



Universidade de Brasília – UnB  
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FACE  
Departamento de Economia - Eco

**INFLAÇÃO NO BRASIL:  
ALGUMAS CONSIDERAÇÕES**

HELLEN DIAS AURELIANO

Brasília – DF  
2016

HELLEN DIAS AURELIANO

**INFLAÇÃO NO BRASIL:  
ALGUMAS CONSIDERAÇÕES**

Monografia apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Profa. Dra. Adriana Moreira Amado

Brasília – DF

2016

HELLEN DIAS AURELIANO

**INFLAÇÃO NO BRASIL:  
ALGUMAS CONSIDERAÇÕES**

Monografia apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em                      de                      2016

BANCA EXAMINADORA:

---

Profa. Dra. Adriana Moreira Amado

---

Profa. Dra. Andrea Felipe Cabello

Brasília – DF

2016

Dedico este trabalho à Deus, pois sem a Sua graça e misericórdia, eu nunca teria conseguido.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente à Deus que me mostrou Seu amor todos os dias, com Seu cuidado e Sua graça, me dando forças à prosseguir. Ao meu querido e amado marido por acreditar que eu fosse capaz quando eu mesma tinha dúvidas e por me apoiar em todos os momentos, não me deixando desistir. À minha amada mãe Roseny da Silva Pinto Sousa, meu verdadeiro exemplo de mulher, que sempre me cobriu com orações, me aconselhou e me compreendeu nas mais diversas situações.

Agradeço à minha avó Itelvina Luiz Dias Vaz e minha tia Ieda Maria Dias Vaz por serem a base do meu caráter e desenvolvimento, além de modelos que me fizeram buscar voos mais altos. À minha sogra Maria da Conceição Aureliano da Silva e minha cunhada Fabiana Ketily Aureliano Arruda que desde que entraram em minha vida me apoiaram, me incentivaram e fizeram tudo que podiam para que eu possa ter sucesso.

Agradeço à minha chefe Samelle Maria Caldeira Lopes por toda sua compreensão e apoio, naqueles momentos em que precisei.

Agradeço à Profa. Dra. Adriana Moreira Amado, por todo seu tempo e disponibilidade, por ter sido minha orientadora e me auxiliado na construção deste trabalho.

Agradeço à todos os professores do Departamento de Economia, em especial à professora Denise Imbroisi que me ajudou e me deu apoio em um dos momentos mais difíceis da graduação.

E a todos que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização deste sonho.

## RESUMO

Apesar de existir um novo consenso na política monetária a respeito da neutralidade da moeda, pelo menos no que se trata ao longo prazo, ainda existem controvérsias a respeito da observação dos resultados das políticas monetárias no crescimento da economia. Nesta monografia procura-se constatar se a Teoria da Neutralidade da Moeda se verificou nos últimos cinquenta anos de políticas econômicas aplicada para crescimento da economia ou estabilização monetária no Brasil. Para isto, é feita uma explanação das principais correntes que abordam o tema, como as consideradas ortodoxas, que defendem a Neutralidade da Moeda e as correntes mais heterodoxas, em principal a keynesiana, que se opõe às outras, além de uma análise histórica do país, sempre apurando os números do crescimento econômico, junto com taxa de inflação e políticas adotadas. No entanto, percebe-se que apesar de ser verificada uma relação entre as políticas monetárias aplicadas com os números do crescimento econômico no Brasil, não é possível afirmar que esta relação se dá por longo prazo ou até mesmo que tal relação é independente de variáveis outras.

Palavras-chave: Neutralidade da Moeda; Crescimento Econômico; Inflação; Brasil.

## **ABSTRACT**

Although there is a new consensus on monetary policy regarding the neutrality of money, at least when it comes to long-term, there is still controversy regarding the observation of the results of monetary policy on economic growth. This monograph seeks to see if the theory of Neutrality of Money was found in the last fifty years of economic policies applied to economic growth and monetary stability in Brazil. For this, an explanation is made of the main streams on the topic, such as the orthodox ones considered defending the Neutrality of Money and the most heterodox streams mainly the Keynesian one, which is opposed to the other, and a historical analysis of the country always investigating the numbers on the economic growth along with inflation and policies adopted. However, it is clear that, despite being verified a relationship between monetary policies applied to the figures of economic growth in Brazil, it is not possible to say that this relation is long-term or even that such a relationship is independent of other variables.

Keywords: Neutrality of Money; Economic Growth; Inflation; Brazil.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	9
CAPÍTULO 1 – ABORDAGENS TEÓRICAS A RESPEITO DA NEUTRALIDADE DA MOEDA .....	10
1.1. As Visões Clássica, Monetarista e Novo-Clássica.....	11
1.1.1 Teoria Quantitativa da Moeda.....	12
1.2. Versão Keynesiana.....	14
1.2.1. Preferência pela Liquidez.....	15
1.2.2. Política Monetária keynesiana.....	17
1.3. Considerações a respeito das teorias.....	19
CAPÍTULO 2 - UM OLHAR SOBRE A HISTÓRIA RECENTE DO BRASIL.....	20
2.1. A Crise Pós Governo Juscelino Kubitscheck.....	20
2.2. O Milagre Econômico.....	22
2.3. O II Plano Nacional de Desenvolvimento.....	25
2.4. A Década Perdida.....	26
2.5. Planos de Estabilização.....	31
2.5.1. Plano Cruzado.....	31
2.5.2. Plano Bresser.....	33
2.5.3. Plano Verão.....	34
2.6. O Governo Collor.....	36
CAPÍTULO 3 – O BRASIL A PARTIR DA ESTABILIZAÇÃO MONETÁRIA .....	38
3.1. Implementação do Plano Real.....	38
3.1.1. O Programa de Ação Imediata (PAI).....	38
3.1.2. A Implementação da URV.....	40
3.1.3. A Nova Moeda.....	41
3.1.4. Resultados do Plano Real.....	42
3.2. O Governo FHC.....	44
3.3. O Governo Lula.....	47
3.4. O Governo Dilma.....	50
CONCLUSÃO .....	53
REFERÊNCIAS.....	54



## INTRODUÇÃO

É possível constatar que, apesar do chamado novo consenso em política monetária, ainda existem controvérsias a respeito da existência ou não da neutralidade da moeda, principalmente ao se tratar do longo prazo. Estudiosos pós-keynesianos, como RESENDE e LIMA (2007) criticam o suposto de neutralidade da moeda e o uso do regime de metas inflacionárias, afirmando que existiria um impacto desta política monetária sobre a economia real, em função da relação negativa entre política monetária restritiva e investimento.

Seguindo o suposto de não neutralidade da moeda, surge a inquietação a respeito da política monetária que vem sendo aplicada no Brasil nos últimos anos, estas políticas têm considerado possíveis impactos na economia real? É possível perceber uma relação forte entre as políticas monetárias adotadas no Brasil e os resultados percebidos em termos de taxas de crescimento? Existem grandes oscilações na história econômica do Brasil, principalmente nos últimos 50 anos, quando nos referimos às taxas de inflação e crescimento. Estas oscilações se devem principalmente às políticas monetárias adotadas ou são resultado de variáveis outras da economia? Houve impactos na economia real brasileira após a adoção do regime de metas de inflação em 1999? Diante de todas estas inquietações, surge-se a necessidade de pesquisar a história econômica recente do Brasil e responder se de fato é possível considerar fortemente a não neutralidade da moeda no caso deste país.

Sendo assim, procurar-se-á responder no trabalho proposto quais os impactos, *ceteris paribus*, das políticas monetárias adotadas nos governos Lula e Dilma, através do regime de metas de inflação, mais especificamente com o controle da taxa de juros (SELIC), no crescimento do Brasil e se esses resultados corroborariam ou não com a Teoria de Neutralidade da Moeda.

Para isto, o primeiro capítulo fará uma explanação sobre as principais correntes teóricas que defendem ou rebatem a Teoria de Neutralidade da Moeda. Em seguida analisaremos a história recente da economia brasileira, antes da estabilização monetária, procurando verificar se existe relação entre as políticas monetárias aplicadas com o crescimento econômico observado.

Posteriormente, procuraremos verificar a mesma relação, em um contexto econômico onde a estabilização monetária teria sido alcançada. Por fim, faremos as considerações finais, com a possível conclusão se a Teoria da Neutralidade da Moeda seria observada no caso brasileiro.

## **CAPÍTULO 1 – ABORDAGENS TEÓRICAS A RESPEITO DA NEUTRALIDADE DA MOEDA**

Encontram-se registros da controvérsia a respeito dos efeitos das políticas monetárias sobre a economia real desde o final do século XVIII, com os bulionistas e antibulionistas, onde os primeiros defendiam a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) e, portanto, a neutralidade desta, e os antibulionistas temiam os impactos desses pensamentos no crescimento e acumulação de capital (FONSECA; MOLLO, 2012). Após muitas discussões a este respeito, e mesmo com o chamado novo consenso em política monetária, onde se unem novos clássicos e novos keynesianos admitindo-se a existência de não-neutralidade da moeda apenas a curto prazo, este assunto se encontra longe de um consenso real. Mas o que exatamente é a neutralidade da moeda? E o que a teoria diz a respeito da neutralidade ou não-neutralidade da moeda?

Neste artigo pretende-se abordar as principais correntes teóricas que defendem ou negam o suposto de neutralidade da moeda. Esta se trata, portanto, da ideia de que uma mudança no estoque de moeda afeta somente variáveis nominais da economia, com nenhum efeito sobre variáveis reais.

Por um lado, a abordagem clássica, assumindo a possibilidade de erros de curto prazo, mas fazendo aproximações como velocidade de circulação constante da moeda, além de afirmar que o produto real é determinado por fatores reais e função de produção, chega através da Teoria Quantitativa da Moeda à conclusão de que alterações na oferta de moeda afetariam somente o nível geral de preços, ou seja, a moeda seria neutra. Por outro lado, a abordagem keynesiana, onde os agentes fariam especulações, e as incertezas quanto ao sistema influenciariam as decisões dos indivíduos, inclusive na escolha de obter um ativo mais ou menos líquido, conforme a Preferência pela Liquidez. Esta defenderia ainda que alterações na taxa juros, através de variações na oferta de

moeda, e até mesmo por influência direta da autoridade monetária, como é o caso do Brasil, interferem nas decisões dos agentes, afetando o produto da economia e concluindo, portanto, a não-neutralidade da moeda.

O presente capítulo estrutura-se em quatro seções, sendo que a primeira trata desta breve introdução. A seção seguinte trata da versão clássica a respeito do suposto de neutralidade da moeda, possuindo uma subseção que trata especificamente da Teoria Quantitativa da Moeda e suas implicações. Na terceira seção aborda-se a versão de orientação keynesiana que defende a não-neutralidade da moeda e faz uma referência específica à Teoria de Preferência pela Liquidez em uma subseção. Por fim são feitas as considerações finais a respeito das duas correntes teóricas.

### **1.1. As Versões Clássica, Monetarista e Novo-Clássica**

A explicação a respeito da neutralidade da moeda, no modelo clássico, passa primeiramente pela função que essa assume. LOPES & ROSSETTI (2005) afirmam que, nesta corrente de pensamento, a moeda é vista, fundamentalmente como um instrumento de intermediação de trocas, assim, a procura por moeda limitar-se-ia ao suprimento de funções transacionais, dada a falta de sincronismo entre recebimentos e pagamentos. Obviamente tal visão é questionável, ao se considerar todos os avanços tecnológicos, a economia cada vez mais dinâmica e a evolução dos mercados financeiros, mas continuemos considerando o raciocínio da chamada *mainstream*.

Na versão clássica ortodoxa, os juros são definidos pela intersecção entre poupança e investimento, considerando a igualdade entre estes. Esta função afirma que sempre haveria uma taxa de juros positiva que faria com que todos os saldos de renda que não fossem consumidos, mas poupados, seriam destinados automaticamente a aquisições de bens de investimento. Neste cenário, a função básica da taxa de juros seria a de manter em equilíbrio as decisões de investir e poupar. Sendo assim, segundo LOPES & ROSSETTI (2005), as variações na oferta monetária, quando discrepantes das exigências de liquidez da economia, produziriam apenas variações nominais no montante da procura agregada, e não modificariam o nível de emprego da economia, que permaneceria em pleno emprego o tempo todo. Nesta teoria, a economia jamais

teria problemas resultantes de insuficiente demanda agregada e as variações na oferta monetária modificariam apenas o nível geral de preços, ou seja, a inflação.

