

**DOCUMENTOS DE TRABAJO INTERUNIVERSITARIOS Nº 2  
AGOSTO 2011**

**A construção dos mercados monetários e financeiros no  
Brasil: A história da moeda que transitou da hiperinflação  
para a valorização**



**Renaldo  
Antonio  
Gonsalves**

# **A construção dos mercados monetários e financeiros no Brasil: A história da moeda que transitou da hiperinflação para a valorização**

**Renaldo Antonio Gonsalves**



Estos documentos de trabajo de UC-CIFF-IELAT están pensados para que tengan la mayor difusión posible y que, de esa forma, contribuyan al conocimiento y al intercambio de ideas. Se autoriza, por tanto, su reproducción, siempre que se cite la fuente y se realice sin ánimo de lucro. Los trabajos son responsabilidad de los autores y su contenido no representa necesariamente la opinión de UC-CIFF-IELAT. Están disponibles en las siguientes direcciones:

<http://www.ielat.es/>  
<http://www.ciff.net/>  
<http://www.unican.es/>

Centro Internacional de Formación Financiera (CIFF)  
Universidad de Alcalá  
Plaza de Cervantes, Nº 10  
28801 Alcalá de Henares – Madrid

Secretario de redacción:  
Guido Zack

Equipo de edición:  
Daniel Díaz Fuentes  
Pedro Pérez Herrero  
Daniel Sotelsek  
Guido Zack

Consultar normas de edición en el siguiente enlace:  
<http://www.ielat.es/inicio/repositorio/Normas%20Working%20Paper.pdf>

DERECHOS RESERVADOS CONFORME A LA LEY  
Impreso y hecho en España  
Printed and made in Spain  
ISSN: 2174-5501

### Consejo Editorial

Diego Azquetá Oyarzún - UAH  
Judith Clifton – UC  
Belen Díaz Díaz – UC  
Rubén Garrido Yserte - UAH  
Renaldo Antonio Gonsalves - Pontificia Universidade  
Católica de São Paulo  
Pablo Gerchunoff - Universidad Torcuato Di Tella  
Maria Alejandra Irigoin – LSE  
Alejandro Izquierdo – Banco Interamericano de  
Desarrollo  
Erika Kraemer Mbula – University of Brighton -  
University of Technology  
Pilar L'Hotellerie Fallois - Banco de España  
José Luis Machinea – Universidad Torcuato Di Tella  
Carlos Marichal - El Colegio de México  
José Juan Ruiz - Banco Santander  
Federico Steinberg - Real Instituto Elcano

## **A construção dos mercados monetários e financeiros no Brasil: A história da moeda que transitou da hiperinflação para a valorização**

Renaldo Antonio Gonsalves\*

### **Resumo**

Este breve estudo relata a trajetória da economia brasileira que vivenciou situações monetárias extremadas, transitando da rejeição plena da moeda—ocorrida no auge da hiperinflação – ao fenômeno de ser, atualmente, uma das mais valorizadas nos mercados internacionais. O principal motivo do percurso errático da moeda é a existência de processos inflacionários que foram combatidos, ao longo dos últimos cinquenta anos, por vários planos de estabilização, cujos fundamentos se deslocam desde receitas monetaristas ortodoxas até às heterodoxas, com pouca referência teórica. A atual situação da economia brasileira é confortável, a moeda é confiável e os fundamentos das políticas macroeconômicas são saudáveis. No entanto, o processo de estabilização não se concluiu, faltam algumas reformas estruturais importantes e a estruturação dos mercados de crédito e câmbio, com medidas liberatórias. A construção de um mercado cambial flutuante e livre, bem como o fim da indexação na economia como um todo, são medidas que fortaleceriam e aprofundariam a credibilidade do atual padrão monetário.

### **Palavras chave:**

Hiperinflação, ortodoxia, heterodoxia, correção monetária, senhoriagem.

### **Abstract**

This brief study reports the trajectory of the Brazilian Economy, which experienced extreme monetary situations, moving from full rejection of the currency - occurred at the top of hyperinflation - to the phenomenon of being currently one of the most valued in international markets. The main reason for the currency's erratic course is the existence of inflationary processes that have been fought along the last fifty years by many stabilization plans, the grounds of which ranged from orthodox to heterodox monetarist recipes, with little theoretical background. The current status of the Brazilian Economy is comfortable, the currency is reliable and the foundations of macroeconomic policies are healthy. However, the stabilization process is not completed. Some major structural reforms are lacking, as well as the structuring of credit and exchange markets with liberating measures. Both the building of the floating and free exchange market and the end of the indexation in the economy at large are measures that would strengthen and deepen the creditworthiness of the current monetary standard.

### **Key words:**

Hyperinflation, orthodoxy, heterodoxy, monetary correction, seigniorage.

---

\*Professor de Estatística do Departamento de Ciências Atuariais da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Doutor em Política pela PUC/SP, Conselheiro do Conselho de Planejamento Estratégico da Federação do Comércio do Estado de São Paulo, Membro do Grupo de Análise da Economia Real (GAER) da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo. Contato: [renaldo@pucsp.br](mailto:renaldo@pucsp.br)

## Introdução

O atual mercado monetário e financeiro do Brasil apresenta algumas especificidades como, por exemplo, ter uma das moedas mais valorizadas do mundo, operar um volume de crédito que representa algo como 50% do PIB, e realizar empréstimos imobiliários que ficam em torno de 4% do produto interno. Estes parâmetros, ao serem comparados a padrões internacionais de mercados maduros, revelam baixos níveis de endividamento da população e forte poder aquisitivo da moeda nacional, em relação a bens estrangeiros. Nem sempre esta foi a realidade da moeda e do crédito no Brasil. De 1950 até 1994 a economia passou por um processo de inflação severa e hiperinflação, com sequelas gravíssimas ao sistema de crédito.

Para compreender melhor as modificações ocorridas no Brasil, avaliaremos as transformações do sistema de moeda e crédito ao longo das últimas décadas. Para analisar as mudanças, este estudo será dividido em seis partes: Introdução; A busca da estabilidade macroeconômica; A hiperinflação brasileira; O Plano Real no controle da inflação; A estabilização inacabada; Conclusões e considerações.

Na introdução, antes de avançarmos nos temas ligados à busca da estabilidade nos mercados brasileiros, abordaremos uma questão metodológica que auxiliará a compreender algumas particularidades do mercado monetário e financeiro.

Podemos afirmar que no campo das ciências econômicas há leis que são aplicáveis e funcionam em qualquer região do mundo em que haja mercado monetizado e que os fundamentos da economia sejam consistentes. Alguns destes marcos teóricos, na perspectiva microeconômica, são: 1) a formação e a estrutura dos preços nos mercados; 2) a determinação das margens de lucro praticadas pelas empresas; 3) as suas estruturas de custo. No âmbito macroeconômico, ressaltamos regras que regulam o investimento e o consumo, a preferência pela liquidez, e a estrutura intertemporal das taxas de juros em um país.

Pode haver alguma controvérsia em relação às afirmações feitas acima, mas, em geral, elas são bem aceitas nos meios acadêmicos e nos ambientes empresariais. Para avaliar o que foi dito anteriormente, é possível testar estas regras através de modelos econométricos, que na maioria das vezes confirmam o que há de comum em todos os mercados.

Neste estudo, ao invés de buscar apenas provas empíricas da existência destas regras gerais ou "universais", trataremos também de verificar o que é particular ou característico do Brasil. Com esta dupla abordagem, será possível melhorar a compreensão do funcionamento dos mercados em um determinado país.

Mesmo que os mercados estejam submetidos a leis gerais da economia ou às formas convencionais de acumulação do capital, eles são, também, o resultado de processos sociais específicos de cada nação, e dependem das estruturas institucionais criadas em cada sociedade para surgirem e se desenvolverem.

As estruturas institucionais de cada sociedade são construídas a partir de parâmetros culturais e históricos próprios, que dão suporte às suas trajetórias e são responsáveis, em última análise, pela quantidade e qualidade de bens e serviços públicos e privados oferecidos à população.

Mercados e serviços públicos são estruturas institucionais complementares que são criadas a partir de valores ideológicos da sociedade. Desta forma, é possível explicar a existência de países com mercados ativos e Estados com participação menos dinâmica, como também outras nações em que esta relação se inverte significativamente.

A existência formal de mesmas instituições (Ministério da Justiça, Poder Legislativo, Banco Central, Mercado financeiro, etc.) entre vários países não garante, por si, o atendimento das demandas de uma sociedade, nem ao menos que o funcionamento destas seja igual ou semelhante em dois ou mais países. Pois a possibilidade de reprodução de modelos políticos de uma sociedade para outra é um fenômeno relativo, ou seja, não se transplanta o modelo político do Estado americano, chinês ou alemão para outro país qualquer.

Para exemplificar a impossibilidade de reprodução de modelos políticos e econômicos, devemos observar que a estrutura institucional de cada Estado é determinada por regras formais e informais, como aponta North (1993).

“Las Instituciones son imposiciones creadas por los humanos y estructuran y limitan sus interacciones. Se componen de imposiciones formales (por ejemplo reglas, leyes, constituciones), informales (por ejemplo, normas de comportamiento, convenciones, códigos de conducta auto impuestos) y sus respectivas características impositivas. En conjunto, definen la estructura de incentivos de las sociedades, y específicamente de las economías.”

Podemos afirmar, por exemplo, que as regras formais (como as Constituições) até podem ser parcialmente reproduzidas ou adaptadas para funcionar em qualquer país, no entanto, as regras informais são frutos de tradições e heranças culturais, representam alguns dos elementos determinantes do desenvolvimento de uma sociedade e definem o padrão de funcionamento das suas instituições. Segundo North (1993), há outros fatores que determinam este processo.

“Es la interacción entre instituciones y organizaciones la que da forma a la evolución institucional de una economía. Si las instituciones son las reglas del juego, las organizaciones y sus empresarios son los jugadores.

Las organizaciones se conforman de grupos de individuos unidos por un propósito común con el fin de lograr ciertos objetivos. Entre éstas se incluyen las políticas (por ejemplo, partidos políticos, el senado, un concejo municipal, cuerpos reguladores), las económicas (por ejemplo, las empresas, sindicatos, granjas familiares, cooperativas), las sociales (por ejemplo, iglesias, clubs, asociaciones deportivas) y las educativas (por ejemplo, escuelas, universidades, centros de capacitación vocacional).

Se crean organizaciones que reflejan las oportunidades ofrecidas por la matriz institucional. Esto es, si el marco institucional premia la piratería, surgirán entonces organizaciones pirata; y si el marco institucional premia las actividades productivas, surgirán organizaciones – empresas – que se dediquen a actividades productivas.”

São, em última análise, as instituições que influenciam o desempenho e a transformação das sociedades. Sabemos que as modernas democracias ocidentais caracterizam-se por um aumento contínuo da representatividade dos anseios da população nas ações do Estado, e que esta aderência está geralmente assentada na evolução das instituições públicas que são transformadas e reformadas continuamente pelas organizações.

As organizações são formadas por grupos de indivíduos que tem um propósito comum, apoderam-se politicamente das instituições para transformá-las, utilizá-las, ou mantê-las com o mesmo status. O acesso às instituições, pelas organizações (grupos de pressão), pode dar-se respeitando as regras do jogo ou tomando-as à força.

No Estado moderno, as instituições são as principais ferramentas que ligam os governos à sociedade. É, portanto, através da utilização política desta ferramenta que, eventualmente, torna-se possível cumprir um amplo leque de objetivos, que vão desde o atendimento adequado à demanda por bens públicos (segurança, justiça, saúde, educação, etc.) até objetivos intangíveis, como desenvolvimento econômico, bem estar social, garantias Constitucionais às minorias e outros.

Pelo fato das instituições serem distintas em cada país, temos diferentes custos de transação e, portanto, o mercado e o Estado se apresentam com características próprias. A mesma regra vale para o setor público – a estrutura institucional que atende as necessidades de oferta de bens e serviços públicos é diferente.

São estas especificidades do Estado e dos mercados de cada país que determinam a abundância ou escassez dos bens e serviços oferecidos à população.

O administrador público – leia-se “o governante” – não tem como tarefa única a alocação de recursos escassos para “otimizar” a oferta de bens públicos. Há uma dimensão política de legitimidade na ação do governante, mediada pelas instituições e organizações, que é extremamente relevante para entendimento do funcionamento do mercado e do Estado.

A sociedade, através das organizações que a representam, utiliza as regras do jogo das instituições para validar, impugnar ou apenas questionar as ações do seu governante. Há também, neste contexto, a possibilidade de violar as regras através de um golpe de Estado ou uma revolução, para barrar ou aderir à ação do governante.

