o arranjo fiscal do Estado, eis que entendiam devido o ajuste das contas públicas, assim manifestando:

O processo de aprovação e implementação dos ajustes necessários na economia, inclusive de natureza fiscal, apresenta-se, ao mesmo tempo, como um risco e uma oportunidade para o processo desinflacionário em curso. Os primeiros passos nesse processo foram positivos, o que pode sinalizar maior celeridade e probabilidade de aprovação. Por outro lado, o processo é longo e envolve incertezas. A redução da incerteza potencializaria os efeitos da política monetária. (Ata da 202ª Reunião do Comitê de Política Monetária de outubro de 2016)

A partir de então, foram uma série de reduções na taxa básica de juros, vindo ela a atingir o patamar de 6,5% ao ano em março de 2018 na 213ª Reunião do COPOM, percentual este que se manteve estável até o segundo semestre de 2019, quando iniciou uma nova fase de reduções.

Essa primeira fase de reduções foi marcada pelo retorno gradativo da atividade econômica no Brasil e surpreendentemente da desinflação dos preços dos alimentos, como bem destacou o comitê na ocasião da 205ª Reunião.

Voltando à economia doméstica, a inflação apresenta dinâmica favorável, com sinais de menor persistência no processo inflacionário. O processo de desinflação é mais difundido e indica desinflação nos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. Isso aumenta a confiança na sua continuidade. Houve ainda uma retomada na desinflação dos preços de alimentos, que constitui choque de oferta favorável. (Ata da 205ª Reunião do Comitê de Política Monetária de fevereiro de 2017)

Em um segundo período, observamos a estabilidade da taxa de juros no patamar de 6,5% ao ano, sendo este percentual mantido de março de 2018 a setembro de 2019, quando o COPOM novamente deu início à uma nova fase de redução.

De acordo com o exposto na 225ª Reunião, dados demonstravam as “expectativas de inflação para 2019, 2020, 2021 e 2022 apuradas pela pesquisa

Focus encontram-se em torno de 3,5%, 3,8%, 3,75% e 3,5%” (Ata da 225ª Reunião do Comitê de Política Monetária de setembro de 2019), assim como havia expectativas de crescimento da produtividade, como destacou:

Concluíram que os dados divulgados desde sua reunião anterior sugerem retomada do processo de recuperação da economia brasileira. Após crescimento acima do esperado no segundo trimestre, o Comitê estima que o Produto Interno Bruto (PIB) deva apresentar ligeiro crescimento no terceiro trimestre. Os trimestres seguintes devem apresentar alguma aceleração, que deve ser reforçada pelos estímulos decorrentes da liberação de recursos do FGTS e PIS-PASEP – com impacto, em especial, no último trimestre de 2019. O cenário básico do Copom supõe que o ritmo de crescimento subjacente da economia, que exclui os efeitos de estímulos temporários, será gradual. (Ata da 225ª Reunião do Comitê de Política Monetária de setembro de 2019)

A política de redução da taxa básica de juros permaneceu até o fim do período analisado, alcançando o patamar de 4,25% ao ano após decisão na 228ª Reunião do COPOM de fevereiro de 2020.

Ao analisarmos a política monetária deste segundo período, observamos maior convergência entre a taxa básica de juros e a inflação, adotando a Autoridade Monetária um percentual mais próximo dos juros ao do índice de elevação de preços.

A mudança na perspectiva do Banco Central pode ser atribuída, de certa forma, à concepção de que taxas elevadas afastam investimentos, contudo não podemos afirmar que de fato essa nova política propiciou o aumento deles.



## 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho optou por se dedicar à análise do Plano Real tão somente até fevereiro de 2020, período anterior ao início da pandemia de covid-19 que atingiu o globo.

As razões para tanto foram que por se tratar de fatos ainda recentes, ainda não existem muitos estudos, bem como não houve distanciamento suficiente para melhor compreender os efeitos das políticas adotadas.

Inclusive, dificuldade de encontrar estudos sobre a política monetária no surgiu já quando da análise do período de 2015 a 2020.