### 1.1.1. Teoria Quantitativa da Moeda

As primeiras abordagens a respeito das ligações entre taxa de juros, liquidez geral da economia, nível geral de preços e desempenho do setor real levaram ao desenvolvimento da teoria quantitativa da moeda (TQM) em sua forma mais básica. Nesta, o valor da moeda e o nível dos preços definir-se-iam, fundamentalmente, pela quantidade de moeda ofertada. SENNA (2010) explica que, nesta teoria, quando há, em relação aos ativos reais e à produção de bens e serviços, uma alteração no volume de moeda básica, o nível de preços se modifica de maneira proporcional

Segundo FONSECA & MOLLO (2012), no século XVII foi admitido que o valor da moeda com relação às outras mercadorias não dependeria apenas de sua farta ou escassa disponibilidade, mas também da velocidade de sua circulação. Após a controvérsia entre a *banking school* e a *currency school* no século XVIII, o quantitativismo acabou predominando, e a correlação forte entre as variações da oferta monetária e as variações no preço conduziu à expressão básica da teoria quantitativa da moeda, a chamada Equação de Fischer:

$$MV = PY$$

Nesta,  $M$  representa a oferta monetária;  $V$ , a velocidade de circulação da moeda;  $P$ , o índice geral de preços; e  $Y$ , o volume físico da produção efetivamente realizada.

Para chegar à TQM, economistas clássicos fazem uma aproximação, considerando a velocidade da moeda constante a curto prazo. Estes afirmam que a velocidade da moeda depende de alguns parâmetros que se modificam lentamente, tais como hábitos da coletividade e o grau de verticalização da economia, portanto considerar a velocidade constante seria uma boa aproximação na maioria dos casos (VASCONCELLOS, 2001). Desta forma, pela equação de Fisher, uma variação na quantidade de moeda ( $M$ ), deveria provocar uma mudança proporcional no PIB nominal ( $PY$ ). Uma vez que os clássicos

afirmam que o PIB real seria determinado pelos fatores de produção e pela função de produção no mercado de trabalho, a alteração no PIB nominal representaria uma variação no nível de preços. Conclui-se destas afirmações e aproximações que são supostas pelos economistas clássicos que, pela teoria quantitativa da moeda, o nível de preços é proporcional à quantidade de moeda, e portanto, variações na quantidade de moeda gerariam variações proporcionais no nível geral de preços (inflação), não interferindo no lado real da economia.

Na década de 1960 alguns economistas, como M. Friedman, revitalizaram o pensamento clássico e a equação quantitativa. Estes demonstraram que, a longo prazo, o nível de produto dependeria de variáveis reais, como a disponibilidade de fatores produtivos e padrão tecnológico, onde a moeda atuaria novamente apenas como fator determinante do nível geral dos preços. Mas, a curto prazo, as expansões substanciais da oferta monetária poderiam perturbar o equilíbrio macroeconômico, convertendo-se em fonte de instabilidade do produto, renda e emprego. Isto porque, variações iniciais na taxa de desemprego ocorreriam devido ao fato de que os agentes econômicos não conseguiriam prever a inflação futura. Contudo, com o passar do tempo, a partir de um processo contínuo de revisão das expectativas, a inflação esperada pelos agentes econômicos tenderia a ajustar-se à inflação corrente e, como resultado dessa antecipação inflacionária, por parte dos agentes econômicos, o nível de emprego retornaria à sua taxa natural de desemprego (FERRARI FILHO, 1996). Assim sendo, pela corrente monetarista, a economia seria estável por natureza em trajetória de longo prazo, seriam as más intervenções dos formuladores de políticas econômicas que interfeririam no curso normal da economia, produzindo flutuações de altos custos sociais.

Percebe-se então, que mesmo os economistas monetaristas, admitem que a moeda é não-neutra a curto prazo. No longo prazo, o crescimento da oferta de moeda não afetaria o desemprego. Sendo assim, os formuladores de política econômica poderiam usar políticas monetárias para expandir a demanda agregada, o que reduziria o desemprego e aumentaria a inflação, segundo a curva de Phillips, somente no curto prazo.

Nos anos 70, segundo FERRARI FILHO (1996), a economia clássica teria seguido uma evolução para a linha dos novos clássicos, onde, opondo-se à teoria das expectativas adaptativas dos monetaristas, insere-se a ideia das

expectativas racionais no modelo de equilíbrio geral, levando-se à conclusão de que análises em torno da existência de um trade-off, seja temporário, seja permanente, entre inflação e desemprego seriam questionadas e rejeitadas. Isto é, os novos-clássicos entendem que as políticas de administração de demanda agregada não têm impacto na determinação do nível de equilíbrio da economia, que se encontra na sua taxa natural de desemprego. Para estes, a moeda é neutra tanto no curto quanto no longo prazo e variações nos níveis de produto e emprego são somente manifestações temporárias de choques exógenos de oferta, tais como variações tecnológicas e de produtividade, que implicam mudanças nos preços relativos da economia.

Estas conclusões, defendidas pela corrente novo clássica da economia, implicariam que uma inflação persistente e um desemprego persistente seriam problemas que não possuem relação entre si. Para combater a inflação no longo prazo, os formuladores de políticas públicas deveriam reduzir a taxa de crescimento da oferta de moeda e para combater o desemprego, deveriam alterar a estrutura do mercado de trabalho, não havendo questão conflitiva entre inflação e desemprego no longo prazo, segundo MANKIW (1998).

No entanto, vale ressaltar que o modelo novo clássico é baseado em hipóteses como informações simétricas, mercados em equilíbrio, expectativas racionais, e economia tendendo ao pleno emprego, hipóteses que são supostas, mas acredita-se que não possuem alicerce concreto quando analisamos a sociedade econômica, já que as leis econômicas resultam da aglomeração de decisões individuais motivadas por uma multiplicidade de fatores econômicos e extra-econômicos. Dificilmente, diante da subjetividade das decisões humanas, são iguais e de igual intensidade os fatores que motivam e impulsionam cada um dos agentes individuais.

## **1.2. A Versão Keynesiana**

CARVALHO *et al* (2007) afirma que Keynes, ao contrário dos clássicos, monetaristas e novos clássicos, defendeu a ideia de que a moeda não seria neutra nem no curto, nem no longo prazo, e que a política monetária poderia ser eficaz para alterar variáveis reais.

A moeda joga um papel próprio e afeta motivos e decisões e é, em síntese, um dos fatores operativos na situação, de tal forma que o curso dos eventos não pode ser previsto seja no curto seja no longo período, sem o conhecimento do comportamento da moeda entre o último e o primeiro estágio. E é isso que podemos dizer quando falamos de uma economia monetária (Keynes em CARVALHO, 2007, p.166).

De acordo com CARVALHO *et al* (2007), na teoria monetária elaborada por Keynes, diferente do que era difundido pela Teoria Quantitativa da Moeda, não existiria a possibilidade de prever posições de equilíbrio, tanto no curto, quanto no longo prazo, sem se considerar o papel da moeda e da política monetária. Para Keynes a moeda não é apenas um meio de troca, mas também uma reserva de valor, por ter a qualidade de conduzir riqueza ao longo do tempo. Sendo assim a moeda é mais do que um mero meio de troca. Keynes em CARVALHO *et al* (2007) afirma ainda que a moeda apresenta um papel duplo de meio de pagamento e forma de riqueza, seu retorno viria na forma de um prêmio de liquidez em vez de uma compensação pecuniária, já que possui o maior prêmio de liquidez entre os ativos. Um dos grandes pontos da teoria Keynesiana é mostrar que, em uma economia monetária, a moeda torna-se um ativo.

### *1.2.1. Preferência pela Liquidez*

CARVALHO (2009), ao rever algumas linhas da versão keynesiana, afirma que a não-neutralidade da moeda se basearia na relação entre o valor da moeda e o valor de outros ativos. Os potenciais investidores teriam várias opções ao decidirem adquirir um ativo, e fariam, assim, uma comparação levando em consideração a rentabilidade esperada dos ativos e *liquidez* dos mesmos. Esta, nada mais é do que a possibilidade de converter a riqueza presente em poder de compra para usá-lo na aquisição de outras formas de riqueza. Desta forma, a liquidez dos ativos interferiria na demanda e, conseqüentemente, nos preços, afetando as posições de longo prazo da economia.

A liquidez da moeda funciona como um porto seguro para os agentes econômicos diante de incertezas que tornam nebulosas previsões sobre o futuro.

Sendo assim quanto maior for a incerteza maior será a retenção de moeda por parte dos agentes. Vale ressaltar que a incerteza colocada por Keynes é um fenômeno econômico para os quais não existiria uma base, sendo assim, ficando impossível a realização de cálculos probabilísticos de risco. É importante enfatizar que o reconhecimento de incertezas na economia não torna impossível a construção de uma teoria econômica, mostra apenas a esterilidade fundamental de conceitos como expectativas racionais.

“Num ambiente caracterizado pela existência de complexidade nos processos de tomada de decisão não é razoável supor que os agentes possuem a capacidade cognitiva necessária para a maximização de uma função objetivo. A capacidade de cálculo dos agentes é limitada, sendo assim, a racionalidade dos agentes econômicos irá se expressar através do emprego de rotinas e processos de tomada de decisão que economizem no uso da capacidade de cálculo por parte dos indivíduos.” (Simon em OREIRO, 1999, p.88)

Ora, se é perceptível a inexistência de informações essenciais para a tomada de decisões, obrigando os agentes a fazerem suposições, mesmo que isso não represente a não-racionalidade dos agentes, representará a presença de incertezas e, portanto, a impossibilidade de os agentes possuírem expectativas racionais, como é defendido pela corrente novo-clássica.

Nessa perspectiva, segundo CARVALHO (2009), uma máquina só será adquirida, quando o rendimento esperado da mesma for superior à taxa de juros, de tal forma que a iliquidez relativa da máquina seja compensada pela sua eficiência marginal do capital. Assim, uma queda na taxa de juros tenderia a estimular a demanda por ativos e capitais e, portanto, autoridades monetárias poderiam estimular decisões de investimentos através de operações de compra e venda de títulos, ou determinação da taxa de juros nas operações de desconto.

Ainda revendo os conceitos da escola keynesiana, CARVALHO (2009) argumenta que o estado de confiança seria fator preponderante na tomada de decisões, onde a mesma expectativa quantitativa poderia levar os agentes a



movimentos diferentes dependendo da confiança que o tomador de decisões tenha nas suas suposições. A partir desta explanação pode-se discorrer que um colapso no estado de confiança conduziria a um aumento da preferência pela liquidez, que reduziria os preços de demanda dos ativos menos líquidos, levando a uma contração dos investimentos e conseqüentemente da renda e do emprego agregado. Com isso, a manutenção do nível de atividades só poderia ser obtida se houvesse alguma fonte alternativa de demanda, como a expansão das exportações.

Segundo o modelo de Preferência pela Liquidez, podemos sistematizar como a política monetária influencia a renda nacional. Em primeiro lugar, ela altera a rentabilidade dos diversos ativos, e em segundo lugar, ela afeta a riqueza das pessoas ao alterar o valor de mercado dos diversos ativos, assim, existem impactos sobre as decisões de poupança das famílias e impacto sobre a decisão de investimento do setor produtivo. (SANT'ANA, 1997)

Portanto, podemos ver que através da *Preferência pela Liquidez* a política monetária pode sim afetar o produto da economia, considerando a moeda não-neutra, seja no curto ou no longo prazo. Isto porque a moeda afeta a economia por meio de substituição entre ativos financeiros e ativos reais, dependendo dos movimentos nas taxas de juros e das expectativas subjetivas ou incertezas que tomadores de decisões possuem.

### 1.2.2. Política Monetária keynesiana

Podemos ver em SANT'ANA (1997) que para a análise keynesiana a demanda de moeda é a demanda por um ativo reserva de valor e, por isso, depende das expectativas sobre os movimentos de preços dos demais ativos. A oferta e a demanda de moeda determinariam a taxa de juros, e a incerteza sobre as taxas de juros futuras levaria à demanda de moeda para especulação. Uma pequena redução na taxa de juros levaria os investidores a deixarem os títulos e a aumentarem a quantidade de moeda. Supõe-se, portanto, um elevado grau de substituição entre moeda e ativos financeiros. Desta forma, a análise da demanda por moeda de Keynes estaria dividida em duas partes: a primeira com a moeda como meio de pagamento e a segunda como ativo, onde as pessoas demandariam moeda para transações e como reserva de valor. Dado uma

quantidade constante de oferta de moeda, quanto maior for a demanda da mesma para especulação, menor será a demanda de moeda para transações e precauções.