Portanto, o gasto público que reflete as ações do governante não se resume a uma ação racional (no sentido econômico do termo), mas, no mínimo, passam por várias negociações e mediações com a sociedade civil através das organizações e instituições existentes.

Outro aspecto importante desta questão, (de uma maior aderência entre a agenda de mudanças e as conquistas sociais pleiteadas pela população) está ligado à capacidade de reformas promovidas pelo Estado. A força das transformações pretendidas por um governo depende do fôlego e da capacidade do poder executivo em articular uma conduta vitoriosa no Congresso, sem que suas propostas sejam inconstitucionais, ou ao serem julgadas pelo Judiciário, não sejam impugnadas.

A partir do exposto, podemos inferir que uma sociedade pode produzir um Estado com diversas regras formais semelhantes à de outros Estados (trechos de Constituições, poderes independentes, ministérios, regulação de mercados, etc.). No entanto, se houver uma grande distância entre o que está formalmente escrito na Constituição (regras formais) e as práticas usuais da população (normas informais) para cumprir estas determinações, esta distância – que podemos chamar de disjunção – poderá se transformar em mais um obstáculo para o desenvolvimento econômico e social.

As normas informais são frutos da evolução histórica de cada nação, das visões políticas e ideológicas de cada sociedade e de valores culturais desenvolvidos ao longo do tempo. São estas regras que determinam a velocidade das transformações.

Segundo North (1993), esta não aderência (disjunção) entre as regras formais e normas informais pode explicar o processo de transformação, evolução, retrocesso ou estagnação de uma sociedade.



“Es la mixtura de reglas formales, normas informales y características de implantación, lo que modela el desempeño económico. Si bien las reglas pueden cambiar-se de la noche a la mañana, las normas informales por lo general sólo cambian de modo gradual. Puesto que son las normas las que dan “legitimidad” a un conjunto de reglas, el cambio revolucionario nunca lo es tanto como desearían sus proponentes, y el desempeño diferente do esperado. Y las economías que adopten las reglas formales de otra economía tendrán características de desempeño muy diferentes a las diferencias en sus normas informales y en la implantación, La implicación es que transferir las reglas políticas y económicas formales de las exitosas economías de mercado de Occidente a economías del Tercer Mundo y de Europa del Este no es condición suficiente para un buen desempeño económico. La privatización no es una panacea para corregir un desempeño económico pobre.”

No caso do Brasil, historicamente, o mercado financeiro se caracterizou como um intermediador para operações de curto prazo, com estruturas muito sensíveis à inflação e aos movimentos cambiais. Até o início dos anos 60, o Banco do Brasil (banco estatal pertencente ao governo central) desempenhava vários papéis como: o de banco central com as funções de autoridade monetária e cambial, banco comercial, banco de fomento e banco do Estado.

Comparado aos outros países, o Banco do Brasil se assemelhava aos bancos centrais europeus (como Banco da Inglaterra, Banco de Portugal, etc.). No entanto, os seus atributos com funções típicas de banco central e autoridade cambial foram reduzidos, paulatinamente, ao longo das décadas de 60, 70 e 80, através das várias reformas feitas pelos militares.

O esforço reformista dos militares brasileiros contribuiu, em parte, para a redução das funções do Banco do Brasil, com a criação do Banco Central do Brasil em 1964<sup>1</sup> que originalmente se assemelhava, na sua estrutura institucional, ao banco central dos EUA. O Banco Central do Brasil assumiu, gradualmente, ao longo de três décadas, os papéis clássicos de uma autoridade monetária.

No entanto, o novo Banco Central do Brasil e o Banco do Brasil conviveram ao longo do período de 1965 até 1986, atuando nos mercados como dupla autoridade monetária. Este comando dobrado só cessou quando se extinguiu em 1986 a conta movimento<sup>2</sup>, que ligava o Banco do Brasil ao Tesouro Nacional, suprimindo o Banco do Brasil com recursos monetários.

---

<sup>1</sup> O Banco Central foi criado em 31 de dezembro de 1964, com a promulgação da Lei No 4.595.

<sup>2</sup> Esta conta permitia que o Tesouro Nacional transferisse recursos monetários e financeiros para o Banco do Brasil, mantendo o seu status de Banco Central.

Esta conta permitia, na prática, que o Banco do Brasil tivesse autonomia monetária e financeira, fazendo sua própria política à revelia de qualquer outra que fosse proposta ou praticada pelo novo Banco Central do Brasil.

As reformas dos militares de 1964 e de seus sucessores revelam e exemplificam a distância entre as regras formais, que eles tentaram implantar nos mercados monetário e financeiro, em oposição às normas informais de comportamento da sociedade. Durante o período da ditadura não houve nenhum obstáculo ou resistência política que se confrontasse às propostas de mudanças Constitucionais, ou de implantação de novas instituições copiadas de outros países. No entanto, parte significativa das mudanças feitas pelos militares não vingaram.

Como exemplo, podemos citar a tentativa de "construção" de algumas novas estruturas de mercado financeiro que são relatadas por Abrikian (2010).

"As reformas aplicadas no sistema financeiro nos anos de 1964 e 1965 procuraram estruturar um sistema no formato de instituições especializadas, tendo como base o modelo americano. Neste contexto, cada tipo de instituição deveria atuar com um propósito, e através de um tipo de captação (PUGA, 1999)<sup>3</sup>. Além do estabelecimento do modelo de instituições financeiras especializadas, esses dois anos ficaram marcados também pela Criação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), além da regulamentação das atividades de bolsa de valores e definição das funções dos bancos de investimento.

Os bancos comerciais ficariam responsáveis pelas operações de crédito de curto prazo, captando depósitos à vista enquanto os empréstimos de longo prazo ficavam a cargo dos bancos de investimento e de desenvolvimento, a partir da captação de depósitos a prazo e recursos no exterior.

As financeiras operavam com crédito ao consumidor e empréstimos pessoais, tendo como *funding* letras de câmbio, e as instituições do Sistema Financeiro Habitacional (SFH) eram as responsáveis pelo financiamento habitacional, captando recursos de depósitos de poupança e letras imobiliárias."

Todas estas estruturas criadas pelos reformistas não prosperaram, pois na prática os bancos atuavam sob a estrutura de um mesmo conglomerado financeiro, no mesmo

---

<sup>3</sup> PUGA, Fernando Pimentel. Sistema Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente, Comparações Internacionais e Vulnerabilidades à Crise Cambial: Rio de Janeiro, BNDES, 1999, (Texto para Discussão, No. 68).

espaço físico, e partilhando a mesma estrutura administrativa. Apenas os planos contábeis eram separados para atender as demandas legais.

O período que antecede ao golpe militar é caracterizado pelo forte aumento do déficit público (em parte causado pela construção de Brasília) e pela elevação contínua e consistente da inflação, que no ano de 1964 atingiu a cifra de 91,8%.

Na perspectiva do mercado financeiro, a elevação contínua da inflação do início dos anos 60 e as crises cambiais dificultavam a concessão de empréstimos. A solução encontrada pelo setor financeiro foi oferecer crédito de curtíssimo prazo, sendo que parte do empréstimo ficava com os bancos, ou seja, se um correntista obtinha um empréstimo de \$ 100 o banco ficava com 30% ou 40% deste valor, e o tomador deste recurso sacava apenas \$ 60, mas assumia a dívida total de \$ 100.

Este mecanismo de desconto e proteção à corrosão inflacionária aparecia nas operações de crédito como "taxa bancária" ou "custo operacional", permitindo que os bancos se protegessem contra a descapitalização, mas este artifício era frágil e sujeito a punições. O problema verdadeiro do início desta década era a necessidade de criar um ambiente de estabilidade macroeconômica.

### **A busca da estabilidade macroeconômica**

A solução encontrada pelos reformistas, que ia de encontro com as práticas do mercado financeiro, foi a criação de um instrumento que permitiria colocar a inflação como parte do processo de formação das taxas de juros e dos preços em geral. Assim, surgiu a primeira lei para ordenar os preços e gerar relativa estabilidade macroeconômica. A Lei Nº 4.506 de novembro de 1964 permitiu que, a partir do exercício de 1965, os valores expressos em Cruzeiros (moeda da época) fossem atualizados, anualmente, em função de coeficientes de correção monetária estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional, desde que os índices gerais de preços se elevassem acima de 10% ao ano, ou 15% em um triênio.

Para reforçar a existência de um instrumento que permitia a correção "automática" dos preços, a Lei nº 4.506 de 1965, foi complementada pela Lei nº 4.380, de 21 de agosto.

O artigo quinto desta Lei permitiu o uso da correção monetária nas prestações e dívidas decorrentes de contratos de venda, construção de habitação ou de empréstimos para construção de habitações. Os reajustes são baseados no Índice Geral de Preços, que atualizará as parcelas refletindo as variações do poder aquisitivo da moeda, estabelecendo um equilíbrio financeiro entre devedores e credores.

Como estas Leis refletem as práticas do mercado, permitindo operar com juros reais, elas também foram aceitas e incorporadas ao ambiente de negócios, ou seja, a partir deste momento os banqueiros (e os empresários em geral) conseguiriam separar, de maneira explícita, o lucro da operação da desvalorização da moeda.

Houve também, neste início da gestão dos militares, um exitoso ordenamento fiscal com uma reforma tributária efetiva, que só foi possível ser implantada devido a força da ditadura e a anulação dos interesses partidários e federativos. A ausência de oposição permitiu a implantação da nova estrutura tributária, que mesmo com grande viés autoritário preservou as conquistas históricas dos entes federados.

Na área cambial, como reflexo da nova ordem econômica, cessaram as fortes especulações contra a moeda brasileira. A indexação (ou a correção monetária) aliada à paridade cambial administrada pelas autoridades monetárias estabeleceram as bases para a melhora das reservas internacionais, que no final da década de 60 chegaram a 4% do PIB e no início dos anos 70 chegou a 7%.

Com as contas públicas arrumada se os mercados operando com o artifício da correção monetária, que permitia alocar a inflação como elemento de custo e o câmbio relativamente estável, a economia brasileira entra na década de 70 com altas taxas de crescimento do PIB.

A indexação que serviu de âncora para o processo de estabilização e que funcionou como fiadora contra o surto inflacionário nos tempos de prosperidade (1969 a 1974), se transformou na principal responsável pela potencialização da inflação crônica, que se instalou no Brasil após o primeiro choque de petróleo.

O mercado financeiro brasileiro, que tinha alongado seus prazos de captação e financiamento às empresas e famílias no início dos anos 70, encurtou drasticamente os prazos na década seguinte, devido à ascensão acelerada da inflação. A forte e contínua elevação dos preços empurrou os bancos<sup>4</sup> para aplicações próprias e de terceiros, para o mercado da dívida pública interna que garantia juros reais e correção monetária.

Neste contexto, o mercado de crédito tornou-se uma atividade secundária, regredindo ao padrão de curto prazo com taxas pós-fixadas<sup>5</sup>. Os ganhos com os títulos mobiliários do Tesouro Nacional (dívida pública interna) geraram um elevado patamar de rentabilidade aos bancos. Segundo Carvalho (2003), os bancos brasileiros apresentaram um retorno médio sobre o patrimônio líquido de 62,3%, no período de

---

<sup>4</sup> No Brasil bancos e conglomerados financeiros são quase sinônimos. Em 1988 o Banco Central do Brasil regularizou esta situação pela criação da figura jurídica dos bancos múltiplos.

<sup>5</sup> No Brasil esta modalidade de taxa de juros é formada por dois elementos: uma remuneração fixa para o capital empregado (6% ao ano, por exemplo) mais correção monetária através de um índice de inflação pactuado entre as partes.

1981 até 1987, desempenho que contrasta fortemente com os outros bancos da América Latina que registraram 16,5% para o mesmo indicador.

No período que vai do início dos anos 80 até a segunda metade dos anos 90, instalou-se um processo de hiperinflação no Brasil.

### **A hiperinflação brasileira**

Se para o mercado financeiro o processo inflacionário produziu um encolhimento da intermediação financeira com altas taxas de lucro para o setor, no lado real da economia esse processo produziu distorções expressivas na mesma direção, ou seja, com ganhos elevados para as empresa se baixa concorrência de mercado.

As empresas, quanto maior o seu poder de mercado, administravam seus preços em dólar, usando tabelas para convertê-las à moeda doméstica ao efetuar as vendas. Devido à reserva de mercado, os preços de produtos similares em outros países eram até cinco vezes menores aos praticados internamente, havendo grande estímulo para que muitas empresas operassem na informalidade.