De todo modo, o Plano Real ao longo desses 28 anos de existência se demonstrou a moeda brasileira mais estável já concebida, havendo benefícios reais a toda população, com efeitos redistributivos percebidos por toda população, independente da classe social.

Os benefícios evidentes foram, primeiro, o controle de um processo inflacionário histórico e crônico, que se supunha endêmico, cujos efeitos econômicos e extra-econômicos perversos vinham afetando não só o desenvolvimento econômico interno como as próprias bases morais que dão sustentação à vida em sociedade. Segundo, com a unificação da moeda no Brasil, foram recompostas as bases das trocas sociais: com a inflação acelerada, as classes de renda alta usufruíam de uma moeda indexada e protegida, à qual as classes de baixa renda não tinham acesso, quer pela tipologia de seus ganhos (os salários configuram uma categoria clássica de rendimento diferido que as inflações corroem), quer pelas barreiras de acesso às aplicações financeiras. Terceiro, esse mesmo reordenamento do universo das trocas sociais exerceu efeito redistributivo imediato e de alto impacto, reduzindo o contingente de pobreza absoluta e, conseqüentemente, ampliando o acesso das classes de rendas médias e baixas ao mercado de produtos, (LOPES; ROSSETTI, 1998, p. 386)

Como exposto, o Brasil atravessou período de grave hiperinflação, que corroeu os atributos essenciais da moeda, assim como foram criados diversos mecanismos de indexação, nem sempre acessíveis à toda população. Não havia planejamento possível dada a incerteza e falta de estabilidade monetária.

O Plano Real colocou fim a esse cenário, concebido e desenvolvido de acordo com a experiência monetária de outras nações, não se buscou criar novos mecanismos ou se aventurar em novas teorias, pelo contrário, pautados na ortodoxia, reunificaram a moeda seguindo o caminho inverso de sua destruição.

Até mesmo críticos do tripé macroeconômico adotado a partir do estabelecimento do regime de metas reconhecem os benefícios e o sucesso do Plano Real no combate à inflação.

Em síntese, o PR real foi bem-sucedido no combate à inflação. No entanto, a estabilidade vem-se apoiando em PM extremamente restritiva e, portanto, muito onerosa. É justamente em face dos custos associados à alta taxa de juros que o debate sobre a PM assume sua devida relevância. A estabilização monetária somente estará concluída com a reversão desse quadro. A primeira fase desse processo — a eliminação da alta inflação crônica — foi efetivada com sucesso há uma década e meia. Todavia, o alto custo que a sociedade brasileira vem pagando pela estabilidade de preços impede que tal conquista se torne perene ou politicamente sustentável. (MODENESI, 2012, p. 392)

Todavia, os benefícios são inegáveis, até mesmo porque se analisarmos a história monetária brasileira, foi a partir do Real que tivemos a primeira moeda estável, não atingida pela inflação como no passado.

Ora, uma evidência disso é o fato de todas as funções da moeda estarem presentes, desnecessitando a adoção de planos para “cortar zeros” como feito no passado.

A questão é que o controle da inflação é primordial para assegurar a estabilidade econômica, preservar as funções da moeda e possibilitar que as famílias reservem valores, que o dinheiro circule na economia sem a necessidade de constantes indexações, havendo maior previsibilidade para as famílias e empresas.

Não é à toa que a autoridade monetária o coloca como objetivo principal, pois dada a própria história monetária do Brasil, conhece os prejuízos que seu descontrole acarreta.