Mais uma questão abordada pela versão keynesiana, se baseia no fato da taxa de juros não ser determinada no setor real da economia, igualando os fluxos de poupança e investimento, como afirmam os clássicos, mas sendo definida no setor monetário da economia, via intersecção das funções de procura e de oferta monetária. Neste caso, a procura por moeda reagiria aos juros, definido por KEYNES (1936) como sendo uma recompensa que se deve pagar aos possuidores de riquezas, para que renunciem a liquidez, ou para que não entesourem moeda. Já a oferta monetária seria uma variável exógena, quando a inserção da moeda no sistema econômico não se vincula às necessidades intrínsecas do mesmo definida pelas autoridades monetárias, tendo em vista objetivos de política macroeconômica. Aqui também podemos assumir que a autoridade monetária pode interferir diretamente na taxa de juros, como acontece no Brasil, quando o Banco Central (BACEN) determina a Taxa Básica de Juros (SELIC).

A mudança da taxa de juros resultaria, segundo a versão keynesiana, fundamentalmente, de variações na oferta e na procura por moeda. Nesse sentido, uma política monetária que vise o crescimento econômico, induzirá a expansão da oferta monetária, diminuindo os juros, em direção a estimular a troca de liquidez por iliquidez e a troca de rendimentos de juros por lucros recompensadores.

Sendo assim, a política monetária afetaria a taxa de juros, e assim, a procura agregada seria alterada, especialmente os investimentos das empresas. As alterações na procura agregada seriam transmitidas para os agregados do produto e da renda, desencadeando, assim, o efeito multiplicador dos dispêndios, de que resultariam variações amplificadas nos fluxos reais. Caso exista alta capacidade ociosa, os fluxos amplificados afetariam preponderantemente o nível de emprego, já no caso de baixa ociosidade, ou seja, a economia operando próximo ao pleno emprego, os impactos preponderantes seriam sobre os preços.

Aqui podemos ver que a versão de orientação keynesiana defende a não-neutralidade da moeda, no entanto, segundo SANT'ANA (1997) em alguns casos

a política monetária seria ineficaz em função da armadilha da liquidez. Em situações fortemente depressivas, quando a taxa de juros já se encontra em nível muito baixo, e a elasticidade juros da demanda por moeda tem um valor infinito, a maior oferta monetária não modificaria os juros e, portanto, não seria capaz de afetar qualquer fluxo componente da procura agregada. Neste caso, o único instrumento de controle seria a política fiscal.

### **1.3. Considerações a respeito das teorias**

Através do estudo das principais teorias que norteiam a discussão a respeito da neutralidade da moeda foi possível considerar argumentos teóricos extremamente convincentes, como aqueles abordados na corrente clássica, mas que possuem pouco embasamento ao se considerar a dinâmica real da economia. Em um mundo com mais de 7 bilhões de habitantes, economia globalizada, mas com diferenças culturais e sociais gritantes entre países e até mesmo dentro do mesmo país, se torna difícil supor que todos os agentes possuem as informações simétricas, que os tomadores de decisões são totalmente racionais e objetivos, e que as expectativas são inteiramente racionais como supõe a economia clássica. Não é razoável considerar que resultados diferentes àqueles previstos nos modelos clássicos sejam apenas desvios ou exceções. Torna-se cada vez mais evidente que os resultados diferentes nada mais são do que um reflexo do mundo diversificado e subjetivo em que vivemos.

Perante esta diversidade, torna-se mais aceitável conceber uma economia explicada através da versão keynesiana. Keynes demonstra modelos que consideram as incertezas dos agentes, as informações assimétricas e a racionalidade baseada em suposições dos indivíduos. Dentro dessa concepção teórica, o modelo keynesiano de Preferência pela Liquidez parece explicar mais a possível interferência das políticas monetárias no crescimento da economia. Mas ao nos depararmos com a história econômica recente do Brasil, é possível verificar a não-neutralidade da moeda? Esta se torna uma inquietação passível de estudo, a partir do embasamento teórico neste capítulo.

## **CAPÍTULO 2 - UM OLHAR SOBRE A HISTÓRIA RECENTE DO BRASIL**

Ao se tentar compreender a relação entre moeda e economia real abordada no capítulo anterior, foi feita uma análise a respeito da história recente do Brasil, as políticas monetárias adotadas e os possíveis resultados destas na economia real do país, representada pelo crescimento econômico do mesmo. Começamos pelos resultados encontrados na segunda metade do século XX e prosseguimos até o governo Dilma enfatizando, sempre, a questão da inflação, muito marcante na história do país.

Segundo MARINHO (2007), o processo inflacionário brasileiro teve origem em épocas imperiais, mas teria sido com a política expansionista da década de 50 que teria começado a atingir níveis mais alarmantes. Teria sido durante a Segunda Guerra Mundial que a oferta reprimida de produtos e o superávit no Balanço de Pagamentos teria estabilizado a inflação em um índice de 15%.

Já nos anos 60, o descontrole provocado pelos gastos públicos e pela política salarial teria resultado em crescentes níveis inflacionários, chegando em 91,9% em 1964. Este fenômeno é explicado, principalmente, pelo Plano de Metas do presidente Kubitscheck, onde a estabilidade de preços teria ficado em segundo plano, para dar importância ao crescimento econômico. Foram feitos diversos investimentos na área de infraestrutura e no programa de substituição de importações, utilizando para isso, a impressão de papel-moeda com o intuito de cobrir os gastos, e aumentando a oferta de moeda. Esta política resultou num aumento inflacionário de 6,9% em 1957 para 40,5% em 1960.

### **2.1. A Crise Pós Governo Juscelino Kubitscheck**

Segundo LACERDA *et al* (2010), no período de 1957-1961 o PIB cresceu à taxa anual de 8,2%, aumentando em 5,1% ao ano a renda *per capita*. Tais números mostram que a política expansionista praticada no governo Kubitscheck trouxe, pelo menos a curto prazo, um crescimento na economia nacional, mesmo que isto tivesse reflexos importantes na inflação.

Após um período de intenso crescimento do PIB, a economia brasileira sofreu uma desaceleração que perdurou até 1967. Entre 1962 e 1967, a taxa média de crescimento do PIB caiu, de acordo com LACERDA *et al* (2010), para metade da alcançada no período anterior. Além disso, a inflação disparou para uma taxa anual de 90% em 1964. Diante deste cenário, é levantado quais os motivos de cenário tão desastroso, com baixo crescimento e altíssima inflação.

Alguns autores, como Tavares e Serra em LACERDA *et al* (2010, p.106), afirmam que esta seria uma crise cíclica, relacionada com a conclusão de volumoso conjunto de investimentos do Plano de Metas.

BAER (1996) afirma que críticos ortodoxos achavam que a estagnação na economia brasileira no período de 1962 a 1967 se devia ao processo de industrialização com o objetivo de substituir importações. Neste processo, a estrutura industrial ineficiente teria resultado na produção de bens de preço elevado, que não poderiam ser vendidos em grandes quantidades internamente ou externamente, limitando severamente as perspectivas de crescimento industrial, além disso, a falta de diversificações nas exportações durante este período, teria levado à estagnação baseada na restrição de importações.

ABREU (1990) chega a citar o Plano Trienal, apresentado em 1962, e elaborado por Celso Furtado, ministro extraordinário para Assuntos do Desenvolvimento Econômico. Este plano teria diagnosticado a aceleração inflacionária no país como resultado, principalmente, de excesso de demanda via gasto público, e portanto propunha correção de preços defasados, redução de déficit público e controle de expansão do crédito ao setor privado. Wells em ABREU (1990, p.208) teria atribuído a recessão do período de 1963 a 1967 como consequência do programa de estabilização do Plano Trienal, afirmando que a restrição de liquidez teria afetado o desempenho dos gêneros industriais que dependiam do crédito, em especial os produtores de bens de consumo durável e, assim, agravado as consequências da contração de gastos públicos. Esta explicação é considerada por LACERDA *et al* (2010) incompleta, sendo somente um dos fatores, que somado ao aumento de instabilidade política e industrialização com enorme dependência do setor externo gerando crises cambiais

frequentes, teria culminado em uma crise que resultaria na imposição do governo militar ao país.

Tabela 1 - Variação do PIB 1962 a 1967

<b>Lista de valores</b> (Formato numérico: Europeu - 123.456.789,00)	
<b>Data AAAA</b>	<b>7326 Var. % anual</b>
1962	6,60
1963	0,60
1964	3,40
1965	2,40
1966	6,70
1967	4,20
<b>Fonte</b>	<b>IBGE</b>

Fonte: Banco Central do Brasil

## 2.2. O Milagre Econômico

A estagnação do país perdurou até meados de 1967, após este período, o Brasil experimentou o chamado “milagre econômico”. Entre 1968 a 1974 o crescimento real do PIB teve médias anuais de 11,3%, o que foi bastante notável em comparação aos 3,7% no período de 1962 a 1967 (BAER, 1996). Além disso, com o plano de estabilização conhecido como PAEG, foi possível reduzir a taxa de inflação anual de 90% em 1964 para 30% em 1967 (LACERDA *et al*, 2010).

Segundo LACERDA *et al* (2010), o PAEG possuía objetivos básicos como retomada do desenvolvimento, via aumentos de investimentos; estabilidade de preços, sendo esta prioridade imediata; atenuação dos desequilíbrios regionais e correção dos déficits do balanço de pagamentos. Novamente, a inflação teria sido diagnosticada como resultado do excesso de demanda em função da monetização dos déficits públicos, da expansão do créditos às empresas e dos aumentos salariais superiores ao aumento de produtividade.

“A partir desse diagnóstico, foram implementadas ações que buscavam controlar as contas públicas aumentando as receitas e reduzindo as despesas, foi executada uma política monetária restritiva, com controle de emissão monetária e de crédito; e especialmente, foi implementada uma dura política de contenção salarial. Essa política acabou provocando um efetivo

arrocho salarial, somente possível em um regime autoritário” (LACERDA *et al*, 2010, p.111).

A avaliação do PAEG, enquanto programa de estabilização foi considerada positiva, pois conseguiu reduzir a inflação para a faixa de 20% ao ano. No entanto, foi fortemente criticada pelo seu diagnóstico como inflação de demanda, o que teria resultado, segundo Bacha em LACERDA *et al* (2010, p. 112), em uma política recessiva com altos custos sociais, já que para o mesmo, a política monetária restritiva praticada em 1966 seria equivocada, tendo em vista que a ameaça de retorno do crescimento inflacionário devia-se a pressões dos preços agrícolas. Argumento reforçado no fato da inflação ter declinado em 1965, apesar da política monetária expansionista.

Em suma, os formuladores de política econômica, nos primeiros anos do governo de 1964, deram ênfase à estabilização de preços com medidas que envolviam contenção de gastos públicos, aumento da receita tributária, restrição de crédito e arrocho salarial, além de medidas para eliminar distorções de preços, que apesar de terem provocado um impacto inflacionário a curto prazo, teriam eliminado gradualmente déficits de alguns setores, reduzindo a necessidade de subsídios do governo. Medidas que demonstraram resultados, já que a inflação saiu de uma taxa anual de 92% em 1964 para 15,5% em 1973.

Apesar da política com objetivo claro de contenção da inflação, BAER (1996) ressalta que os gastos do governo com investimentos se mantiveram após 1964. O governo teria se envolvido em estudos básicos destinados a orientar a expansão da capacidade geradora de energia do país, o sistema de transportes, a infraestrutura urbana e as indústrias pesadas, e teria demorado de três a quatro anos para efetivamente colocar em prática os investimentos.

Em 1967, com o início do governo do general Costa e Silva, a equipe que direcionava a política econômica fez um novo diagnóstico sobre a inflação brasileira, onde a mesma seria considerada como decorrente da grande capacidade ociosa existente e dos altos custos financeiros. Desta forma, seria necessário adotar uma política monetária expansiva, com

aumento no crédito ao setor privado e estimulando a produção para o mercado interno e externo, já que a solução para continuidade da queda da inflação seria a retomada do crescimento.