Para entender melhor, uma das mais relevantes distorções da inflação com correção monetária, basta distribuir a sociedade brasileira em dois grupos, colocando de um lado aqueles cuja renda nominal é fixa (trabalhadores, pensionistas, aposentados, rentistas de imóveis, etc.) e de outro lado aqueles cuja renda nominal pode variar por diversas razões (os capitalistas – empresários, banqueiros, comerciantes – e os governos dos entes federados)<sup>6</sup>.

É fácil demonstrar que o processo inflacionário transfere renda daqueles cuja receita é relativamente estanque, para os outros cujos ganhos são variáveis. No ambiente inflacionário com correção monetária, os empresários passam a ter um maior poder de mercado para aumentar, continuamente, os preços dos bens e serviços, assim seus lucros crescerão na mesma proporção. Mas o outro grupo, os com renda fixa (trabalhadores e rentistas), só reajustam seu preço (salários e contratos com datas pré-estabelecidas) quando os sindicatos se articulam, e nas datas previstas nos contratos para reajuste.

Dito em uma linguagem matemática, os capitalistas reajustam seus preços de maneira contínua, mas os trabalhadores e rentistas aumentam suas rendas (salários e

---

<sup>6</sup> Chamaremos de população com renda fixa, aqueles que não conseguem reajustar seu preço (salários e serviços com reajustes periódicos regulados por contrato como alugueres, por exemplo) sincronicamente com a inflação, sendo renda variável o segmento da população que tem poder de ajustar o preço a partir das expectativas inflacionárias.

contratos) de maneira discreta. Esta discrepância de prazos (e compassos de ajustes) fomenta uma vigorosa transferência de renda de um grupo social para outro.

Como elemento adicional deste processo de transferência de renda, os militares identificavam os trabalhadores com o comunismo. Assim, por motivo ideológico, reprimiram os movimentos sindicais ao longo de toda a ditadura.

Mesmo que os pleitos dos trabalhadores fossem legítimos, os reajustes ficavam frequentemente abaixo dos índices de inflação. Como neste contexto, há uma Lei que corrige automaticamente a inflação passada (Leis 4.506 e 4.506 da correção monetária), os novos reajustes de preços serão legais para os capitalistas.

Desta maneira, a inflação se deslocará sempre para cima com valores ininterruptamente maiores, assim, uma parte deste fenômeno será impulsionada pela correção monetária e outra pelas expectativas inflacionárias dos agentes econômicos. Evidentemente, este mecanismo favorece o grupo social cuja renda é "variável", em detrimento da maioria da população cuja renda é "fixa", ou cujos reajustes são atrasados<sup>7</sup> e abaixo da inflação.

Este fenômeno ficou conhecido como *float* da inflação, criando um ambiente de negócios cujas margens passaram a ser definidas pela capacidade de antecipar a evolução da inflação e ganhar financeiramente com isso, não pela competição de mercado.

Como resultado deste processo, o Brasil contabilizou cinco planos de estabilização entre o início do ano de 1986 até janeiro de 1991<sup>8</sup>, sendo cada plano com vida útil de aproximadamente sete meses, com regras diferentes para a composição de preços, nova moeda e correção monetária.

A gestão macroeconômica deste período ficou refém da inflação: a política cambial praticava um câmbio administrado, ou seja, o Banco Central definia, ao longo do dia, a paridade entre o padrão monetário usado na época e o dólar. As reservas cambiais eram cronicamente baixas, a política fiscal era superavitária nominalmente e se descontada a inflação tornava-se deficitária<sup>9</sup>, e a inflação era insensível à elevação dos juros (reais) pelas autoridades monetárias.

---

<sup>7</sup> O significado da expressão "reajuste atrasado" revela que está se recompondo é o poder aquisitivo do passado até o momento da correção, pelo índice oficial do governo para os preços e os salários. A cesta de produtos que fica fora do índice oficial e os reajustes de preços que ocorrem após este momento geram distorções que prejudicam os atores econômicos em geral.

<sup>8</sup> Plano Cruzado (1986); Plano Bresser (1987); Plano Verão (1989); Planos: Collor I (1990) e Collor II (1991).

<sup>9</sup> Não havia controle sobre as finanças públicas da união e dos sub-governos, assim estados e municípios operavam com déficits expressivos.

As tentativas de elevação do juro pelo Banco Central significavam para o mercado financeiro uma antecipação do aumento do patamar da inflação, este sinal era transmitido para aqueles que tinham acesso a contas bancárias e estes protegiam seus recursos em aplicações chamadas overnight<sup>10</sup>, elevando-se através deste mecanismo a correção monetária destes ativos.

As aplicações de overnight eram feitas pelo público (empresas e famílias) a partir dos recursos financeiros captados no final de cada dia (valores disponíveis no depósito à vista das instituições bancárias). Isso significava para os agentes econômicos dormir com um volume de dinheiro e acordar com outro maior.

É extremamente difícil avaliar se este instrumento de atualização monetária mantinha, de fato, o poder aquisitivo dos aplicadores, no entanto, visto na perspectiva macroeconômica, este expediente tornou-se um vetor a mais para acelerar a inflação.

Os dois principais instrumentos de política econômica, o câmbio e a moeda, que deveriam ser comandados pelo Banco Central para estabilizar a economia, se combinavam para aumentar continuamente o meio circulante. Na prática, a autoridade monetária era impulsionada a corrigir, diariamente, os valores do dólar e da moeda, depositada no overnight pelos correntistas, com isso colocava-se um maior volume de dinheiro, diariamente, no meio circulante.

Quando as notas de menor valor eram rejeitadas pela população, a alternativa usada pelo Banco Central, para não aumentar fisicamente o meio circulante, era aumentar o valor das notas, mas mesmo este expediente, depois de algum tempo, não surtia mais efeito<sup>11</sup>. Neste momento, tornava-se necessário cortar os zeros das notas que estavam em circulação e inventar um novo padrão monetário. O surgimento da nova moeda vinha acompanhado de um novo plano de estabilização.

Para evidenciar o descontrole das autoridades econômicas sobre os principais instrumentos econômicos (política cambial e política monetária), apresentamos dois modelos econométricos, aplicados ao período da hiperinflação.

No primeiro modelo (Figura 1) regredimos as variações do IPCA (Índice de Preço ao Consumidor Amplo<sup>12</sup>) como variável independente, para explicar o comportamento das variações cambiais. Com isso testamos a seguinte hipótese: a política de correção

---

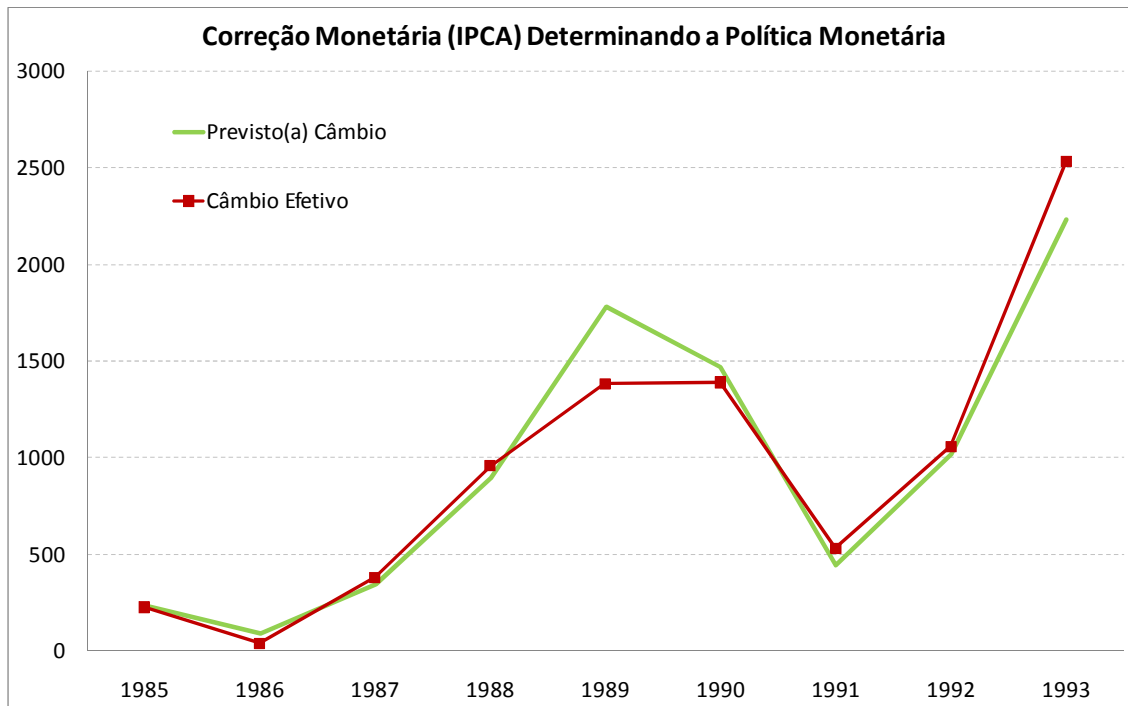
<sup>10</sup> São os juros pagos pelo Banco Central aos aplicadores desta modalidade de investimento através dos Bancos comerciais.

<sup>11</sup> Nos picos dos processos inflacionários, a população rejeitava as moedas metálicas, cujos valores se tornavam insignificantes e não tinham correspondência com o preço de nenhuma mercadoria.

<sup>12</sup> Este índice é o atual indicador oficial de inflação no Brasil, usado no regime de metas pelo Banco Central do Brasil.

monetária<sup>13</sup> determina a intensidade da desvalorização da moeda em relação ao dólar americano.

**Figura 1: Inflação no Brasil e desvalorização cambial 1985 – 1993**



Fonte: Banco Central / IBGE

O modelo obtido, representado pelo gráfico acima, confirma a política monetária de correção da moeda pela inflação e determina as desvalorizações cambiais.

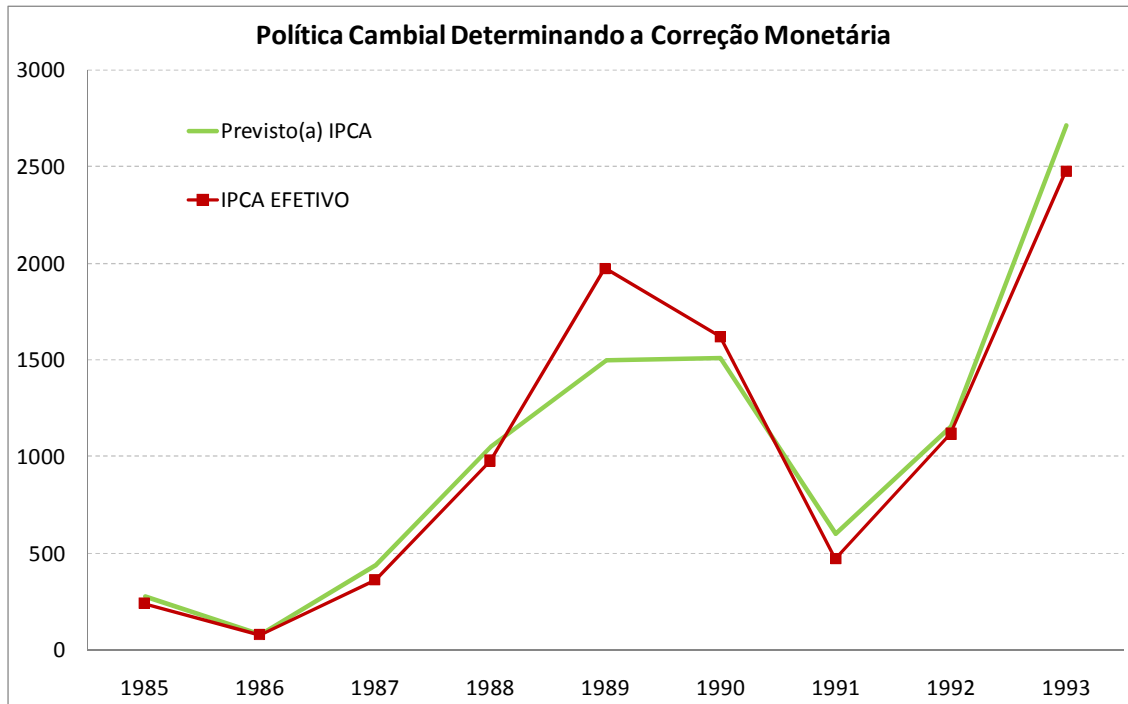
A legenda azul, que representa o modelo econométrico, adere quase que perfeitamente ao verdadeiro comportamento do câmbio (legenda vermelha), assim como os pontos de inflexões do modelo giram sincronicamente com o câmbio real, indicando que a capacidade de previsão do modelo é muito próxima da exatidão para antecipar a realidade.