Por fim, colocamos a dúvida se as críticas de que o uso de elevadas taxas básicas de juros pelo Banco Central de fato afeta o crescimento e o desenvolvimento econômico da nação, o passado recente demonstra que nem quando as taxas foram levadas ao seu mínimo foram suficientes para promover maiores investimentos ou diminuir as taxas de juros aplicadas pelas instituições financeiras na concessão de empréstimo e financiamento, demonstrando a existência de problemas ou barreiras subjacentes.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil. 22ª Reunião, março de 1998.
- ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil. 23ª Reunião, abril de 1998.
- ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil. 25ª Reunião, junho de 1998.
- ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil. 177ª Reunião, agosto de 2013.
- ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil. 187ª Reunião, dezembro de 2014.
- ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil. 199ª Reunião, junho de 2016.
- ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil. 201ª Reunião, agosto de 2016.
- ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil. 202ª Reunião, outubro de 2016.
- ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil. 205ª Reunião, fevereiro de 2017.
- ATA DO COPOM. Brasília: Banco Central do Brasil. 225ª Reunião, setembro de 2019.
- Arestis, P., Ferrari Filho, F. e Paula, L. F. **Inflation targeting in Brazil**. International: Review of Applied Economics, 2011, p.127-148.
- AVERBUG, André; GIAMBIAGI, Fábio. **A crise brasileira de 1998/1999: origens e consequências**. Rio de Janeiro: BNDES, maio 2000, p. 5-39.
- Bresser-Pereira, L. C. **A taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento**. Estudos avançados, 2012, p. 7-28.
- BRESSER-PEREIRA, L.C. e SILVA, C. **O Regime de Metas de Inflação no Brasil e a Armadilha da Taxa de Juros/Taxa de Câmbio**. In: J.L. Oreiro, L.F. de Paula e R. Sobreira (orgs). Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação: Teoria e Experiência Brasileira. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2009, p. 21-51.
- BRESSER-PEREIRA. Luiz Carlos; PAULA, Luiz Fernando de; BRUNO, Miguel. **Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil**. IE-UFRJ DISCUSSION PAPER, outubro/2019. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/index.php/index-publicacoes/textos-para-discussao>.
- CAETANO, Sidney Martins; SILVA JUNIOR, Geraldo Edmundo; SOUZA JUNIOR, José Ronaldo de Castro. **CUSTOS DE BEM-ESTAR DA INFLAÇÃO NO BRASIL PÓS-REAL**. Economia Aplicada, v. 18, n. 2, 2014, pp. 271-293.
- CARVALHEIRO, Nelson. **A política monetária no Brasil pós-real**. PESQUISA & DEBATE, SP, volume 13, n. 1(21), 2002, p. 5-29.
- DALTO, Fabiano A. S. **Teoria Monetária Moderna – MMT: a chave para uma economia a serviço das pessoas**. Fortaleza: Nova Civilização, 2020.

DECRETO Nº 3.088, de 21 de junho de 1999. Estabelece a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. Publicado no **Diário Oficial da União** em de 22.06.1999.

FONSECA, Mateus R. R. da; SILVA, Pedro P. da; ARAÚJO, Eliane Cristina de. **Política monetária e ciclo financeiro global: uma análise sobre o caso brasileiro durante o regime de metas de inflação**. BRAZILIAN KEYNESIAN REVIEW, 3(2), p.82-106, 2nd Semester/2017.

FRANCO, Gustavo. H. B. **O Plano Real e outros ensaios**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

FRANCO, Gustavo. H. B. **A moeda e a lei: uma história monetária brasileira, 1933-2013**. Rio de Janeiro: Zahar, 2017.

FRANCO, Gustavo H.B. **Auge e declínio do inflacionismo no Brasil**. In: GIAMBIAGI, Fábio et al. Economia brasileira contemporânea (1945-2004). Rio de Janeiro: Campus, 2005, p. 258/283.

FRANCO, Gustavo H.B.; PINHO NETO, Demosthenes. **A desregulamentação da conta de capitais: limitações macroeconômicas e regulatórias**. Rio de Janeiro: PUC-Rio, 2004.

G1. **Contas do setor público têm primeiro déficit da história em 2014**. 30/01/2015. Disponível em <https://g1.globo.com/economia/noticia/2015/01/contas-do-setor-publico-tem-primeiro-deficit-da-historia-em-2014.html>. Acesso em 05 de outubro de 2022.

LEI Nº 9.069, de 29 de junho de 1994. Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do REAL e os critérios para conversão das obrigações para o REAL, e dá outras providências. Publicada no **Diário Oficial da União** em de 30.06.1995.