Tais políticas trouxeram resultados, em 1973 foi computado um crescimento de 14% do PIB. No entanto, LACERDA *et al* (2010) afirma que este teria sido um desenvolvimento dependente do financiamento externo, e como tal, teria trago uma série de contradições, como um grande aumento na importação de bens de produção, resultante de uma industrialização com grande desproporcionalidade departamental. Desta forma, haveria se provocado o surgimento de focos de tensão inflacionária e o reaparecimento de déficits comerciais. Ressalta-se que as pressões inflacionárias também seriam resultado dos aumentos salariais, que aconteciam em função do aumento da demanda por trabalhadores e do contexto mundial, com o primeiro choque do petróleo em 1973.

Não é possível ignorar, neste contexto, que o aumento dos juros no mercado financeiro internacional, estava causando um déficit crescente na balança de transações correntes, o que era coberto com o aumento do endividamento, na expectativa de que as turbulências da economia mundial fossem passageiras.

Diante deste cenário, o governo do general Geisel, a partir de 1974, teria buscado enfrentar os desequilíbrios estruturais da economia com a implantação do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), onde a prioridade seria do desenvolvimento das indústrias produtoras de bens de capital e de bens intermediários.

Tabela 2 - Variação do PIB 1968 a 1974

<b>Lista de valores</b> (Formato numérico: Europeu - 123.456.789,00)	
<b>Data AAAA</b>	<b>7326 Var. % anual</b>
1968	9,80
1969	9,50
1970	10,40
1971	11,34
1972	11,94
1973	13,97
1974	8,15
<b>Fonte</b>	<b>IBGE</b>

Fonte: Banco Central do Brasil



### 2.3. O II Plano Nacional de Desenvolvimento

Embora os primeiros meses de administração do governo Geisel tenham sido marcados por políticas monetárias e fiscais restritivas para manter a demanda sob controle, em 1975 foi introduzido o II PND, programa de investimento que objetivava substituir importações de produtos industriais básicos e rápida expansão da infraestrutura econômica. Isto porque, segundo BAER (1996), o governo visava agir como uma forte política contracíclica diante dos impactos causados pela crise do petróleo, mantendo uma taxa de crescimento, emprego e consumo razoável, além de mudar a estrutura da economia através da substituição de importações e diversificação e expansão das exportações.

Apesar de não se manter nos mesmos níveis dos anos do milagre econômico, a taxa de crescimento real do PIB manteve uma média anual de cerca de 7% na segunda metade da década de 70. No entanto, este crescimento teve seus custos.

Além do grande esforço na tentativa de redirecionamento da poupança interna para os projetos do II PND, houve uma grande participação de empréstimos externos no financiamento dos programas de investimento. Com o quadro de grande liquidez internacional, em função do acúmulo de excedentes dos países árabes, chamados “petrodólares”, o Brasil passou a tomar recursos no sistema financeiro internacional para financiar os déficits em transações correntes, causados, segundo LACERDA *et al* (2010), pelo aumento dos déficits das balanças comercial e de serviços.

Em paralelo a isso, verificou-se um movimento de crescimento da taxa inflacionária. BAER (1996) explica que a mesma mais que duplicou de 1973 a 1974, permaneceu nos limites de 30% a 48% nos quatro anos seguintes, quase dobrou novamente em 1978-79 e passou a marca dos 100% em 1980.

Não é possível afirmar que todos os objetivos do II PND foram alcançados. Segundo Lessa em LACERDA *et al* (2010, p. 131), o programa teria se transformado a partir de 1976 em letra morta, existindo apenas oficialmente. Isto porque seria extremamente difícil cumprir um conjunto tão amplo de objetivos em um prazo bastante curto, principalmente se considerando uma conjuntura externa adversa.

Após os resultados do II PND, com taxas relativamente baixas de crescimento, déficit em transações correntes e crescimento da inflação, as autoridades econômicas optaram por diminuir as taxas de crescimento industrial, desacelerando investimentos e fazendo ajustes recessivos que teriam resultado em taxas decrescentes de crescimento do PIB, que foram de 10,3% em 1976, 4,9% em 1977 e 5% em 1978.

Tabela 3 - Variação do PIB 1975 a 1978

<b>Lista de valores</b> (Formato numérico: Europeu - 123.456.789,00)	
<b>Data AAAA</b>	<b>7326 Var. % anual</b>
1975	5,17
1976	10,26
1977	4,93
1978	4,97
<b>Fonte</b>	<b>IBGE</b>

Fonte: Banco Central do Brasil

#### **2.4. A Década Perdida**

Em 1979, iniciou-se o governo do general Figueiredo, com Mário Simonsen no Ministério do Planejamento. Este propunha um rigoroso ajuste fiscal e cortes nos investimentos não prioritários como instrumento na melhoria da conta em transações correntes e o processo de endividamento externo. Mas enfrentou grandes conflitos dentro do governo, assim como oposição às políticas econômicas propostas e em agosto do mesmo ano foi substituído por Delfim Netto.

Delfim ignorou a situação externa adversa, e manteve investimentos nos setores de energia, de substituição de importações de insumos básicos e nas atividades voltadas para a exportação, especialmente a agricultura. Segundo LACERDA *et al* (2010) tal postura teria levado à um crescimento do PIB a 9,1% em 1980, mas à uma inflação de 110,2% no mesmo ano.

BAER (1996) tenta explicar a difícil situação que o Brasil se encontrava, argumentando que em 1979 houve o segundo choque do petróleo, que teria causado desequilíbrio no Balanço de Pagamentos em função da fragilidade dos preços de outro bens primários exportados. Além disso, teria havido um grande aumento nas taxas de juros mundiais, e como

grande parte da dívida brasileira havia sido contraída com juros flexíveis, teria resultado em um aumento no endividamento.

Delfin, portanto lança uma série de medidas que pretendia resolver a questão da supervalorização do cruzeiro e aliviar as pressões políticas para que fosse eliminados os subsídios às exportações. Nessas medidas incluiu-se a maxidesvalorização do cruzeiro em 30%, eliminação de subsídios à exportação, eliminação de alguns incentivos fiscais, aumentos significativos nos preços dos serviços públicos, e tributação temporária sobre lucros inesperados nas exportações agrícolas. BAER (1996) afirma que apesar da desvalorização e o aumento dos preços dos serviços públicos pudessem causar um impacto inflacionário imediato, acreditava-se que tal reflexo seria um fenômeno de curto prazo e que a eliminação de muitos incentivos fiscais, aumentassem a receita do governo, freando a expansão monetária.

Um outro fator levantado que remete aos grandes índices inflacionários da época seriam as políticas salariais. Os salários eram reajustados duas vezes ao ano e como o órgão controlador de preços permitia que os aumentos dos custos de mão de obra fossem repassados nos preços dos produtos, as condições inflacionárias resultantes diluíam significativamente os aumentos salariais reais.

Com os grandes desafios encontrados, o governo se viu obrigado a mudar sua política macroeconômica, e no segundo semestre de 80 começou a praticar políticas monetárias progressivamente restritivas, como limites ao crescimento de empréstimos de intermediários financeiros, reajustes de tarifas dos serviços públicos assim como redução de investimentos de empresas estatais.

Segundo BAER (1996) essas políticas provocaram um impacto restritivo, levando à uma redução do PIB de 1,6% em 1981, mas não teria solucionado o problema do país em lidar com sua dívida externa. Principalmente quando o Brasil se deparou com outro choque externo, mediante a moratória da dívida mexicana em 1982, que teria ocasionado o fechamento dos mercados internacionais para o financiamento das dívidas latino-americanas. Neste ano, o serviço da dívida já absorvia 83% das receitas de exportação.

Apesar de tentar postergar o máximo possível, o Brasil se viu precisando recorrer ao FMI, em função do fechamento do mercado internacional citado anteriormente. Para isto precisou se submeter à uma série de medidas de austeridade que incluíram um rígido programa ortodoxo de ajuste, com queda da taxa de câmbio real em 40% entre 1980 e 1983, além da diminuição do déficit público com o aumento do recolhimento de impostos e corte de gastos e declínio dos salários reais.

No entanto, as políticas que levaram a grandes superávits e permitiram que se desse continuidade ao pagamento dos juros da dívida externa, provocaram o aumento das pressões inflacionárias internas e queda dos investimentos.

“O Brasil era um exemplo típico dos limites do alcance do FMI: as contas externas apresentaram uma melhoria expressiva... Mas a estabilização e as condições internas necessárias a um crescimento equilibrado não aconteceram. A inflação mais que dobrou em vez de declinar. Altas taxas de juros, resultantes de uma política monetária restritiva, e ampla venda de títulos do governo desestimularam os investimentos...Para os críticos do programa de estabilização do FMI, a forte assimetria de resultados não era motivo de surpresa. Ao contrário do que ocorre nos modelos monetaristas implícitos nesses programas que unem equilíbrios internos e externos, a experiência brasileira conduz a um interpretação diferente; a prioridade dada às contas externas tornou-se uma fonte importante de desequilíbrio interno” (Fishlow em BAER, 1996, p.124).

Diante deste cenário, verificou-se uma queda no PIB de 5,1% nos anos de 1981 a 1983, além de uma queda de 11,7% no PIB per capita no mesmo período. Simultaneamente, a inflação atingiu os impressionantes 224% em 1983 e 235% em 1984.

Em 1984 o país retomou o crescimento da economia, atingindo 5,7%, principalmente em função da recuperação da economia internacional. LACERDA *et al* (2010) afirma que crescimento ocorreu apoiado ao aumento das exportações e no crescimento da renda agrícola. Além disso, houve uma expansão da produção do petróleo, aumentando a participação do petróleo

nacional no consumo de 21% em 1981 para 42% em 1984, o que teria resultado em uma redução de US\$ 4 bilhões nas despesas com importações.

Apesar do PIB ter começado a dar sinais positivos, a inflação mantinha seu crescimento constante, como reflexo da crescente indexação da economia. Suas taxas que se encontravam em 235% em 1985, alcançaram 416% em 1987 e 1783% em 1989. Desta forma, começou a surgir análises teóricas que resultaram no conceito de inflação inercial.

Ao se perceber que ajuste fiscal e política monetária rígida, como era receitado pela corrente ortodoxa, não estava trazendo resultados no controle à inflação, conforme esperado, estudiosos como Bresser Pereira trouxeram a interpretação sobre inflação inercial, abordada por Ignácio Rangel em 1963.

“Rangel via a inflação como um mecanismo de defesa da economia, como uma forma por meio da qual os ciclos econômicos eram moderados e a taxa de investimento se mantinha elevada. Enquanto a teoria convencional da inflação, monetarista ou keynesiana, supõe que a inflação seja em princípio causada pela demanda, acelerando-se nos momentos de expansão da economia, Rangel dava ênfase ao lado da oferta e considerava a inflação brasileira não como consequência da demanda em ascensão, mas como resultado dos desequilíbrios da economia, que se manifestavam por meio da recessão e da própria inflação. Além disso, Rangel acreditava que o poder do monopólio das grandes empresas e, em particular, dos grandes intermediários de bens agrícolas, desempenhava papel fundamental na explicação do problema” (LACERDA *et al*, 2010, p.167).

Basicamente o que Rangel em LACERDA *et al* (2010) estava defendendo era que durante a recessão a inflação se acelerava para acomodar as demandas dos agente econômicos e se retraía quando a economia voltava a crescer. Tal pensamento era revolucionário, pois ao contrário do que as principais correntes que estudavam o assunto, não seria a quantidade de moeda que explicaria a inflação, mas o aumento da inflação, provocado pelo poder do monopólio e pela necessidade de reduzir as crises cíclicas que induziriam o aumento da oferta monetária.

No entanto, a teoria de Rangel não explicava o porquê que a inflação se mantinha estável em determinado patamar, ou quais fatores mantinham este patamar. A explicação encontrada era de que os agentes econômicos, ao tentar manter sua participação na renda, acabavam por repassar aumentos de custos para os preços, repetindo assim, a inflação passada no presente. Em uma economia com indexação formal como a que existia no Brasil, esta inercialização da inflação seria ainda mais fácil, segundo LACERDA *et al* (2010).