O sinal coeficiente angular é consistente com a hipótese formulada (quando aumenta a inflação se desvaloriza o câmbio) e o coeficiente de correlação é alto ( $R^2 = 0,942514$ ), indicando uma grande aderência do modelo em relação ao comportamento da verdadeira variável.

Passemos ao segundo modelo (Figura 2), no qual tomamos as oscilações cambiais como variável independente, que explica o comportamento da inflação medida pelo IPCA. Com isso testamos a seguinte hipótese: a política cambial determinava a intensidade da inflação brasileira, algo confirmado pelo modelo.

<sup>13</sup> Os juros praticados no overnight serviam para atualizar a moeda, no conceito de M1, pela expectativa da inflação futura mais juros. Isto significa que tínhamos uma moeda que rendia juros reais positivos.



**Figura 2: Desvalorização cambial no Brasil e inflação 1985 – 1993**

Fonte: Banco Central / IBGE

O modelo obtido, representado pelo gráfico acima, confirma as hipóteses, formuladas anteriormente.

A legenda amarela (que representa o modelo econométrico) adere quase que perfeitamente ao verdadeiro comportamento do câmbio (legenda verde), assim como os pontos de inflexões do modelo giram sincronicamente com o observado no câmbio real.

O sinal do coeficiente angular é consistente com a hipótese formulada (quando se desvaloriza a moeda, a inflação aumenta), o coeficiente de correlação é alto ( $R^2 = 0,942514$ ), indicando grande aderência do modelo em relação ao comportamento da verdadeira variável.

Como os dois modelos são conceitualmente opostos entre si<sup>14</sup>, mas do ponto de vista estatístico são consistentes e significativos, fica evidente que o Banco Central do Brasil se tornou refém da inflação e do câmbio. Assim, ao atualizar e monetizar diariamente ambos os preços, o Banco perdeu a liberdade de conduzir qualquer política autônoma, seja a monetária ou a cambial no período analisado.

<sup>14</sup> As equações são: Modelo 1 Câmbio = 22,52 + 0,89 (IPCA) e Modelo 2 IPCA = 35,75 + 1,05 (Câmbio), os valores de "t" de student são aceitáveis para as variáveis explicativas.

A autoridade monetária, ao ajustar contínua e diariamente o câmbio e a correção monetária (inflação futura), sendo esta última<sup>15</sup> autorizada por Lei, introduzia o mesmo mecanismo para que as empresas também fizessem reajustes legais, na mesma proporção em seus preços.

Este fenômeno, quando visto na perspectiva da teoria econômica, apontava para uma possível assertividade dos conceitos monetaristas, para os quais a expansão da oferta de papel moeda referendava os novos patamares de inflação e provocava, na base monetária (M1<sup>16</sup>), uma forte contração. Isso foi observado na economia brasileira entre os anos de 1980 e 1993, confirmando, aparentemente, o paradigma monetarista, no qual o aumento da inflação desvaloriza o estoque de papel moeda.

O estudo de Jaloretto (2006), sobre a senhoriagem da moeda brasileira, confirma o processo de rejeição ocorrido entre 1983 e 1993. Neste período, registrou-se através da fração – base monetária sobre o passivo do Banco Central<sup>17</sup> – a média de 6,63%.

No momento da estabilização da economia, que vai de 1994 até 2004, este percentual cresceu quase três vezes, registrando no final deste período a cifra de 17,83%.

Os baixos valores da base monetária sobre o passivo do Banco Central, observados no primeiro período, revelam a intensidade da rejeição da moeda pela população, já no segundo momento, quando estes valores crescem, mostra-se que a moeda é aceita, pois se resgata uma das suas principais características que é ser reserva de valor.

Durante o processo inflacionário (1980 – 1994) o dólar americano representou para a população uma "reserva de valor", bem como uma referência para a formação dos preços no mercado interno (unidade de conta). O processo de desvalorização da moeda nacional era tão intenso, neste período, que os preços eram estabelecidos em dólar para serem convertidos, diariamente, na moeda que naquele momento circulava no Brasil<sup>18</sup>.

---

<sup>15</sup> Lei da correção monetária promulgada na década de 60 e a prática do câmbio administrado pelo BACEN.

<sup>16</sup> O M1 compreende os passivos de liquidez imediata. É composto pelo Papel-moeda em Poder do Público (PMPP) e pelos Depósitos à Vista (DV). O PMPP é o resultado da diferença entre o Papel-moeda Emitido pelo Banco Central do Brasil e as disponibilidades de "caixa" do sistema bancário. Neste período o Banco Central emitia moeda com maior valor de face que rapidamente era rejeitada pela população, sendo necessário cortar zeros da moeda antiga e criar uma nova. – Veja a nota de rodapé 22.

<sup>17</sup> Este conceito se apoia na ideia de custo oportunidade que permite calcular o imposto inflacionário em função do crescimento da inflação.

<sup>18</sup> Na década de 80 a moeda se chamava Cruzeiro, em 1986 passou a se chamar Cruzado, em 1989 transformou-se Cruzado Novo, voltou a se chamar Cruzeiro, depois Cruzeiro Real e finalmente em 1994 recebeu o nome atual de Real.

O dólar somente não circulou livremente como meio de troca porque é proibido, por lei, usar outra moeda para se efetuar os pagamentos.

Com o fim da hiperinflação (1994 – 2004), a flutuação cambial tornou a paridade relativamente estável, com isso, o dólar americano deixou de ser um ativo financeiro desejável, pois sua variação evoluía muito abaixo da inflação e perdia significativamente para as aplicações financeiras. Desta forma, o uso do dólar se disciplinou e inibiu a população de entesourar este ativo.

As tentativas de controle de variação da moeda com a aplicação de fortes restrições monetárias e de crédito, causadas pela elevação das taxas de juros, não produziam o efeito esperado para reduzir a inflação, pois este fenômeno no Brasil não respondia ao receituário ortodoxo. Como exemplo, as experiências na direção do monetarismo, que foram realizadas através da política de "*stop and go*"<sup>19</sup> no período de 1975 até 1980, tiveram como resultado a aceleração da inflação.

Outra tentativa monetarista em 1990, com abordagem mais radical, feita com o confisco dos depósitos à vista das famílias e das empresas<sup>20</sup>, acelerou fortemente a inflação e a transformou em hiperinflação clássica<sup>21</sup>, com recessão.

O plano de estabilização do governo Collor reduziu, inicialmente, a inflação do patamar de 1.621% a.a., em 1990, para 472% ao ano em 1991, mas o custo desta política foi a queda de – 4,75% do PIB real e estagnação de + 1,03%, para os mesmos anos citados. Combinou-se, desta maneira, hiperinflação com recessão.

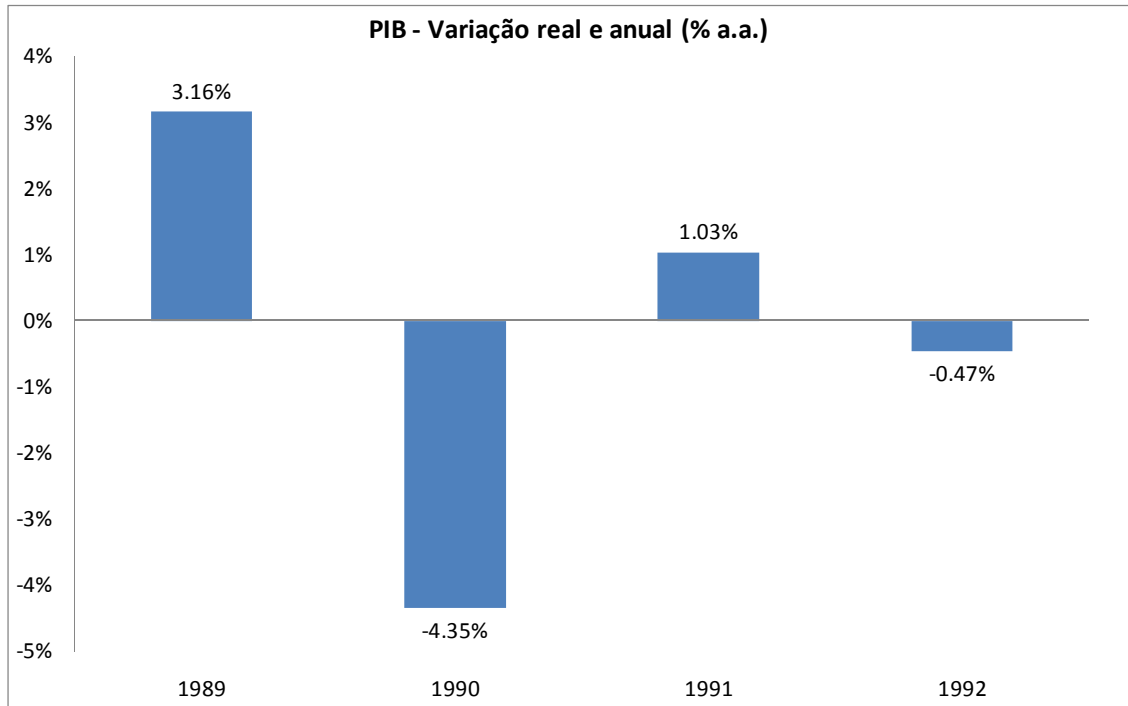
O quadro abaixo revela o comportamento do PIB, como resultado do ajuste da inflação feito pela aplicação do receituário monetarista no início dos anos 90.

---

<sup>19</sup> A política chamada de "*stop and go*" se resume em restringir o crédito e a expansão da moeda até gerar a redução da atividade econômica, com isso controlar os preços, e novamente expandir crédito e moeda para aumentar a atividade econômica.

<sup>20</sup> Refiro-me neste caso, ao plano de estabilização do governo Collor, que confiscou depósitos à vista, colocando estes recursos em um tipo de "quarentena" como forma de reduzir o meio circulante e combater a inflação. Este dinheiro foi devolvido à população um ano depois sem correção monetária ou juros.

<sup>21</sup> O texto de Resende (1989) diagnostica corretamente o quadro de crise da moeda que foi instalado no Brasil de 1989.

**Figura 3: O PIB brasileiro e a estabilização monetarista**

Fonte: IPEA / IBGE

A nova tentativa monetarista não produziu os efeitos esperados e prognosticados pela teoria. O controle do processo inflacionário brasileiro era mais complexo do que reduzir o meio circulante (ou controlar as variações da moeda) e esperar que os preços se ajustassem ao novo patamar de oferta monetária.

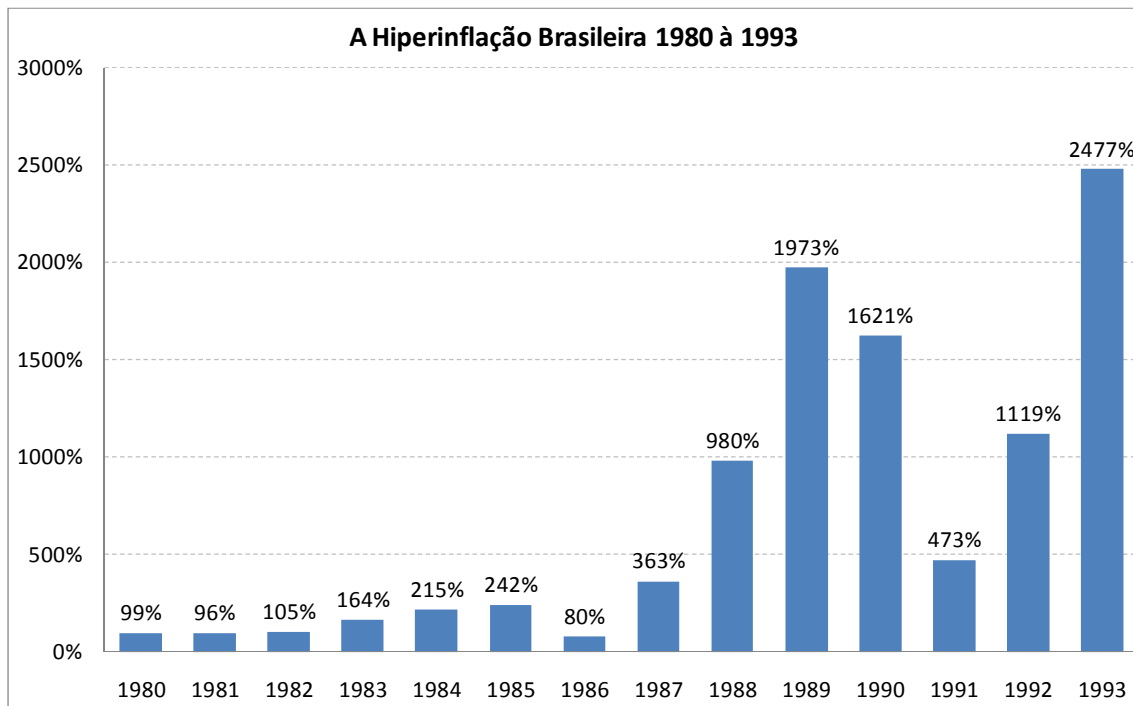
Segundo Den, Mihailovici e Gao (2001), somente taxas de inflação superiores a 50% ao mês caracterizam o processo de hiperinflação, no entanto, se a inflação possui um componente inercial, como no caso do processo de atualização de ativos monetários e da moeda brasileira, este conceito não se aplica. É necessária outra abordagem teórica para o combate da inflação.