MENDONÇA, H. F. **Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro**. Economia e Sociedade, v. 16, p. 65- 81, 2001.

MENDONÇA, H. F. **Metas de inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados**. Revista de Economia Política, v. 27, p. 431-451, 2007.

MENDONÇA, H; DEZORDI, L.; CURADO, M. **A determinação da taxa de juros em uma economia sob metas para inflação: o caso brasileiro**. Revista Indicadores Econômicos FEE. 2005.

MODENESI, A. **Conservadorismo e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB (200-2007)**. Revista de Economia Política, 2011, p. 415-434.

MODENESI, A. **Regimes monetários: teoria e a experiência do real**. Barueri: Editora Manole Ltda, 2005.

MODENESI, A; MODENESI, R.L. **Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa**. Revista de Economia Política, 2012, p. 389-411.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. **A economia brasileira no governo Temer e Bolsonaro: uma avaliação preliminar**. Research Gate [2019]. Disponível em: [https://www.researchgate.net/profile/Joseluis-Oreiro/publication/336147850\\_A\\_economia\\_brasileira\\_no\\_governo\\_Temer\\_e\\_Bolsonaro\\_uma\\_avaliacao\\_preliminar/links/5d92c2f092851c33e94b3d60/A-economia-brasileira-no-governo-Temer-e-Bolsonaro-uma-avaliacao-preliminar.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Joseluis-Oreiro/publication/336147850_A_economia_brasileira_no_governo_Temer_e_Bolsonaro_uma_avaliacao_preliminar/links/5d92c2f092851c33e94b3d60/A-economia-brasileira-no-governo-Temer-e-Bolsonaro-uma-avaliacao-preliminar.pdf). Acesso em: 08/10/2022.

NASSIF, André. **As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira**. Revista de Economia Política, vol. 35, nº 3 (140), pp. 426-443, julho-setembro/2015.

PELLEGRINI, J.A. **As operações compromissadas do Banco Central**. Estudo Especial no. 3, Brasília: Instituição Fiscal Independente – IFI, 2017.

REIS, T.B. **Why are policy interest rate so high in Brazil? A political economy analysis of the determinants of the Central Bank of Brazil real interest rate**. Master's dissertation. Paris: Université Paris, 2016.

ROCCA, C.A. **Ajuste fiscal e a recuperação do investimento**. Centro de Estudos do Instituto IBMEC, São Paulo, 25 de junho de 2014.

SCHUMPETER, J. **The theory of economic development**. Cambridge: Harvard University Press, 1934.

SILVA, Anderson Nunes. **POLÍTICA MONETÁRIA E INFLAÇÃO NO BRASIL: pressões básicas e mecanismos de propagação do nível geral de preços entre 2000 e 2015**. Dissertação (mestrado) – Programa de Pós Graduação em Desenvolvimento Socioeconômico, Universidade Federal do Maranhão, São Luís, 2018.

SIMONSEN, Mario Henrique; CYSNE, Rubens Penha. **Macroeconomia**. 3ª edição, São Paulo: Atlas, 2007.

TAYLOR, J. B. **Monetary policy rules**. Chicago: Chicago University Press, 1999.

TEIXEIRA, Ernani. **Economia monetária: a macroeconomia no contexto monetário**. São Paulo: Saraiva, 2002.

TRICHES, D.; SIMONETTO, M.L. 2006. **A análise da condução da política monetária após a implementação do Plano Real: 1994 a 2004**. Revista Perspectiva Econômica, p. 299-322.

Walsh, C. **Monetary Theory and Policy**. Cambridge (Ma): MIT Press, 2003.

VEENHOVEN, Ruut. **Conditions of happiness**. D. REIDEL PUBLISHING COMPANY, 1984.

VERNENGO, M. **Money and inflation**. In: ARESTIS, P.; SAWYER, M. (Eds.). A handbook of monetary economics. Cheltenham: Edward Elgar, 2006.