Apesar deste diagnóstico a respeito da inflação, em março de 1985, Francisco Dornelles, ministro da Fazenda, implementou medidas de contenção dos gastos públicos que incluíam corte de 10% no orçamento fiscal e proibição de contratações adicionais para o funcionalismo público, medidas consideradas ortodoxas por LACERDA *et al* (2010). Um mês depois, foram introduzidas medidas heterodoxas no combate à inflação, como o congelamento de preços e alteração de cálculo da correção e das desvalorizações cambiais. LACERDA *et al* (2010) explica que a nova fórmula de cálculo faria a correção com fundamento na média geométrica da inflação dos três meses anteriores, além disso, haveria minidesvalorizações diárias do cruzeiro. Tais políticas não tiveram resultados consistentes, e em agosto do mesmo ano Dilson Funaro assumiu o Ministério da Fazenda.

Dilson Funaro teria aplicado medidas que seriam mais coerentes com o caráter inercial da inflação, como retornando a fórmula de correção monetária para inflação corrente e a fixação da periodicidade mensal para os reajustes das tarifas públicas. Como teria havido menor preocupação com o controle da base monetária, a taxa de juros experimentou uma queda acentuada. Mas a inflação se mostrou resistente, mesmo com as políticas adotadas.

Como a inflação nesta época corroía o poder aquisitivo da população, houveram pressões para que os reajustes salariais não ocorressem somente semestralmente, o que acarretaria em nova pressão de custos. O ciclo inflacionário parecia não ter uma solução aparente, e foi a partir daí que o Brasil experimentou uma série de planos de estabilização.

Tabela 4 - Variação do PIB 1979 a 1984

<b>Lista de valores</b> (Formato numérico: Europeu - 123.456.789,00)	
<b>Data AAAA</b>	<b>7326 Var. % anual</b>
1979	6,76
1980	9,23
1981	-4,25
1982	0,83
1983	-2,93
1984	5,40
<b>Fonte</b>	<b>IBGE</b>

Fonte: Banco Central do Brasil

## 2.5. Planos de Estabilização

Diante do problema que havia se tornado a hiperinflação no Brasil, o principal objetivo econômico dos governos brasileiros no período de 1985 a 1990 era estabilização da economia. Desta forma, foram apresentados diversos planos de estabilização, alguns considerando a inflação como puramente inercial, outros como somente inflação de demanda, até que se chegou ao Plano Real que se propôs a tratar os dois tipos de inflação.

### 2.5.1. Plano Cruzado

O primeiro foi o Plano Cruzado, implementado pelo presidente José Sarney em 1986. As principais medidas adotadas foram a substituição do cruzeiro pelo cruzado, como nova moeda, onde este equivaleria à 1.000 cruzeiros; conversão geral dos preços finais dos produtos, ao nível vigente um dia antes da implementação do plano (exceto em tarifas industriais de energia elétrica); conversão dos salários com base na média do seu poder de compra nos seis meses anteriores, e mais um acréscimo de 8% para os salários em geral; introdução de gatilho salarial, garantindo reajuste automático quando inflação atingisse 20%; proibição da indexação de contratos com prazo inferior a um ano; e conversão dos contratos previamente estabelecidos em cruzeiro para cruzados, onde o cruzeiro era desvalorizado a uma taxa mensal de 14%.

Segundo LACERDA *et al* (2010), o Plano Cruzado teve resultados iniciais espetaculares. A inflação em fevereiro de 1986 estava em 14,4%, e com a implementação do plano foi praticamente nula em março, em abril

registrou 0,8%, seguido por 1,4% em maio e 1,3% em junho. Concomitantemente a produção industrial registrou taxa de crescimento anualizada de 8,6% em março, 9,8% em abril, chegando a 11,5% em junho. A balança comercial também registrou superávit de US\$ 1,1 bilhão em março, atingindo o pico de US\$ 1,3 bilhão em maio.

Mas estes resultados não prevaleceram por muito tempo. LACERDA *et al* (2010) expõe que os idealizadores do plano não haviam previsto que o aumento de poder de compra, aliado ao consumo reprimido durante os anos anteriores levaria à explosão de consumo, além disso, a redução dos rendimentos nominais da caderneta de poupança teria sido interpretada como queda do rendimento real, levando à despoupança, e implemento ao acréscimo do consumo. Esta explosão de consumo, foi considerado por LACERDA *et al* (2010) como um problema ainda maior, considerando que muitos setores industriais aproximavam-se da capacidade produtiva plena, em um contexto de escasso estímulo à continuidade dos investimentos.

Não obstante, a maior demanda por moeda por parte do público era prevista pelos formuladores do Plano para remonetização de grande parte da dívida pública e diminuição dos gastos com juros. Desta forma, o governo poderia alongar sua dívida interna por meio de troca dos títulos indexados emitidos antes do Plano por títulos de longo prazo. Este processo evitaria uma alta nas taxas de juros internas. A baixa constante nas taxas de juros, foi considerada por LACERDA *et al* (2010) evidentemente indesejada em situação de grande crescimento de demanda agregada.

Estas questões tornavam cada vez mais difícil a manutenção do congelamento de preços. Em novembro de 1986 foi anunciado reajuste nos preços de diversos bens de consumo, além de tarifas dos serviços públicos. As consequências dessas medidas foram consideradas por LACERDA *et al* (2010) como dramáticas. A inflação explodiu devido ao acionamento de mecanismo de gatilho salarial, registrando um aumento de 16,2% em janeiro de 1987; as taxas de juros passaram a subir ininterruptamente, o que teria causado diversas falências empresariais; e finalmente as contas externas deterioraram-se significativamente, culminando na declaração de moratória do pagamento dos juros da dívida externa em fevereiro de 1987.



### 2.5.2. Plano Bresser

Com o fracasso do Plano Cruzado, em junho de 1987 o novo ministro da Fazenda, Bresser Pereira, apresentou a população um novo plano de estabilização, o Plano Bresser. Ao contrário do plano anterior, este foi apresentado como um plano de estabilização híbrido, com elementos de combate à inflação de demanda e à inflação inercial. MODIANO (1992) afirma que este plano não tinha como meta a inflação zero, nem tencionou à eliminar a indexação da economia. Seu objetivo era promover um choque deflacionário com a supressão da escala móvel salarial e sustentar taxas de inflação mais baixas com a redução do déficit público.

Suas principais medidas incluíam congelamento de salários por um prazo máximo de três meses, onde incorporava apenas o reajuste de 20% em função da inflação do mês de maio; criação da URP (Unidade de Referência de Preço) que seria o indexador utilizado para os ajustes salariais; indexação de salários a cada três meses com base na média geométrica dos três meses subsequentes; congelamento dos preços pelo prazo máximo de três meses, com aumento para alguns preços públicos e administrados antes deste congelamento; utilização de juros reais positivos para contrair consumo e evitar especulação com estoques, redução do déficit público com o aumento de tarifas e eliminação de subsídios.

Segundo LACERDA *et al* (2010), no início o Plano Bresser era mais consistente e flexível que o plano anterior, fazendo a inflação cair, assim como o déficit público e expandir os saldos comerciais. Desta forma, o governo foi possibilitado de renegociar com os credores internacionais e suspender a moratória. A fase considerada de sucesso do plano se entendeu de julho a dezembro de 1987, onde houve uma queda da inflação de 26,1% em junho para 3,1% em julho e 6,4% em agosto.

GIAMBIAGI *at al* (2011) explica que após o fracasso do Cruzado, não foi respeitado o congelamento pretendido pelo governo, pois com o temor de um novo congelamento, teria ocorrido remarcações preventivas de preços, que teriam acabado por contribuir para o aumento dos desequilíbrios entre preços relativos. O autor afirma também que a flexibilização anunciada teria contribuído para que os aumentos decretados pelo governo no início do

plano fossem repassados para outros preços e acordos salariais firmados com categorias do funcionalismo teriam minado a redução do déficit público. Desta forma, a inflação atingiu 14% em dezembro de 1987.

Em janeiro de 1988, o ministro Bresser Pereira pediu demissão e foi substituído por Mailson de Nobrega. Este propôs medidas ortodoxas de combate à inflação, com a famosa política “Feijão com Arroz”. Seu objetivo era estabilizar a inflação em 15% ao mês e reduzir o déficit público, ambos de forma gradual.

Dentre as principais medidas deste plano, é possível citar a suspensão temporária dos reajustes do funcionalismo público, o adiamento dos aumentos dos preços administrados e o congelamento dos saldos de empréstimos ao setor público. Mas conforme explicita GIAMBIAGI *et al* (2011), apesar da taxa de inflação ter ficado próxima do que pretendia o governo no primeiro trimestre, o aumento de preços públicos e um choque agrícola desfavorável, teriam levado à aceleração dos preços no segundo semestre. Além disso, a balança comercial teria acumulado grandes superávits, o que representaria uma política monetária não contracionista. Desta forma, a inflação chegou à 24% no mês de julho de 1988.

Amargando o fracasso de mais um plano de estabilização econômica, o governo se viu obrigado a retomar à ideia de inflação inercial e levantar propostas mais radicais de desindexação da economia. Surgiu então, o Plano Verão.

### **2.5.3. Plano Verão**

O Plano Verão foi anunciado pelo governo em janeiro de 1989, e mais uma vez, era um plano de estabilização que se denominava como híbrido, com elementos ortodoxos e heterodoxos.

Suas principais medidas incluíam o congelamento de preços e salários; mudança na unidade monetária com a criação do cruzado novo, este correspondia a mil cruzados além de possuir paridade 1:1 com o dólar; reformas administrativas com o intuito de reduzir os custos públicos; limitação de emissões de títulos do governo e medidas de restrição de créditos. Ao contrário dos planos anteriores, o congelamento de preços foi

anunciado por tempo indeterminado, sem decretação de novas regras de indexação, mas, como os outros, houveram aumentos prévios de preços públicos e tarifas com o intuito de corrigir receitas do governo pela inflação acumulada.

No entanto, GIAMBIAGI *et al* (2011) levanta que em função das eleições presidenciais do ano de 1989, e do descrédito do governo após várias tentativas frustradas de estabilização, não teria ocorrido o ajuste fiscal, na prática. Além disso, apesar dos elevados juros praticados, o autor afirma que teria ocorrido um movimento de antecipação de consumo, motivado pelo temor de explosão dos preços após o fim do congelamento.

Desta forma, apesar da inflação ter recuado no primeiro mês após a implementação do Plano Verão, logo entrou em rota ascendente, ultrapassando 80% ao mês no início de 1990.

Os planos de estabilização apresentados entre 1985 e 1989, como visto aqui, não obtiveram sucesso efetivo em suas implementações. A taxa de inflação anual que em 1985 era de 235%, chegou em 1989 no patamar de 1783% e em 1990 em 2596%. Além disso, ao se analisar o crescimento do país, percebe-se um crescimento médio anual pequeno de 4,3% (GIAMBIAGI *et al*, 2011). Um outro fator importante a ser citado é a deterioração das contas públicas, que teria saído de 4,7% de déficit operacional em 1985 para 7% em 1989, segundo GIAMBIAGI *et al* (2011). MODIANO (1992) teria afirmado:

“Os Planos Cruzado, Bresser e Verão não produziram mais do que um represamento temporário da inflação, uma vez que não foram solucionados quaisquer dos conflitos distributivos de renda ou atacados os desequilíbrios estruturais da economia, que poderiam ser considerados focos de pressão inflacionária a médio prazo. Não se logrou reduzir as transferências de recursos reais para o exterior. Os desequilíbrios das contas do governo se agravou. A política monetária foi predominantemente acomodatória. O setor empresarial passou a se defender com maior presteza e eficácia de quaisquer defasagens, ou ameaça de defasagem dos preços com relação aos custos. E os trabalhadores manifestaram com veemência crescente sua insatisfação quanto ao poder de compra dos salários” (MODIANO, 1992, p.382).

## 2.6. O Governo Collor

Em março de 1990, Fernando Collor de Mello assumiu a presidência do país. Este encontrou uma situação econômica bastante deteriorada, com inflação a uma taxa mensal de 81%, o crescimento da economia pequeno, as contas do governo precisavam de ajustes e a população estava insatisfeita com as políticas aplicadas até o momento. Além disso, desde o início do Programa de Substituição de Importações, já citado neste artigo, o Brasil possuía uma economia extremamente fechada, com diversas barreiras à importação.

Neste contexto econômico, Collor assumiu já adotando dois planos de estabilização: Planos Collor I e II, ambos implicando na retração da atividade econômica como resultado direto das medidas fiscais e monetárias.