O ambiente de negócios se degenerou significativamente ao longo da década de 80 e início dos anos 90. Os principais ativos aceitos socialmente como reserva de valor eram: o dólar americano; os imóveis; o ouro; os automóveis novos (os usados se valorizavam acima dos novos quando os planos congelavam os preços); as linhas de telefone fixo, que eram comercializadas em bolsas informais. As bolsas de valores, neste ambiente inflacionário, mantiveram a sua atividade, pois os participantes deste mercado operavam com indicadores atrelados ao dólar.

No início dos anos 90 a inflação brasileira disparou a patamares que comprometia toda a estrutura de produção e consumo da economia. O quadro abaixo ilustra a trajetória da inflação no Brasil.

**Figura 4: Inflação e Hiperinflação no Brasil**

IPC, % a.a.



Fonte: IPEA / IBGE

Neste período, a atividade das seguradoras foi fortemente afetada pelo processo inflacionário, os segmentos operados eram os imprescindíveis: seguro de automóveis, seguro residencial e seguro de vida. A previdência privada e outros ramos se atrofiaram.

Na perspectiva das finanças públicas os três níveis de governo se beneficiavam do processo inflacionário, pois os tributos, taxas e as contribuições sociais são "ad valorem", isto é, incidem como proporção fixa sobre os preços dos bens.

O Estado avançou sobre o mercado criando muitas empresas estatais ou de capital misto, que produziam desde insumos básicos até bens intermediários e finais. Este processo foi particularmente intenso no período militar, mantendo-se em moderada expansão após a democratização.

Os principais insumos básicos<sup>22</sup> eram produzidos por empresas estatais e vendidos através de cotas para os compradores preferenciais que revendiam, posteriormente, parte do produto com ágio para o mercado. Isto só era possível porque havia restrições severas para importação e também porque as reservas cambiais eram cronicamente baixas.

<sup>22</sup> Alguns destes insumos são: aço, derivados de petróleo, fertilizantes, produtos químicos como ácido fosfórico, sulfúrico entre outros.

A aceleração dos preços no final dos anos 80 acirrou o conflito distributivo, anulou o funcionamento dos instrumentos convencionais de política monetária, financeira e cambial, e foi diagnosticada como "inflação inercial"<sup>23</sup>, ou seja, havia a correção oficial da inflação passada que era somada com a expectativa de inflação futura.

Na perspectiva da distribuição de renda, este período de hiperinflação foi devastador. Esta questão vista pelo coeficiente de Gini<sup>24</sup> revela que o Brasil se aproximou, no quesito da distribuição da riqueza, de países muito menos desenvolvidos.

**Figura 5: Evolução da concentração de renda**

	Coeficiente de Gini
1981	0,58420
1982	0,59146
1983	0,59597
1984	0,58938
1985	0,59767
1986	0,58804
1987	0,60056
1988	0,61637
1989	0,63557
1990	0,61388

Fonte: IPEA

A partir dos anos 80 e 90, até a estabilização ocorrida posteriormente, a inflação brasileira derivava secundariamente de choques de oferta, custo ou de demanda, ou mesmo da oferta monetária (que respondia inclusive por déficits fiscais, que gradualmente foram sendo contidos por força das exigências do FMI, e aceitos em troca de seus empréstimos para cobertura dos déficits cambiais). Sobretudo, a inflação era sustentada, realimentada e intensificada pela existência da indexação de preços de bens, serviços e de saldos de ativos financeiros, que se atualizavam diariamente para cumprir o seu papel de "meio de troca" e, simultaneamente, se desvalorizava em relação ao dólar com a mesma frequência e magnitude.

A experiência da moeda que rende juros reais e o tipo de inflação brasileira guardava mais semelhança com a experiência da Hungria, em 1946, e o seu Pengo Fiscal, do que com o monetarismo. A moeda húngara se atualizava diariamente nos depósitos do sistema bancário e esta foi uma das condições que serviu de base para uma hiperinflação aquele país. Esta semelhança foi percebida inicialmente por André Lara Resende (1984) em um *paper* acadêmico.

<sup>23</sup> Pereira e Yoshiaki (1986).

<sup>24</sup> O índice de Gini varia de zero (quando haveria distribuição absolutamente igual da renda pela população) até um (1) quando representa a concentração absoluta da renda

## O Plano Real e o controle da inflação

Praticou-se no Plano Real uma incongruência teórica, ou seja, usar uma moeda escritural indexada para transitar para outra, desindexada, com objetivo de baixar a inflação e recuperar os instrumentos de política econômica.

A proposta para debelar a hiperinflação, contida no Plano Real, estava centrada na ideia de estabelecer uma moeda escritural (chamada URV – Unidade de Referência de Valor <sup>25</sup>) para alinhar os preços da economia por algum tempo e assim eliminar a inércia inflacionária. Junto com esta nova moeda seria mantida a antiga (Cruzeiro Real / CR\$), que continuaria circulando e se desvalorizando diariamente.

Esta abordagem heterodoxa recebeu crítica das mais diversas escolas do pensamento econômico no Brasil, tanto dos economistas de orientação marxista como dos ortodoxos, ambos não acreditavam no sucesso do plano.

Inicialmente os preços praticados nos mercados seriam registrados nas duas moedas, URV (moeda escritural e estável) e em Cruzeiro Real (sujeito á corrosão do seu poder de compra), com cotação diária entre as duas moedas. Assim, os preços passariam a ser nominados em URV, sendo as transações liquidadas diariamente na moeda legal em uso, este artifício vigorou entre 01/03/1994 até 01/07/1994.

Para se avaliar a severidade da inflação, a URV, na implantação deste sistema, valia CR\$ 647,50, e após seis meses era cotada em CR\$ 2.750,00. Na data do final deste procedimento passou a circular legalmente uma nova moeda chamada Real (R\$)<sup>26</sup>, substituindo a URV ao par, e eliminando a antiga moeda, o Cruzeiro Real.

Outros fatores favoreceram o processo de estabilização, dentre eles podemos citar: 1) o anúncio antecipado do plano Real à população; 2) a execução antecipada de um forte ajuste fiscal, que demonstrou a seriedade do governo na condução das contas públicas; eliminando assim o risco futuro de novas emissões monetárias em excesso e a retomada da inflação; 3) a conversão de todos os contratos da economia à URV que foi permitida, mas restringiu-se os novo ajustes para prazos maiores ou iguais a um ano, para não retornar o processo de indexação automática; 4) o Banco Central na transição para o Real praticou juro SELIC na faixa de 50% ao ano, na nova moeda; 5) a permissão da importação de bens (inclusive bens finais) para competir e ampliar a oferta interna.

---

<sup>25</sup> A URV foi um índice refletia a variação do poder aquisitivo da moeda, servindo apenas como unidade de conta e referência de valores.

<sup>26</sup> Os três principais atributos de um meio circulante (reserva de riqueza, meio de troca, medida de valor) estavam presentes na nova moeda.

A paridade entre o Real e o dólar americano flutuou muito pouco nos três primeiros anos que se seguiram ao processo de estabilização. A nova moeda foi administrada pelo Banco Central (pelo sistema de bandas ou faixas de variação), com objetivo de se estabilizar na faixa de R\$ 1,00 para US\$ 1,00 e servir para estimular as importações e aumentar a competição nos mercados internos.

**Figura 6: Evolução do Câmbio**

	Taxa de câmbio final de período- R\$/US\$ comercial – compra
1994	0,844
1995	0,9715
1996	1,0386
1997	1,1156
1998	1,2079
1999	1,7882

Fonte: Banco Central do Brasil

A partir de 1997 e 1998, devido às crises cambiais internacionais (México, Ásia, e Rússia), o Banco Central ainda resistiu às pressões dos especuladores e manteve a política de administrar a moeda brasileira como força auxiliar para a estabilização. Mas, em 1999, a pressão cambial foi tão intensa sobre o Real que obrigou as autoridades econômicas a mudar corretamente, para o regime de câmbio flutuante<sup>27</sup>.

O preço da administração da paridade da moeda brasileira e a mudança de regime cambial teve um custo alto em termos de divisas cambiais para o Banco Central. As reservas do Brasil, em 1999, chegaram a um dos menores níveis, registrando o valor de US\$ 33 bilhões.

No entanto, como as propostas executadas pelo governo para fundar o plano de estabilização eram compatíveis com as práticas do mercado, elas foram aceitas e facilmente incorporadas ao ambiente de negócios. Ou seja, desde o momento que a nova moeda passou a vigorar, banqueiros e empresários conseguiam separar, claramente, a inflação e os custos da margem de lucro da sua operação. Os consumidores não necessitavam estocar bens de consumo em casa e os principais ativos reais que antes eram aceitos socialmente como reserva de valor foram fortemente afetados nessa mesma função. Estas mudanças de comportamento

<sup>27</sup> O regime de câmbio com livre flutuação supõe que o preço da divisa internacional expressa em Real seja o resultado da oferta e da demanda no mercado cambial, sem interferências do Banco Central, mas no caso brasileiro o BACEN opera o mercado dentro do conceito de flutuação suja, ou seja, interfere na paridade sempre que percebe algum risco que possa prejudicar os fundamentos macroeconômicos da economia.

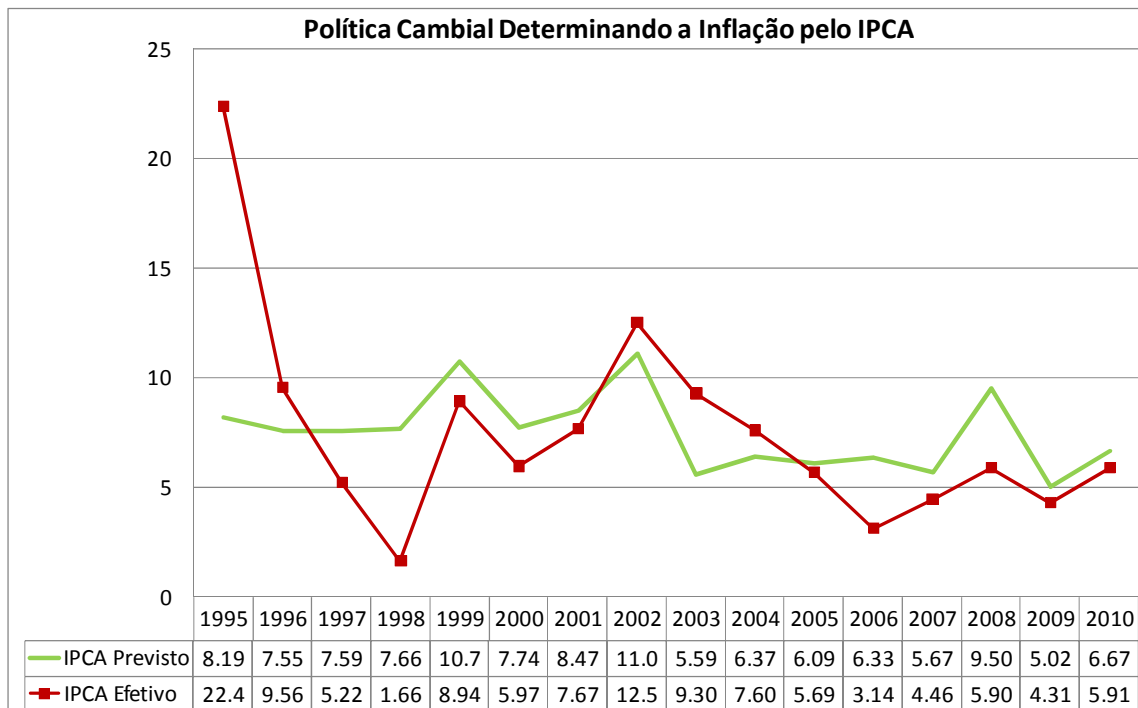


significavam um marco de funcionamento efetivo dos mercados e que o plano Real apresentava sinais de êxito.

Para evidenciar a recuperação dos instrumentos de política econômica pelo Banco Central, nos marcos no plano Real, testaremos, novamente, a hipótese das variações cambiais determinarem a magnitude das variações da inflação, regredindo câmbio com IPCA.

**Figura 7: Desvalorização cambial e Inflação no Brasil 1995 – 2010**

En %



Fonte: Banco Central / IBGE

O modelo obtido<sup>28</sup>, representado pela figura 7 acima, revela que a política de desvalorizações cambiais não necessariamente é determinante da inflação. O coeficiente de correlação ( $R^2$ ) é baixo, indicando que as variações do IPCA são apenas 13,74%, explicadas pelas variações cambiais.

A legenda azul (que representa o modelo econométrico) não adere ao verdadeiro comportamento do IPCA (legenda vermelha), e os pontos de inflexões do modelo não giram sincronicamente como no modelo anterior, revelando que não há necessidade de correção monetária da moeda por qualquer índice de inflação.

Com o fim da correção monetária (ou da inflação indexada), a oferta de bens importados, o aumento da competição nos mercados se o nível de preços recuaram

<sup>28</sup> O modelo estatístico desta regressão é  $IPCA = 7,00 + 0,07 (\text{Câmbio})$  sendo o  $R^2$  de 13,74% e os parâmetros "t" de student são robustos.

significativamente, chegando até a registrar um movimento de deflação durante alguns meses em 1998.

**Figura 8: Inflação na Estabilização**

*% a.a.*

	Inflação - IPCA -
1994	916,46%
1995	22,41%
1996	9,56%
1997	5,22%
1998	1,66%
1999	8,94%

Fonte: IBGE

A flutuação dos preços observada nos anos que seguiram a estabilização econômica, inclusive com movimentos de queda, promoveu um movimento de transferência, parte do ganho inflacionário do grupo social de renda variável se transferiu para a parcela da população com renda fixa. Em 1999 o coeficiente de Gini registrava o índice de 0,59397, um valor significativamente menor que o observado em 1989, que registrava 0,63557.

Com a estabilização o mercado financeiro perdeu sua importante fonte de receita inflacionária, através dos ganhos de intermediação pela aplicação dos depósitos em títulos públicos no overnight. Em 1994 houve, para os bancos, um forte deslocamento dos ganhos de floating para o aumento das operações de crédito, pois se operava em um mercado com juros reais.

O fim súbito da inflação indexada<sup>29</sup> produziu, no sistema financeiro, uma brusca e temporária adaptação ao novo ambiente econômico. Em 1995, devido a crise cambial do México, o Banco Central do Brasil apertou a política monetária restringindo a criação de crédito pelos bancos, aumentou fortemente a SELIC reduzindo o número de parcelas para o financiamento ao consumidor, e aplicando um compulsório de 100% sobre os depósitos à vista que, posteriormente, foi estendido aos depósitos a prazo dos bancos.

<sup>29</sup> Ao final de 1994, já sob os efeitos do Plano Real, a economia estava em franco processo de crescimento, sendo o crédito um dos principais fatores de expansão da demanda.

A contração da liquidez e o encurtamento do crédito interbancário levaram à falência alguns bancos privados e fragilizou vários bancos estaduais<sup>30</sup>, que sinalizavam insolvência podendo ser liquidados a qualquer instante.

A fragilidade sistêmica do mercado financeiro brasileiro desencadeou uma profunda reforma com novas medidas que, ao contrário de serem simples cópias de instituições existentes em outros países, ou apenas criações de regras formais descoladas das práticas usuais, foram implantadas com grande aderência ao mercado, sendo inovadoras e apropriadas para o novo cenário de baixa inflação.

Segundo o pesquisador Abrikian, (2010 apud Puga, 1999) dentre as principais medidas tomadas destacam-se:

Resolução<sup>31</sup> 2.099, de agosto de 1994, que determinava as exigências de limites mínimos de capital para as instituições financeiras; Medidas Provisórias<sup>32</sup> 1.179 e 1.182, de novembro de 1995, criando incentivos fiscais para incorporação das instituições financeiras e ampliando os poderes do Banco Central; Resoluções 2.208, 2.211 e 2.212, de novembro de 1995, que, respectivamente instituíram o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), regulamentaram o Fundo Garantidor de Crédito (FGC<sup>33</sup>) e dificultaram a constituição de novas instituições financeiras, incentivando a fusão, incorporação e transferência do controle acionário das instituições. Outro marco importante foi a Resolução 2.303, de julho de 1996, que permitiu às instituições financeiras cobrar tarifas pela prestação de serviços.

Outras medidas foram tomadas com o propósito de melhoria das informações existentes no sistema financeiro: MP 1.334, de março de 1996, instituindo a responsabilidade das empresas de auditoria contábil ou dos auditores contábeis independentes no caso de irregularidades na instituição financeira; criação em maio de 1997 do Sistema Central de Risco de Crédito, permitindo que as instituições financeiras tenham acesso ao saldo devedor de cada cliente; resolução 2.554, de dezembro de 1998, que determinou que as instituições financeiras devem apresentar ao Banco Central um programa de para a implantação de controles internos, com os padrões determinados pelo Comitê da Basileia. Ainda em 1998, a resolução 2.493 permitiu que

---

<sup>30</sup> No Brasil os sub-governos podem ser proprietários de bancos. Após a crise bancária de 95 somente alguns estados ainda mantiveram esta atividade de intermediação financeira.

<sup>31</sup> Resolução é uma norma sub-legislativa cuja não obediência às disposições que disciplina pode levar a punições e sanções.

<sup>32</sup> A medida provisória (MP) é um recurso usado pelo Poder Executivo no Brasil para implantar uma lei que entra em vigor na data da sua publicação, sem que o Poder Legislativo participe da sua formulação. Esta MP será posteriormente discutida no Congresso antes da sua aprovação definitiva.

<sup>33</sup> Fundo constituído com recursos próprios dos bancos para garantir, em caso de insolvência de uma instituição financeira, as aplicações de pequenos poupadores. Estes recursos permitem recuperar os depósitos ou créditos mantidos em instituição financeira, em caso de falência ou da sua liquidação.

os bancos vendessem parte ou toda a carteira de crédito (inclusive os em atraso) à sociedades anônimas de objeto exclusivo.

Puga (1999) destaca a existência de dois outros marcos durante a década de 90: a resolução 2.212, de agosto de 1995, que eliminou as barreiras criadas desde a década de 60 para a entrada de bancos estrangeiros no Brasil, e o "Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária" (PROES), em que a partir de 1996 foram instauradas várias medidas com objetivo de saneamento de bancos estaduais, através, principalmente, de privatizações.

Com a reforma, não só o risco sistêmico da intermediação financeira se reduziu drasticamente, como surgiu um novo marco regulador que tornou o mercado estável. O Banco Central retomou a sua função clássica de guardião da moeda com plena capacidade para a gestão dos instrumentos de política econômica (moeda, crédito e cambio).

No marco da regulação, o Fundo Garantidor de Crédito passou a ser uma solução de mercado para resolver problemas de solvência causados pela má gestão de empresas financeiras, sem que fosse necessário usar recursos públicos para sanear o mercado. Como resultado destas reformas, o mercado financeiro ressurgiu com as suas funções tradicionais, ou seja, oferecer crédito para o consumo, para habitação e para o investimento.

Dando continuidade à reforma do Estado, o governo implantou novas normas orientando a economia para o mercado e melhorando significativamente o ambiente de negócios. Estas apontavam para as seguintes direções:

- 1) A execução de um exitoso processo de privatização, que vendeu ao setor privado algumas concessões públicas e várias empresas estatais<sup>34</sup>.
- 2) A criação de agências reguladoras, com o papel de arbitrar e equilibrar as relações econômicas entre as empresas privadas que compraram as estatais (ou atuam nas concessões), com o consumidor e o Estado. O surgimento dessas agências representam um marco de modernização dos mercados.
- 3) A criação de contribuições sociais<sup>35</sup> como a Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF), que surgiu como IPMF em 1994 e foi extinta em 2007. A

---

<sup>34</sup>As principais empresas públicas federais que foram preservadas neste processo são: a Petrobrás, o Banco do Brasil, a Caixa Econômica Federal.

<sup>35</sup>A contribuição social é uma figura tributária que incide sobre bens e serviços com objetivo de gerar recursos específicos para o custeio da saúde pública, educação e erradicação da pobreza. Na prática a CPMF se iguala a um imposto, cujo destino não é especificado. As outras contribuições que surgiram e ainda estão em vigência são: Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL); e Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS); Contribuições de Intervenção sobre o domínio econômico (CIDE) e Contribuições de Melhoria (CM).

ampliação do uso das contribuições existentes (COFINS; CSLL; CIDE; e CM), bem como a elevação das alíquotas destas para melhorar a arrecadação na esfera federal.

- 4) E o aumento das alíquotas de impostos e das taxas existentes na esfera do governo central.

O resultado do esforço de vender as empresas estatais e ampliar a carga fiscal tinha como objetivo arrecadar recursos para sanear e dar solvência ao Estado, pois com o fim do imposto inflacionário os déficits dos governos aumentaram e a arrecadação fiscal não acompanhava as necessidades de financiamento do setor público, gerando déficits expressivos.

Em termos de tributos, somente a carga tributária dos três níveis de poder evoluiu significativamente desde o final da ditadura militar até 2010. O ponto de inflexão para este aumento foi o esforço de estabilização. O ajuste das contas públicas começou em 1994 e terminou em 2002.

**Figura 9: Evolução da Carga Tributária\***  
*em % Sobre o PIB*

	Tributos Totais (União, Estados e Municípios)
1986	22,39%
1990	29,91%
1994	28,61%
1995	28,92%
1996	25,19%
2000	30,67%
2002	32,65%
2006	34,52%
2009	35,02%
2010	35,39%

(\* Anos escolhidos)

Fonte: Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário

Como podemos observar no quadro acima, a carga tributária saltou dez pontos de 1986 até 2002. O esforço foi feito para dar solvência ao Estado, não necessariamente para melhorar as condições de atendimento da população nos serviços prestados<sup>36</sup>, pelos três níveis de poder.

<sup>36</sup> Os serviços básicos oferecidos pelo Estado, educação, saúde, segurança, apresentaram algumas melhorias proporcionalmente menores que o esforço de contribuição da população brasileira.

O ajuste das contas do Estado, além de ser uma necessidade para o processo de estabilização, era uma das condições exigidas pelo FMI para emprestar os recursos necessários para o enfrentamento das crises cambiais e de escassez das reservas brasileiras, que foram causadas pelas crises da Ásia em 1997 e da Rússia em 1998.

**Figura 10: Evolução das Reservas Cambiais**

*Em US\$ Bilhão*

	Reservas internacionais pelo critério de liquidez internacional
1994	38,806
1995	51,840
1996	60,110
1997	52,173
1998	44,556
1999	36,342
2000	33,011
2001	35,866
2002	37,823
2003	49.296

Fonte: IPEA / Banco Central do Brasil

A tabela acima revela o custo, em divisas internacionais, da transição de uma hiperinflação com indexação de ativos, sem controle sobre os instrumentos de política econômica, para um ambiente com inflação moderada e resgate dos controles macroeconômicos. No período de 1999 até 2002 foram necessários empréstimos do FMI para tornar solvente o balanço de pagamentos do Brasil.

O sucesso deste primeiro momento do plano de estabilização, que vai de 1994 até 2000, deve-se à âncora cambial utilizada pelo Banco Central. Sua estratégia foi manter a paridade cambial baixa e controlada, gastar reservas para importar bens e aumentar a concorrência com produtos nacionais. O ajuste fiscal e a recuperação dos instrumentos de política econômica fazem parte de um segundo momento que vai de 2000 até 2003.

Em 2003 as reservas cambiais tinham se elevado para um patamar de US\$ 49 bilhões, o dólar americano recuou para R\$ 2,88<sup>37</sup> (mantido o sistema de flutuação cambial), a inflação recuou registrando a taxa de 9,29% ao ano, o déficit público foi eliminado<sup>38</sup>, o

<sup>37</sup> Devido à transição para um governo apoiado pelo partido dos trabalhadores (PT), com histórico de propostas radicais, dentre elas a possibilidade de declarar moratória da dívida externa, o dólar em 2002 chegou a ser cotado a R\$ 3,99 em outubro, e a inflação chegou a 12,53% pelo IPCA.