Uma das principais medidas aplicadas por Collor foi a abertura comercial, que visava a maior inserção no mercado externo, além da melhora da qualidade e preço no mercado interno com aumento de competição em setores oligopolizados. Tal abertura provocou uma intensa reestruturação industrial no Brasil, trazendo benefícios aos consumidores pela maior disponibilidade de bens e serviços, com melhores preços e tecnologias. Mas segundo LACERDA *et al* (2010), com impactos negativos sobre o nível de emprego. O autor afirma que a abertura brasileira teria se dado sem que os fatores de competitividade sistêmica fossem adaptados, o que teria provocado um grande desafio para os produtores locais, que teriam sido prejudicados com a tributação e juros elevados, além da carência de infraestrutura associada à burocracia excessiva.

Visando o aumento da eficiência na produção e comercialização de bens e serviços, com base na modernização e reestruturação da indústria, o Plano Collor I foi divulgado em meados de 1990 com as principais medidas a seguir: congelamento de poupanças, contas correntes e depósitos do *overnigt* que excedessem 50 mil cruzados novos, por 18 meses; substituição do Cruzado novo pelo cruzeiro; cobrança de imposto extraordinário sobre operações financeiras; congelamento de preços e salários; eliminação de incentivos fiscais; indexação imediata de impostos; aumento do preço dos

serviços públicos, extinção de vários institutos governamentais, assim como o anúncio da intenção de demitir cerca de 360 mil funcionários públicos; e a já citada liberação do câmbio com gradual abertura da economia brasileira.

O impacto imediato destas medidas foi uma queda passageira da taxa mensal de inflação, ficando em 5% no mês posterior ao Plano e uma queda brusca nas atividades econômicas, que representou um decréscimo de 7,8% no segundo trimestre de 1990. Quanto ao quadro fiscal, o governo conseguiu alcançar um superávit operacional de 1,2% do PIB em 1990.

Segundo BAER (1996), o medo de uma recessão e as pressões exercidas por vários grupos socioeconômicos teria levado o governo a liberar muitos ativos financeiros bloqueados antes do programado, de forma aleatória e sem normas estabelecidas e como resultado do relaxamento do controle dos preços e salários, assim como da irregular remonetização, a inflação teria retomado seu crescimento acentuado em julho de 1990. Tais resultados, levaram a equipe econômica de Collor, liderada por Zélia Cardoso de Melo, a implementar um novo pacote econômico em fevereiro de 1991: O Plano Collor II.

Este, mais uma vez, lançava mão de congelamento de preços e salários, unificação das datas-base de reajuste salarial, além de novas medidas de contração monetária e fiscal que objetivavam eliminar o *overnight* e atacar a inflação inercial.

No entanto, as tentativas de combate à inflação durante o governo Collor não tiveram eficiência expressiva, e o período de 1990-1992 foi marcado por forte recessão, com queda de quase 10% do PIB. Estes resultados aliados ao desgaste do governo com os efeitos do confisco no plano anterior, assim como as denúncias de corrupção, acabaram levando ao *impeachment* de Collor em outubro de 1992.

Com a saída de Collor, Itamar Franco assume a presidência, com Fernando Henrique Cardoso como Ministro da Fazenda. Estes, apesar do curto governo, abrem espaço para uma nova concepção de estabilização. O Plano Real.

Tabela 5 - Variação do PIB 1985 a 1992

<b>Lista de valores</b> (Formato numérico: Europeu - 123.456.789,00)	
<b>Data AAAA</b>	<b>7326 Var. % anual</b>
1985	7,85
1986	7,49
1987	3,53
1988	-0,06
1989	3,16
1990	-4,35
1991	1,03
1992	-0,54
<b>Fonte</b>	<b>IBGE</b>

Fonte: Banco Central do Brasil

## **CAPÍTULO 3 – O BRASIL A PARTIR DA ESTABILIZAÇÃO MONETÁRIA**

Em 1993, o ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, apoiado por uma equipe de economistas, implementou um plano econômico de estabilização conhecido como Plano Real. Tal plano teria a difícil missão de conter a hiperinflação que corroía o poder de compra da população há quase uma década, além de retomar a credibilidade do governo após várias tentativas frustradas de política econômica, aliadas à desajustes fiscais relevantes.

### **3.1. Implementação do Plano Real**

O Programa de Estabilização Econômica foi concebido em três etapas: estabelecimento do equilíbrio de contas do governo; criação de um padrão estável de valor (URV) e emissão de uma nova moeda nacional com poder aquisitivo estável. No entanto, cada uma dessas etapas foi implementada com uma série de medidas que buscava combater os problemas estruturais da economia brasileira.

#### *3.1.1. O Programa de Ação Imediata (PAI)*

Em 14 de junho de 1993, foi implantada a primeira etapa do Plano Real, onde o principal objetivo era equilibrar as finanças públicas. Para isto,

era defendida a necessidade de redução de gastos da União junto com aumento da eficiência no ano de 1993; recuperação da receita tributária; equacionamento das dívidas de estados e municípios com a União; controle rígido dos bancos estaduais; saneamento dos bancos federais e redução da participação do governo na economia por meio de privatizações.

Para o governo, o desequilíbrio era decorrente de problemas fiscais. Desta forma, houve o corte de orçamento de 6 bilhões de dólares em 1993, com prioridades definidas pelo executivo e aprovadas pelo legislativo; foi definido que a proposta orçamentaria de 1994 seria baseada em uma estimativa da receita, ao invés das pretensões de gastos do governo; foi encaminhado um projeto de lei que limitava despesas com os servidores civis em 60% da receita corrente da União; foi elaborado um projeto de lei que definia as normas de cooperação da União com estados e municípios, além da contrapartida dos estados e municípios de se manterem em dia em seus débitos com a União. Além disso, o governo criou um Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira e tomou medidas com o intuito de combater a sonegação fiscal com conscientização e aumento da fiscalização das maiores empresas do país, assim como cobrança mais contundente dos impostos sobre pessoa física.

A equipe econômica apontava ainda que o setor financeiro seria o principal beneficiário do desajuste, em função das taxas de juros e inflação sobre suas receitas. Desta forma, adotou medidas que pretendiam promover um processo de saneamento dos bancos públicos para a sobrevivência de um sistema bancário saudável que fosse resistente à futura queda da inflação, e conseqüentemente dos juros. Estas medidas incluíam um controle mais rígido sobre os bancos estaduais, com a limitação de concessão de empréstimos para entidades do setor público e reestruturação dos bancos estaduais e federais, tornando-os mais competitivos.

Ainda na primeira etapa do Plano Econômico, o governo defendeu que, apesar de reconhecer a importância das empresas públicas no desenvolvimento industrial do país nas décadas passadas, a atuação do Estado, naquele momento, deveria ser apenas nas áreas essenciais, privatizando as estatais que representavam um consumo importante dos recursos. Além disso, com as privatizações, iria transferir para o setor

privado os custos necessários para modernização da infraestrutura, o que incentivaria o desenvolvimento do país.

Contudo, as medidas tomadas no PAI, não impediram a aceleração da inflação em 1993. LACERDA *et al* (2010) afirma que existia uma falta de entusiasmo da classe política e demais esferas do governo com relação à ambiciosa agenda de reconstrução gradual de capacidade do financiamento público. E o próprio Ministério da Fazenda teria admitido que as medidas tomadas não eram suficientes para alcançar os objetivos almejados:

“...eram necessárias mudanças adicionais no arcabouço administrativo e financeiro do Estado, envolvendo alterações da Constituição no que respeita a organização federativa, sistema tributário, elaboração do orçamento, funcionalismo, previdência social e intervenção no domínio econômico” (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1994).

Sendo assim, o governo procurou tornar as ações governamentais mais transparentes, pois precisaria elevar a confiança da população no setor público para passar à Segunda Fase do Plano Real, a implementação do URV.

### *3.1.2. A implementação da URV*

Em maio de 1994 a equipe econômica começou a introduzir a URV, que serviria de transição para a nova moeda. Isto porque a equipe econômica não considerava a confiança da opinião pública na administração federal suficientemente elevada para que pudesse introduzir subitamente a nova moeda. LACERDA *et al* (2010) afirma o governo atribuía à criação da URV uma maneira de proporcionar aos agentes econômicos uma fase de transição para a estabilidade de preços.

A URV consistia em um indexador que foi atrelado ao dólar numa base de um por um. Este foi utilizado para restaurar a função de unidade de conta da moeda, destruída pela hiperinflação, e para referenciar preços e salários. Franco em LACERDA *et al* (2010, p.230) explica que o Banco Central emitia, diariamente, relatórios sobre a desvalorização do cruzeiro real e a cotação



da URV. Desta forma, a URV servia para o comércio determinar seus preços, efetuar contratos e determinar salários, independentemente das desvalorizações monetárias provocadas pela inflação, o que acabaria provocando uma indexação generalizada da economia, segundo o autor.

Assim, gradativamente os valores começaram a ser convertidos para URV. Os salários e os benefícios previdenciários foram os primeiros, seguidos pelos contratos e preços. O governo passou a converter os preços oficiais, contratos e impostos, além de estimular o uso voluntário do indexador por agentes privados. Este foi um processo que durou cerca de três meses, mas gradativamente foi aumentando o número de preços fixados em URV, embora as transações ocorressem em Cruzeiros Reais.

LACERDA *et al* (2010) avalia que ao transformar negócios prefixados em pós-fixados, o novo padrão monetário teria exercido um papel didático importante, levando os agentes econômicos à uma análise mais criteriosa de seus custos e iniciando um processo de eliminação de memória inflacionária.

Em julho de 1994, com uma grande parcela de preços cotados em URVs, o governo decidiu introduzir uma nova moeda e entrar na última fase do Plano Real.

### *3.1.3. A Nova Moeda*

Apesar de não ser consenso na sociedade que a transição já estava completada, o governo decretou a Medida Provisória do Plano Real em julho de 1994, apresentando a nova moeda e esclarecendo as regras para sua introdução, assim como considerações sobre o quadro inflacionário vigente e a importância da estabilização.

Com o intuito de manter o valor da nova moeda, houveram importantes medidas tomadas pelo governo, principalmente no que tange à definição de política monetária. Nesta nova política, o Congresso deveria estabelecer regulamentos e diretrizes formando limites rígidos para emissão de moeda, que só poderiam ser alterados pelo Conselho Monetário Nacional em 20%, em casos extraordinários. Neste contexto, foi determinado um limite para expansão da base monetária de R\$ 9,5 bilhões até março de 1995.

Paralelamente, foram mantidas elevadas taxas de juros, a fim de controlar um aumento excessivo no consumo e desestimular a formação de estoques especulativos.

Além disso, foi determinado um teto máximo para a taxa de cambio, onde um real seria equivalente à um dólar, isto ocorria apesar da taxa de cambio não ser fixa, mas administrada pelo Banco Central e pelo Conselho Monetário Nacional afim de mantê-la dentro do teto.

No início, alguns executivos teriam temido a introdução de um congelamento, conforme afirma BAER (1996), e por isso, teria ocorrido uma pequena onda de aumento de preços em supermercados e lojas. Porém, o governo se recusando a usar política de congelamento de preços, sugeriu ao público que reduzisse as compras de artigos de primeira necessidade, para forçar a redução dos preços destes. Medida que foi efetiva, levando à queda de preços.

#### 3.1.4. *Resultados do Plano Real*

Os resultados iniciais do Plano Real foram bastante positivos. A taxa mensal da inflação que era medida em 50,7% em junho de 1994, permaneceu em 0,96% em setembro, e não ultrapassou os 3,5% em nenhum mês daquele ano. Em 1995, a maior taxa de inflação mensal registrada foi 5,15%, em junho. Para uma economia que vinha registrando uma inflação anual de 2407%, permanecer em 68% no ano de 1995, índices divulgados pela Conjuntura Econômica, representava um grande avanço rumo à estabilização de preços.

Por outro lado, o Banco Central divulgou um relatório em 1998 que demonstrou que a taxa de crescimento real da economia em 1994 foi de 5,9%, seguido por uma taxa de 4,2% em 1995, apesar de BAER (1996) afirmar que teria se alcançado taxas anualizadas de 7,8% naquele ano. Dados que mostram que a economia se manteve em expansão, mesmo quando a política era caracterizada como restritiva por estudiosos da época.

Um ponto importante a ser considerado, foi o uso de elevadas taxas de câmbio para controlar forças inflacionárias, o que teria deteriorado a balança comercial, superavitária por mais de dez anos, passou a apresentar

índices deficitários a partir de janeiro de 1995, o que segundo BAER (1996) teria se prolongado até 1999, com o efetivo abandono da âncora cambial.