<sup>38</sup> Além da eliminação do déficit público foi publicada em maio de 2000 uma lei regulando os gastos governamentais chamada Lei de Responsabilidade Fiscal, que aumentava a transparência dos gastos públicos e responsabiliza os governantes pela gestão sua financeira.

Estado estava solvente, e no mercado internacional o cenário era de vigorosa prosperidade, abrindo uma nova janela de oportunidade para o Brasil.

O dinâmico crescimento que se observa na economia brasileira após 2003 deve-se, basicamente, aos sólidos fundamentos macroeconômicos, que foram alicerçados ao longo do processo de estabilização.

Quanto ao setor financeiro, o mercado que emergiu após a estabilização da economia brasileira apresenta as seguintes características:

- a) A existência de um Banco Central com autoridade e grande capacidade de gestão dos instrumentos de política monetária, creditícia e cambial. Isto se deve particularmente ao saneamento do sistema financeiro, com a entrada de capital externo na compra de instituições insolventes e a adoção do regime de metas para a inflação.
- b) As privatizações de outros segmentos da economia, atraindo capital estrangeiro, que ajudaram a recompor as reservas internacionais e lastrear o câmbio flutuante.
- c) A forte participação de bancos estrangeiros no mercado financeiro brasileiro de varejo.
- d) Um setor bancário intensamente concentrado<sup>39</sup>.
- e) O ressurgimento do juro pré-fixado<sup>40</sup>, para as operações de crédito ao consumidor nos bancos privados e públicos.
- f) A nova expansão do mercado de empréstimos com juro pós-fixado<sup>41</sup> para as operações de médio e longo prazo.
- g) O aprofundamento da especialização das instituições públicas no mercado financeiro. Os principais agentes financeiros do governo são: o Banco do Brasil, principal banqueiro do governo federal, exercendo um importante papel de liderança no financiamento da agricultura, das exportações, e das pequenas e médias empresas, bem como desenvolvendo uma carteira de crédito especializada para o consumidor de baixa renda; a Caixa Econômica Federal, como maior banco brasileiro de financiamento imobiliário e da construção civil, operando também para a população de menor poder aquisitivo, com taxas de juros baixas ou subsidiadas; e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, que oferece linhas de crédito de médio e longo prazo, especialmente para o setor industrial<sup>42</sup>.

---

<sup>39</sup> Em 2009 os quatro maiores bancos respondiam por 60% dos ativos e 65% dos depósitos.

<sup>40</sup> O juro pré-fixado se caracteriza por não estar ancorado em nenhum tipo de indexador, portanto ele só é adotado quando há suficiente confiança de continuidade da estabilidade no futuro.

<sup>41</sup> Juro pós-fixado é a combinação de uma taxa de juro estabelecida previamente com um índice de inflação ou de correção do contrato financeiro, por exemplo, 6% ao ano mais IPCA.

<sup>42</sup> O BNDES é um banco do governo federal que opera com prazos de 5anos ou mais, para financiar projetos industriais. O financiamento deste banco é feito através de um fundo de contribuição

- h) Um vigoroso desenvolvimento das atividades bursáteis, tanto a de valores como a de mercados futuro.
- i) Um forte crescimento do segmento de seguros, com o surgimento de novos produtos, impulsionados, principalmente, pela parcial desregulamentação do mercado de resseguros.

Como resultado deste processo, a arquitetura da atual indústria financeira do Brasil apresenta todos os elementos de um mercado maduro, mantida porém uma forte especialização de papéis.

Desta forma, continua cabendo às instituições financeiras do segmento público, os empréstimos de longo prazo para as grandes empresas, as principais linhas de crédito para o setor agrícola e das pequenas e médias empresas, bem como a liderança no segmento imobiliário.

As instituições bancárias do setor privado atuam, mais fortemente, nos segmentos de crédito de curto prazo, e quando operam no longo prazo se ancoram em hedges cambiais<sup>43</sup>. Neste segmento as operações de crédito imobiliário são realizadas somente com juros pós-fixados. O mercado de longo prazo de títulos privados funciona com prazos em torno de um ano.

As bolsas e as seguradoras, neste ambiente de estabilidade, desempenham adequadamente seus papéis. No entanto, há ainda grandes restrições normativas para que estes setores se desenvolvam plenamente.

No setor atuarial, por exemplo, as restrições herdadas do período da inflação alta inibem o desenvolvimento de novos produtos, e limitam as opções de montagem das carteiras, para atender as necessidades de reservas técnicas destes novos produtos.

No entanto, estas limitações não são apenas questões normativas, mas de escolha da política econômica que se deseja implantar para consolidar a estabilidade econômica, que até o momento foi conquistada.

### **A estabilização inacabada**

Se o ambiente de negócios se recuperou, dando suporte a um novo ciclo de expansão no Brasil, algumas decisões de política econômica ficaram pendentes, e estas são

---

compulsória dos trabalhadores brasileiros que recebe os juros dos recursos emprestados ao BNDES em prazos longos.

<sup>43</sup> As instituições privadas trazem recursos do exterior com taxas baixas e aplicam este capital pelas taxas brasileiras de mercado, não sendo necessária a emissão de títulos de longo prazo para suportar a operação. Há apenas o risco cambial.



necessárias para aprofundar a estabilidade, servir de lastro, garantir o aumento da competitividade e da sustentabilidade.

Um dos pontos críticos que dificulta o avanço do processo de estabilização são as taxas de juros praticadas no mercado financeiro do Brasil, que se destacam como uma das mais elevadas do mundo.

Há, no mínimo, dois motivos para que as taxas de juros no mercado de crédito brasileiro não recuem para um patamar aceitável, isto é, que fltuem em torno de dois ou três pontos acima da inflação, como em países desenvolvidos.

O primeiro motivo é a não conversão plena do Real em outras moedas. A manutenção do câmbio flutuante, com restrições normativas à plena conversibilidade da moeda, dificulta a comunicação do mercado de capitais brasileiro com os mercados internacionais, reduzindo as possibilidades de arbitragem entre as taxas praticadas no Brasil e as do exterior.

Se o Banco Central retirar todas as restrições à conversibilidade e permitir a troca simples de Real por Dólares, Euros, ou outras moedas quaisquer, isso facilitaria o fluxo de moedas e a tomada de recursos financeiros pelos residentes, cortando brutalmente os custos transação pela concorrência efetiva do mercado financeiro interno com o externo<sup>44</sup>.

Cabe ressaltar que a conversibilidade plena da moeda não depende apenas do governo brasileiro, mas de acordos bilaterais ou multilaterais entre o Banco Central do Brasil e os Bancos Centrais de outras nações, para que o Real seja aceito como forma de pagamento, na esfera pública e privada dos outros países.

Evidentemente, a adoção do regime acima mencionado deve ser feito como um aprofundamento da trajetória percorrida no atual processo da estabilização, e requer alterações no ordenamento jurídico, em particular da Lei 4131<sup>45</sup>.

Segundo Arida<sup>46</sup>, a nossa taxa de câmbio flutua, mas os vários mecanismos de controle permanecem intactos, [...] a garantia da sua flutuação no futuro depende apenas da credibilidade da palavra do Banco Central. E como este não tem mandato fixo, podendo ser demitido por ato do presidente, ninguém pode afirmar nada a respeito da permanência do regime de flutuação cambial.

---

<sup>44</sup> Atualmente, empresas como a Petrobrás, para se beneficiar de juros baixos, captam recursos de longo prazo através da sua subsidiária PIFCO que se localiza nas ilhas Cayman.

<sup>45</sup> Lei de 1962 que regula a entrada de capitais estrangeiros.

<sup>46</sup> Arida Pérsio, Por uma moeda plenamente conversível, in Revista de Economia Política, vol. 23, No. 3 (91), julho-setembro /2003.

O argumento para manter os controles se deve, segundo Arida (2003), às leis que disciplinam o mercado monetário que foi marcado pelo objetivo de brechar aquilo que, no jargão de antigamente, denominava-se como fuga de capitais. Sustenta-se que haveria uma grande demanda reprimida por dólares ou outras moedas fortes, que deveria ser contida através da legislação.

O Banco Central do Brasil não é uma instituição independente<sup>47</sup>, podendo a qualquer momento lançar mão dos mecanismos de controle cambial. Este fato reduz a confiança dos investidores internacionais por ser um risco adicional. Este fator altera a estrutura do mercado de câmbio e dificulta o movimento de capitais, alterando a rentabilidade esperada de um investimento.

O outro aspecto que dificulta a queda das taxas de juros no mercado interno é a existência de títulos públicos indexados<sup>48</sup>, que são vendidos no mercado financeiro pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central.

Entre as questões imbricadas neste tema se destaca, primeiramente, a que se refere à existência de duas instituições (Banco Central e Tesouro) praticando, simultaneamente, atos que afetam a oferta monetária. Há, potencialmente, a possibilidade de o Tesouro oferecer taxas atraentes e retirar moeda do mercado, no mesmo momento que o Banco Central trabalha com uma perspectiva expansionista, aumentando a liquidez. Estas ações contraditórias corroem a consistência da política econômica, pois afetam a formação das taxas de juros no curto prazo.

A outra questão é a formação das taxas de juros de longo prazo. Como as aplicações do Tesouro brasileiro são indexadas à inflação ou ao câmbio, suprime-se o dilema da intertemporalidade, ou seja, o investidor não precisa assumir risco em relação ao futuro, nas suas decisões financeiras.

Neste ambiente, a taxa de juro deixa de ser a que revela a preferência entre os valores atuais e o valor futuro, corroendo as bases teóricas para a atualização dos ativos e reduzindo as opções de escolha financeira. Ao se retirar o fator risco das aplicações, que é um dos principais fundamentos da avaliação da rentabilidade das operações financeiras, inibe-se o desenvolvimento do mercado.

Mesmo que exista, na remuneração dos títulos públicos brasileiros, alguma flutuação de mercado, eles sempre serão simultaneamente líquidos, seguros e rentáveis. A supressão da intertemporalidade inibe a construção de um mercado de títulos privados de longo prazo, pois qual a instituição de mercado que poderia oferecer

---

<sup>47</sup> Falta definir se o Banco Central será independente do poder Executivo (Presidente da República) ou se será subordinado a ele.

<sup>48</sup> Isto é rendem juros e a correção da moeda feita por um indexador um índice de inflação, ou juros e variação cambial.

condição semelhante? Caso alguma instituição privada corresse o risco de oferecer um título de longo prazo, qual seria a taxa de juros deste ativo?

Como se não bastassem essas anomalias existentes no mercado cambial e no mercado de títulos, há outra distorção relevante neles: o governo tributa as operações cambiais e as operações financeiras<sup>49</sup>.

A tributação cambial produz três aparentes benefícios: 1) permite a apreciação e a depreciação do Real apenas pela flutuação da alíquota; 2) injeta menos moeda no mercado nas compra das divisas estrangeiras; 3) e o Tesouro Nacional aumenta a sua receita.

No mercado de crédito a tributação também produz aparentes benefícios O primeiro é elevar as taxas de juros no mercado de curto prazo sem subir a taxa SELIC<sup>50</sup>, o segundo é aumentar a arrecadação do Tesouro brasileiro e o terceiro é servir para reduzir a liquidez do mercado financeiro sem, necessariamente, colocar títulos públicos no mercado.

A presença de tributos na formação da paridade cambial e no mercado de crédito é apenas uma das distorções da estrutura fiscal do Brasil. Os recursos que financiam o Estado necessitam de uma profunda reforma para resgatar a competitividade da economia brasileira, sem que isso signifique fragilizar o setor público.

As reformas necessárias, como a fiscal e outras, são temas amplos que exige o desenvolvimento de um conjunto de argumentos que fogem ao foco central deste estudo, que é aprofundar o debate sobre as características da atual estabilidade econômica e a possibilidade de se avançar nesse processo. Neste sentido, nos restringimos às questões cambiais e creditícias.

### **Conclusões e considerações finais**

Ao dispor de mecanismos normativos de controle e tributação<sup>51</sup> no mercado de câmbio, o governo age (através do Banco Central) para alterar a paridade cambial de equilíbrio em função do seu próprio interesse, ampliando, na prática, o risco cambial dos empréstimos internacionais, pelo aumento do grau de intervenção do Estado neste mercado.

---

<sup>49</sup> O tributo cobrado pelo governo chama-se Imposto sobre Operações Financeiras – IOF.