A brusca queda da inflação, teria levado, segundo LACERDA *et al* (2010), à um significativo ganho de poder de compra da população. O que acabou levando à um aumento do consumo. Dados do Comércio de São Paulo, por exemplo, apresentaram um aumento no faturamento em 18% em março de 1995, comparado ao mesmo mês do ano anterior. Em função disso, o governo acabou adotando, no final de 1995, medidas de restrições de créditos e juros elevados, abrindo mão de um maior crescimento a favor da prevenção de uma eventual inflação de demanda.

Diante desses resultados, LACERDA *et al* (2010) faz considerações a respeito do Plano Real:

“O Plano Real é apontado como a melhor experiência de estabilização da economia brasileira. No entanto, a sua sustentabilidade e, principalmente, a retomada do crescimento econômico dependem de reformas mais profundas, de âmbito estrutural, envolvendo áreas fiscal-tributária, patrimonial, financeira e administrativa” (FONSECA, 2006, p.234).

No entanto, GIAMBIAGI *et al* (2011) afirma terem sido dois os fatores que teriam salvo o Plano Real, o primeiro seria as altas taxas de juros mantidas pela política monetária, sem as quais, o autor afirma que o resultado do Plano Real seria o mesmo dos planos de estabilização que o antecederam; o segundo seria a ampla liquidez retomada no mercado financeiro internacional junto com a atratividade dos mercados emergentes.

Tabela 6 - Inflação acumulada do Real

Série Histórica dos Acumulados no Ano - IPCA

Ano	Variação Acumulada no Ano (%) IPCA
Jul a Dez/94	18,57
1995	22,41
1996	9,56
1997	5,22
1998	1,65
1999	8,94
2000	5,97
2001	7,67
2002	12,53
2003	9,30
2004	7,60
2005	5,69
2006	3,14
2007	4,46
2008	5,90
2009	4,31
2010	5,91
2011	6,50
2012	5,84
2013	5,91
2014	6,41
2015	10,67

Fonte: IBGE

### 3.2. O Governo FHC

Fernando Henrique Cardoso, ministro da Fazenda durante a implementação do Plano Real, assumiu a presidência do país em janeiro de 1995 sob forte pressão. Isto porque apresentaram-se diversos desafios à manutenção da estabilização da economia.

A economia brasileira se encontrava em processo de aquecimento provocado pelo aumento no consumo, o que trazia a preocupação quanto ao retorno da inflação, já resistente à queda. Além disso, a crise do México trouxe suspeitas sobre regimes de câmbio rígido, fazendo com que se questionasse se o Brasil não poderia ser atingido também por uma drástica desvalorização monetária em função de distúrbios no balanço de pagamentos. Por fim, o aumento da demanda agregada, associado à redução de entrada de capital externo, levou à queda das reservas internacionais. GIAMBIAGI *et al* (2011) afirma que em junho de 1994 as reservas internacionais eram de US\$ 43 bilhões e em abril de 1995 já estavam em US\$ 32 bilhões.

Diante deste cenário, em março de 1995, o governo começou a implementar medidas de reação aos desafios econômicos. Entre estas,

podemos citar aumento da taxa de juros nominal, e uma desvalorização controlada de cerca de 6% em relação à taxa de câmbio da época, permanecendo a administrar micro desvalorizações após esta.

Tais medidas foram incentivo para reações ocorridas posteriormente. Os investidores internacionais foram atraídos pela alta rentabilidade das aplicações na moeda brasileira, fazendo com que as reservas internacionais voltasse a crescer e alcançassem US\$ 52 bilhões ao final de 1995, segundo GIAMBIAGI *et al* (2011). Além disso, a inflação continuou a ceder, mantendo sua queda pelos quatro anos que se seguiram. O impacto negativo teria sido no crescimento do país que apresentou quedas do PIB entre o primeiro e o terceiro trimestre de 1995.

É indiscutível que o Plano Real, enquanto plano de estabilização, foi o mais bem sucedido aplicado no Brasil, no entanto, problemas como o desequilíbrio externo e desajuste fiscal eram presentes e desafiavam os formuladores de políticas públicas.

A sobrevalorização cambial, aliada à abertura da economia, incentivou grandemente as importações, que teriam saído de US\$ 33,2 bilhões em 1994 para US\$ 61,5 bilhões em 1997, segundo LACERDA *et al* (2010), expansão bem maior do que aquela encontrada nas exportações que teriam saído de US\$ 43,6 bilhões em 1994 para US\$ 53 bilhões em 1997, de acordo com o autor. Aliado a este resultado, houve o crescente déficit no serviço da dívida externa, levando a balança de transações correntes de um déficit de US\$ 1,7 bilhão em 1994, para US\$ 33,4 bilhões em 1997 (LACERDA *et al*, 2010). Não obstante, o déficit nominal nas contas públicas, em 1998, chegavam a 8% do PIB.

Para lidar com os problemas expostos, o governo precisou recorrer ao FMI, que ofereceu um aporte de recursos de US\$ 41,5 bilhões, disponibilizados mediante necessidade. O apoio ao Brasil teria como contrapartida um aperto fiscal, com superávit primário passando de 2,6% do PIB em 1999 à 3,0% do PIB em 2001. No entanto, sem grande apoio do Congresso para implementação de propostas do programa fiscal e ceticismo do mercado internacional, o governo precisou apelar para a desvalorização cambial e após dois dias liberou a flutuação do mesmo, fazendo com que este passasse de R\$ 1,20 para R\$ 2,00 em menos de 45 dias (GIAMBIAGI

*et al*, 2011). O sistema de câmbio flutuante teria, então, se consolidado nos dois anos posteriores e permitido um ajuste lento no balanço de pagamentos, conforme explica LACERDA *et al* (2010).

Complementarmente, o governo também implementou o regime de metas inflacionárias em 2000, o que colaborou para a redução das taxas reais de juros, que apesar de terem continuado altas considerando a média internacional, reduziram-se à quase metade.

Também é importante citar, que com a crise energética de 2001, o PIB teve um crescimento ínfimo de 1,5% no mesmo ano. A junção de falta de investimento no setor energético, baixa intensidade pluviométrica e aumento no consumo de energia estimulado pelas inovações tecnológicas, levou à uma perspectiva de falta de energia em meados daquele ano. Situação que gerou a necessidade de racionamento para diminuição na demanda por energia em 20% e conseqüentemente, refreamento do crescimento nacional.

GIAMBIAGI *et al* (2011) faz a seguinte avaliação dos dois mandatos do Governo FHC:

“No final da sua gestão, como saldo positivo, FHC deixou, fundamentalmente um “tripé” de políticas – metas de inflação, câmbio flutuante e austeridade fiscal – que, se mantidas ao longo dos anos, poderiam criar as condições para o desenvolvimento econômico futuro inflação baixa e equilíbrios externo e fiscal” (GIAMBIAGI *et al*, 2011, p.193).

Tabela 7 - Variação do PIB 1993 a 2002

<b>Lista de valores</b> (Formato numérico: Europeu - 123.456.789,00)	
<b>Data AAAA</b>	<b>7326 Var. % anual</b>
1993	4,92
1994	5,85
1995	4,22
1996	2,21
1997	3,39
1998	0,34
1999	0,47
2000	4,39
2001	1,39
2002	3,05
<b>Fonte</b>	<b>IBGE</b>

Fonte: Banco Central do Brasil

### 3.3. O Governo Lula

Ainda em 2002, a economia brasileira experimentou o chamado “efeito Lula”, isto porque após anos de discursos do candidato eleito à presidência, Luiz Inácio “Lula” da Silva, que defendiam o debate se o acordo com o FMI deveria ser mantido e se a geração de superávit primário para pagar credores em detrimento do investimento no crescimento seria o melhor caminho para o país, o mercado financeiro, nacional e internacional, passou a temer um boicote ao pagamento da dívida, havendo, portanto uma fuga de capital. A situação externa do país chegou à um nível tão grave, que havia a expectativa de que sem a recuperação do crédito externo e acesso aos recursos do FMI, o Brasil chegasse à 2003 com dólar pressionado, inflação crescente e correndo risco de insolvência. Os dados deste período, divulgados por GIAMBIAGI *et al* (2011), mostraram que a taxa de câmbio subiu de US\$ 2,32 em março de 2002 para US\$ 3,89 em setembro, o risco-país teria passado de 700 pontos em março para 2000 pontos em outubro de 2002 e a expectativa de inflação para 2003 teria passado de 4,0% em janeiro de 2002 para 11% em novembro do mesmo ano.

Diante desta situação, Lula, antes mesmo de assumir o governo em 2003, começou a mudar seu discurso. Precisou lançar três documentos que faziam o compromisso de preservar o superávit primário o quanto fosse necessário para evitar o aumento da dívida interna e respeitar o acordo com o FMI.

Como uma confirmação dos compromissos feitos em 2002, o presidente Lula aplicou medidas que contribuíram para reduzir as tensões macroeconômicas no início de seu mandato. Entre as principais podemos citar: Anúncio de metas de inflação de 8,5% para 2003 e 5,5% para 2004, reforçando política anti-inflacionária; Elevação da taxa de juros básica; Definição da meta de superávit primário de 4,25% do PIB para 2003 a 2006; Corte de gastos públicos e renovação do acordo com o FMI até o final de 2004.

Mediante a não esperada rigidez quanto à política monetária e fiscal do governo, em 2003, o país alcançou resultados positivos em termos de

combate à inflação ajudada pela queda do câmbio, aumento do superávit comercial e queda considerável no déficit em conta corrente. Este, de acordo com GIAMBIAGI *et al* (2011) era esperado próximo aos US\$ 20 bilhões, mas caiu efetivamente para US\$ 8 bilhões. Por outro lado a taxa de juros básica saiu de 6% em 2002 para 13% em 2003, conforme explicam os autores, comprometendo o desempenho do PIB.

Quando se analisa o período que se compreende entre 2003 e 2006, durante o primeiro mandato do presidente Lula, consegue-se perceber a predominância da rigidez da política monetária adotada pelo Banco Central, com uma taxa de juros real média de 11% a.a., mantendo assim uma inflação média de 6,4% a.a. neste período, sempre dentro da banda tolerável da meta inflacionária. A política fiscal também foi considerada contracionista, diminuindo o gasto primário total em 3% em 2003 e só aumentando nos anos seguintes, financiado pela elevação da carga tributária, além disso, foram obtidos superávits primários significativos, traduzidos em despesas expressivas com o pagamento de juros em um primeiro momento e consequente redução do peso dos juros ao longo do tempo. E, apesar do crescimento mínimo de 1,1% do PIB em 2003, nos anos que se seguiram até 2006, o país alcançou um crescimento médio de 3,5% a.a., considerado relevante quando se destaca as altas taxas de juros vigentes no período.

Assim, após ter conquistado a confiança de grande parte da população brasileira, Lula foi eleito para seu segundo mandato, que teve características um pouco diferentes do primeiro.

No segundo governo de Lula houve um leve afrouxamento da política monetária. A taxa de juros real média no período de 2007 a 2010 foi apurada em 6% a.a., bem inferior aos 11% computados anteriormente, o que não demonstrou um impacto negativo na taxa inflacionária, já que esta permaneceu em uma média de 5,1%.

Quanto à política fiscal, observou-se um afrouxamento ainda maior, incentivado pelos consideráveis superávits primários alcançados no período anterior. Houve um aumento na taxa de variação real do gasto público, e a meta fiscal deixou de ser efetivamente perseguida com a relativização dos objetivos de superávit primário. No entanto, a dívida líquida do setor público



em 2010 era medida em 40% do PIB, bem inferior aos 60% computados em 2002.

É importante ressaltar que na crise mundial de 2008, a posição das reservas internacionais do país era largamente superior à dívida externa bruta oficial, desta forma, diferente das crises anteriores, o país assumiu posição de credor líquido do exterior. O que fez com que a desvalorização cambial do período reduzisse inicialmente a dívida pública.

GIAMBIAGI *et al* (2011) avaliam que no que se refere às variáveis relacionadas ao nível de atividade e ao comportamento dos preços, os resultados do Governo Lula teriam sido positivos. Ao se considerar somente os anos 2004 a 2008, a taxa média de crescimento do PIB teria sido de 4,8% a.a., e mesmo se considerando os anos 2003 e 2009, marcados por baixos crescimentos em razão de fatores externos, esta taxa ainda ficaria em 4% a.a. A inflação por sua vez, teria se mantido no intervalo de tolerância definido pelo sistema de metas de inflação, mostrando uma trajetória cadente e registrado uma taxa média de 5,7% a.a. de 2003 a 2010.

Apesar da avaliação positiva, no ano de 2010 o país ainda tinha alguns desafios a serem superados como taxa de investimento insuficiente, poupança doméstica baixa e competitividade deficiente da economia, fatores que levaram ao ressurgimento dos déficits elevados em conta corrente.

Tabela 8 - Variação do PIB 2003 a 2010

<b>Lista de valores</b> (Formato numérico: Europeu - 123.456.789,00)	
<b>Data AAAA</b>	<b>7326 Var. % anual</b>
2003	1,14
2004	5,76
2005	3,20
2006	3,96
2007	6,07
2008	5,09
2009	-0,13
2010	7,53
<b>Fonte</b>	<b>IBGE</b>

Fonte: Banco Central do Brasil

### 3.4. O Governo Dilma

Escassa é a bibliografia disponível que aborda os anos do governo Dilma, em função deste ser ainda recente. Dilma Rousseff foi eleita em 2010, como uma promessa de continuidade do governo anterior, que a apoiava como sua sucessora. Entrou no governo já fazendo história por ser a primeira presidente mulher eleita no país e se apoiando em uma história de militância política.

Em seus primeiros anos no governo se propôs a manter o regime de política apoiado no tripé macroeconômico: metas de inflação, metas de superávit primário e taxa de câmbio flutuante. No entanto, taxas mais elevadas de crescimento passaram a ter posição mais centralizada nos objetivos do governo, o que levou à uma flexibilização maior das políticas monetárias e fiscais.

Em 2011, o Banco Central acabou por optar por um aperto monetário, com a intenção de conter a inflação que teria alcançado 5,9% no final de 2010. Desta forma, foi elevada a taxa básica de juros para 11,25%a.a., segundo MESQUITA (2014). Paralelamente, a autoridade monetária também contemplava a moderação na expansão do crédito com o objetivo de conter a demanda agregada, além de aumento da alíquota do imposto sobre operações financeiras (IOF).

A política fiscal no primeiro ano de governo também foi considerada contracionista, aumentando o superávit primário para 3,1% do PIB, em contraste com os 2,8% do ano anterior, segundo dados do Banco Central.

No entanto, no final de 2011, apesar das controvérsias causada pelo cenário de inflação corrente e esperada distante do centro da meta, houve um relaxamento da política monetária, com a diminuição da taxa básica de juros em 0,5%. Tal política teria se baseado na ideia de que o cenário internacional teria impacto contracionista na economia brasileira, e por si só, já seria suficiente para convergir a inflação para a meta. Teoria esta que não obteve sucesso, no final de 2012 a taxa de inflação foi computada em 5,84%, segundo dados oficiais do IBGE, bem diferente dos 4,5% da meta. Diante disto, foi necessário se retomar a elevação da taxa de juros, processo que se iniciou em abril de 2013.

O governo de Dilma foi marcado por políticas não muito bem definidas, intervenção direta em preços, assim como intervenções no mercado cambial, convergindo para um programa de *hedge* cambial, por meio de intervenções diárias. Se referindo à política fiscal não foi diferente, tendo um superávit primário de apenas 1,7% em 2014, e um gasto público de 19% em relação ao PIB em 2013, comparados aos 16% de 2008.

Dados oficiais demonstram que as políticas equivocadas deste governo provocaram uma diminuição da taxa de crescimento do PIB, chegando à diminuição do próprio PIB em 2015, que teria sido computado em 3,85p.p. negativos. Além de aumento na inflação, que teria alcançado o valor de 10,67% em 2015.

Abaixo podemos verificar a variação do PIB nos anos de 2011 a 2015:

Tabela 9 - Variação do PIB 2011 a 2015

<b>Lista de valores</b> (Formato numérico: Europeu - 123.456.789,00)	
<b>Data AAAA</b>	<b>7326 Var. % anual</b>
2011	3,91
2012	1,92
2013	3,01
2014	0,10
2015	-3,85
<b>Fonte</b>	<b>IBGE</b>

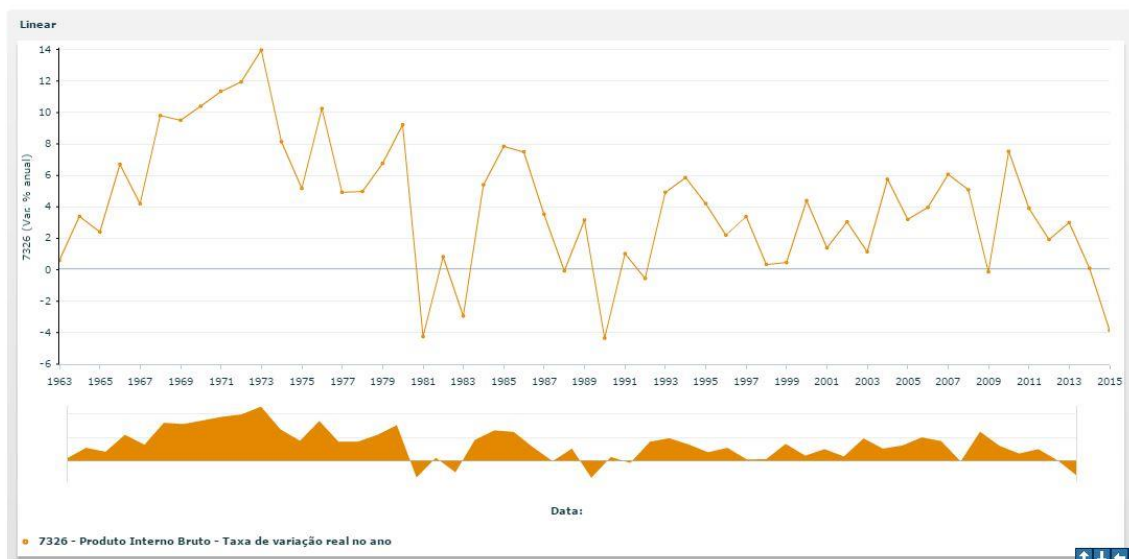
Fonte: Banco Central do Brasil

Neste cenário, houve uma alternância entre ministros da Fazenda, com consequentes alternâncias de políticas. Guido Mantega teria permanecido até janeiro de 2015. Joaquim Levy que assumiu o Ministério com discurso de adotar medidas para ajuste fiscal, assim como política de juros altos, mas teria encontrado resistência dentro do próprio governo para aplicar as medidas necessárias e acabou por pedir demissão em dezembro de 2015, Nelson Barbosa que assumiu o Ministério em dezembro de 2015, teria propostas menos divergentes ao governo e permaneceu até maio de 2016, sem grande expressividade, exceto pelas denúncias de “pedaladas fiscais” atualmente julgadas.

Críticos apontam para maquiagens nos índices oficiais que descrevem a economia brasileira no governo Dilma, com uso de “pedaladas fiscais” para aliviar momentaneamente as contas do governo, através de atrasos no repasse de dinheiro pelo Tesouro Nacional para os bancos públicos, o que enganaria o mercado financeiro, dando a impressão de que o governo estaria com despesas menores do que as reais e que o superávit primário seria maior do que o apurado de fato.

A união de resultados negativos, tanto com a política monetária, como com a fiscal; desgaste no relacionamento com o Congresso; denúncias de crime contra a Lei de Responsabilidade Fiscal através de “pedaladas fiscais”; além de “boatos” de corrupção, acabaram levando a presidente ao processo de *impeachment*, que atualmente se encontra em julgamento no Congresso Nacional.

Gráfico 1 - Variação do PIB 1963 a 2015



Fonte: Banco Central do Brasil

## CONCLUSÃO

Ao se analisar toda a histórica econômica do Brasil, partindo desde meados do século XX, até o governo atual é possível se verificar que movimentos de políticas monetárias, assim como políticas fiscais, foram precedidas por alterações no produto do país, assim como alterações do comportamento dos agentes econômicos.

No entanto, não é possível afirmar que tais alterações foram resultado direto das políticas monetárias aplicadas, isto porque, em todos os governos estudados, estas políticas foram acompanhadas por uma série de outras medidas que objetivavam incentivar o comportamento dos agentes, seja no sentido de impulsionar o crescimento do país, ou simplesmente estabilizar um sistema monetário que passou por inúmeras oscilações consideráveis.

Além disso, os resultados experimentados no país foram influenciados por uma série de fatores como choques provocados por crises externas, sejam elas de superprodução ou do mercado financeiro, expectativas políticas, e até mesmo corrupção. Tratando-se de uma ciência social, se torna quase impossível realmente isolar todas as demais variáveis que podem ter influenciado no desempenho da economia do país, de forma a constatar de fato a relação direta das políticas monetárias com o lado real da economia, e assim afirmar a não-neutralidade da moeda no caso brasileiro.

Mesmo que afirmássemos que as políticas monetárias foram relevantes nos resultados da economia real brasileira no decorrer destes anos, não poderíamos afirmar que estes resultados se deram a longo prazo. Não foi constatada nenhuma política monetária que, sem manutenções posteriores, tenha alcançado resultados duradouros na produção da economia.

No entanto, cabe ressaltar, que ao se analisar os resultados no PIB (gráfico 1), os governos com políticas consideradas mais bem sucedidas, seja no controle inflacionário, seja na fomentação do crescimento, pelo menos a curto prazo, obtiveram esses resultados com o uso intenso de políticas monetárias, aliadas com políticas fiscais. Portanto, não é possível descartar a efetividade dessas na formulação de políticas públicas.

## REFERÊNCIAS

CARVALHO, Fernando Cardim de. **O retorno de Keynes**. *Novos estud.* – CEBRAP, nº 83, p.91-101, mar. 2009.

CARVALHO, Fernando Cardim de; SOUZA, Francisco E. Pires; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando R. de; STUDART, Rogério. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. Rio de Janeiro: Campus. 2ª ed., p. 45-58, 2007.

FONSECA, Pedro Cezar Dutra; MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. **Metalistas x papelistas: origens teóricas e antecedentes do debate entre monetaristas e desenvolvimentistas**. *Nova Economia*, vol. 22, nº 2, p. 203-233, 2012.

GIAMBIAGI, Fabio; VILLELA, André; CASTRO, Lavinia Barros de; HERMANN, Jennifer. **Economia Brasileira Contemporânea [1945 – 2010]**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2ª ed., p.49-231, 2011.

LACERDA, Antônio Corrêa de; BOCCHI, João Ildebrando; REGO, José Márcio; BORGES, Maria Angélica; MARQUES, Rosa Maria. **Economia Brasileira**. São Paulo: Saraiva. 4ª ed., p. 158-301, 2010.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. **Economia Monetária**. São Paulo: Atlas. 9ª ed., p. 184-251, 2005.

MANKIW, N. Gregory. **Macroeconomia**. Rio de Janeiro: LTC. 3ª ed., p.380-384, 1998.

MARINHO, Henrique. **Economia Monetária: Teorias e Experiência Brasileira**. Rio de Janeiro: Ed. Ciência Moderna, p.77-106, 2007.

MESQUITA, Mário. **Sob a Luz do Sol, Uma Agenda para o Brasil: A Política Econômica do Governo Lula: a volta do experimentalismo**. CDPP, p.3-15, 2014.

OREIRO, José Luis. **Preferência pela Liquidez e escolha de portfólio: Estabelecendo os micro fundamentos da não-neutralidade da moeda no longo prazo.** *Rev. Análise Econômica*, vol. 17, nº 32, p. 87-104, 1999.

ROSSETTI, José Paschoal. **Introdução à Economia.** São Paulo: Atlas. 17ª ed, p. 819-825, 1997.

SANT'ANA, José Antonio. **Economia Monetária.** Brasília: Ed. Universidade de Brasília. 1ª ed., p. 107-126, 1997.

SENNA, José Júlio. **Política Monetária: Ideias, experiências e evolução.** Rio de Janeiro: Ed. FGV. 1ª ed., p.165-392, 2010.

[http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc\\_ipca/ipca-inpc\\_201607\\_3.shtm](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/ipca-inpc_201607_3.shtm). Acesso em 11 de agosto de 2016.

<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em 11 de agosto de 2016.