<sup>50</sup> SELIC é a taxa de juros de curto prazo administrada pelo Banco Central através da compensação de títulos do mercado financeiro no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia. O mecanismo de funcionamento deste sistema se assemelha a "Prime" americana.

<sup>51</sup> A cunha fiscal cria uma barreira efetiva ao livre movimento internacional de capitais, o custo para ingressar pode também se tornar um custo para a retirada do capital do Brasil.

Esta maneira de conduzir a política cambial não permite que as taxas de juros praticadas no exterior induzam uma queda no custo do dinheiro oferecido internamente. A interferência do governo, sobre o fluxo de divisas internacionais, constitui uma barreira institucional para manter os juros elevados no mercado interno.

No mercado de crédito de curto prazo, a presença do IOF<sup>52</sup> e a grande concentração bancária contribuem para que as taxas de juros praticadas neste segmento permaneçam sempre elevadas. Estas taxas altas refletem novamente a presença do governo, que através da tributação das operações atua para reduzir, artificialmente, a demanda por empréstimos.

Outro fator agravante, do setor financeiro brasileiro, é a inexistência do mercado de crédito privado de longo prazo. Este segmento não se desenvolve plenamente devido as seguintes características: 1) os títulos públicos captam recursos a taxas reais sempre positivas com baixo risco, tributação<sup>53</sup> e alta liquidez; 2) o BNDES oferece crédito com prazos longos a taxas menores que as praticadas no mercado de curto prazo.

Os atributos dos títulos públicos inibem o surgimento de um mercado financeiro eficiente, que reflita a estrutura temporal das reais taxas de juros da economia. No atual ambiente, só será possível precificar os prazos, a liquidez e os riscos das obrigações privadas com taxas acima das praticadas pelo Tesouro Nacional.

As empresas nacionais de grande porte teriam capacidade financeira e atratividade para ofertar obrigações em melhores condições que as estabelecidas pelos papéis do Tesouro. No entanto, o custo do dinheiro seria tão elevado que tornaria proibitiva a emissão desta obrigação, para captação deste fundo de longo prazo.

Para atender este tipo de demanda, apenas o BNDES, devido ao baixo custo da sua fonte de financiamento (*loan funding*), poderia suprir os recursos de longo prazo com baixas taxas de juros. No segmento de longo prazo, não há banco privado que consiga competir com as baixas taxas praticadas pelo BNDES.

A presença do governo nas duas pontas deste mercado, captando recursos de longo prazo com taxas altas de juros e ofertando crédito com taxas baixas, produz um processo de desintermediação financeira que torna irracional e distorcida a formação e a estrutura de juros no Brasil.

É comum encontrar, no mercado financeiro de países maduros, um ambiente com características completamente diferentes das existentes no mercado brasileiro. Nesses países, as taxas de curto prazo são quase sempre menores do que as de prazos mais

---

<sup>52</sup> O Imposto sobre Operações Financeiras incide nas operações de crédito e no mercado de câmbio.

<sup>53</sup> O IOF tributa também o mercado de títulos de longo prazo.

longos, devido à aversão ao risco e à preferência pela liquidez dos atores que participam deste segmento.

As características comportamentais destes atores ordenam o funcionamento do mercado financeiro, estabelecendo as ligações entre os prazos dos títulos, o risco das empresas, e os riscos sistêmicos como inflação e câmbio. Este conjunto de fatores constitui o fundamento da avaliação da rentabilidade das decisões financeiras. No Brasil, a interferência do governo no mercado financeiro e cambial perturba o processo de avaliação da rentabilidade dos ativos, fomentando distorções e tornando a taxa de juros, no curto e longo prazo, constantemente elevadas.

Assim, mesmo mantendo saudáveis os três principais fundamentos das políticas macroeconômicas – o superávit fiscal primário, o câmbio flutuante e as taxas de juros de curto prazo, influenciadas pelo Banco Central para controle da inflação – são necessários novos avanços para reduzir as taxas de juros, colocá-las a serviço de uma maior competitividade e sustentabilidade da economia.

Neste momento, orientar os segmentos de crédito e câmbio para a redução das intervenções do setor governamental seria diminuir as disjunções entre as regras formais, que controlam o mercado, e as normas informais do comportamento dos agentes econômicos. Este ajuste induziria um vigoroso processo de transformação do mercado financeiro pela redução das taxas de juros e consolidaria a estabilidade econômica já conquistada, não sendo um movimento de ruptura, mas sim uma continuidade do processo de estabilização.

A redução consistente das taxas de juros do mercado de crédito aos padrões internacionais não pode ser feita instantaneamente, é necessário um tempo de ajuste para se reduzir, gradualmente, a intervenção do governo e aprofundar a trajetória em direção ao mercado.

No caso dos juros de curto prazo é importante que a mudança aponte para a retirada total do IOF do mercado financeiro, e que o Tesouro deixe de operar no mercado de títulos, designando esta tarefa exclusivamente para o Banco Central.

A saída do Tesouro deste segmento e a definição das funções exclusivas do Banco Central, para a condução da política de liquidez do mercado monetário, são cruciais para que se estabeleça uma direção única no controle deste setor. O aumento da coerência desta política depende desta separação.

A desindexação dos títulos públicos é outra importante tarefa a ser realizada para que haja uma significativa queda nos juros do mercado financeiro. No entanto, esta ação só deve ser feita se o Banco Central, continuamente, reduzir as metas e a inflação brasileira, dando aos investidores a segurança de que não será necessário o uso da

indexação para tornar atraentes os títulos públicos. Este processo deve ser acompanhado pela retirada das cláusulas de correção monetária, dos contratos em geral.

A conversibilidade livre e plena do Real em outras moedas é também um ponto crucial para a redução das taxas de juros no Brasil. A adoção desta medida permitiria que o mercado de crédito brasileiro se conectasse com os mercados internacionais, produzindo um novo ponto de equilíbrio na estrutura temporal das taxas de juros. Esta medida fomentaria a construção de um novo e dinâmico ambiente financeiro de títulos privados, aumentando a diversidade de risco, a duração das obrigações e as opções de investimento.

Atualmente, os títulos privados raramente atingem prazos de maturação maiores que dois anos, pois não há ativos acima deste prazo, nem poupadores dispostos a correr este risco.

Os aparentes ganhos que o governo obtém com a tributação nos segmentos de câmbio e crédito são transitórios e pequenos, se comparados com o potencial de ganho fiscal que ele teria com a redução das taxas de juro se com o alongamento dos prazos das obrigações, à semelhança dos observados nos mercados internacionais. Esta mudança de padrão significaria um explosivo aumento do consumo e do investimento, proporcionando um longo, estável e significativo crescimento da arrecadação.

A retirada do Tesouro da função de controlar a liquidez, pela cobrança do IOF nas operações de crédito, devolveria ao Banco Central o exclusivo papel de guardião da moeda e gestor único das metas de inflação, aumentando a sua influência na formação e na estrutura das taxas de juros.

O fim do IOF nos mercados cambiais reduziria o risco cambial de uma flutuação suja, diminuindo o tamanho da arbitragem financeira entre as taxas de juros brasileiras e as praticadas no mercado internacional.

O desenvolvimento de uma intermediação financeira mais livre e orientada para o mercado estimularia a participação de outros competidores, diminuiria o custo transação dos ativos, ampliaria o tempo de duração das obrigações e reduziria as taxas de juros praticadas no curto, médio e longo prazo.

Como provável desdobramento deste novo mercado financeiro, as bolsas surgiriam com novos produtos e o segmento atuarial aumentaria sua participação no PIB, pela diversificação dos atuais serviços e possibilidade de aplicação em novos ativos.

Outro possível benefício desta mudança seria o surgimento de um mercado financeiro mais competitivo, com uma distribuição de crédito mais equilibrada entre o segmento público, o privado e o privado estrangeiro.

É importante destacar que, ao orientar o câmbio e o crédito para o mercado, não se reduza autoridade nem se subtraí, necessariamente, o controle do Banco Central sobre estes segmentos, mas retira-se a interferência inadequada do governo.

Este conjunto de propostas não tem por objetivo copiar quaisquer modelos de mercados financeiros, como fizeram os militares em 1964, mas estabelecer princípios para aumentar a competitividade da economia, permitindo que o setor privado ocupe um novo espaço como parceiro do potencial desenvolvimento do Brasil.

No entanto, se a opção da política econômica for pela manutenção da presença do governo nos mercados de câmbio e crédito, o setor financeiro brasileiro ainda funcionará, por um longo período de tempo, com altas taxas de juros, baixa competição, um elevado custo transação de ativos, com operações fortemente concentradas no curto prazo e no segmento público de crédito.

## Bibliografia

- Abrikian, J. Carlos, "O mercado de crédito no Brasil: evolução e comparação com o mercado Chileno", *Jornal Valor Econômico*, 24 de Novembro de 2010, p 39 – 50.
- Arida, Persio, "Por uma Moeda Plenamente Conversível", *Revista de Economia Política*, vol. 23, nº 3 (91), julho-setembro/2003.
- Carvalho, C. Eduardo, *bancos e Inflação no Brasil: fa crise dos anos 80 ao Plano Real*. São Paulo, Departamento de Economia – PUC São Paulo, 2003.
- Dem, Amadou, Gabriela Mihailovici e Hui Gao, "Inflation and hyperinflation in 20th century: cause and patterns", Columbia University, School of International and Public Affairs, April 2001.
- Jaloretto, Cláudio, "Senhoriagem e Financiamento do Setor Público no Brasil", ESAF, 2006.
- North, Douglas C., "Desempeño económico em el transcurso de los años", Conferência em Estocolmo ao receber o prêmio Nobel de Ciências Econômicas, 9 de dezembro de 1993.
- Pereira, B. Luiz e Nakano Yoshiaki, "Inflação inercial e curva de Phillips", *Revista de Economia Política*, Vol. 6, Nº 2, abril-junho/1986.
- Resende, A. Lara, "Da Inflação Crônica á Hiperinflação: Observações sobre o quadro Atual", *Revista de Economia Política*, vol. 9, nº 1 (91), janeiro-março/1989.
- Resende, A. Lara, "Moeda Indexada: Nem Mágica, Nem Panacea", Texto para Discussão Nº 81, Departamento de Economia PUC Rio de Janeiro, Dezembro de 1984.

## Sites Consultados

Banco Central do Brasil:

<http://www.bcb.gov.br/?PROER>

<http://www.bcb.gov.br/htms/Deorf/r199812/Anexoll.asp?idpai=revsfn199812>

<http://www.bcb.gov.br/?INDECO>

Data da consulta: 11 a 15 de julho de 2011.

Tesouro Nacional:

[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/estatistica/est\\_contabil.asp](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/estatistica/est_contabil.asp)

Data da consulta: 25 de julho de 2011.

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA.

<http://www.ipeadata.gov.br/>

Data da consulta: julho de 2011.



Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE.

<http://www.ibge.gov.br/home/>

Data da consulta: julho de 2011.

**Anexo1**

Obrigação da Eletrobrás, para capitalização do sistema de produção de energia elétrica emitido em 1970 com cláusula de atualização monetária (inflação) mais juros de 6% ao ano.





**Anexo 2:**

Papel moeda dos anos 60, que teve seu valor reduzido em 1.000 unidades monetárias e foi transformado em centavos pela 1ª reforma monetária.

**Anexo 3**

Papel moeda brasileiro dos anos 80, que teve seu valor reduzido em 1.000 unidades monetárias pelo plano Cruzado de 1986.



## **Colección de Documentos de Trabajo Conjuntos IELAT-CIFF (UAH) y UC**

DT 1: Carlos Marichal, *Crisis financieras y debates sobre la globalización: reflexiones desde la historia económica latinoamericana*. Junio 2011.

DT 2: Renaldo Antonio Gonsalves, *A construção dos mercados monetários e financeiros no Brasil: A história da moeda que transitou da hiperinflação para a valorização*. Agosto 2011.

Todas las publicaciones están disponibles en las páginas Web de las tres instituciones participantes: IELAT, CIFF y Universidad de Cantabria.

<http://www.ielat.es/>

<http://www.ciff.net/>

<http://www.unican.es/>

Los documentos de trabajo desarrollados contienen información analítica sobre distintos temas y son elaborados por diferentes miembros de las instituciones participantes u otros profesionales colaboradores de las mismas. Cada uno de ellos ha sido seleccionado y editado por IELAT-CIFF-UC, tras ser aprobado por la Comisión Académica correspondiente.

Desde este ámbito de reflexión animamos a que estos documentos se utilicen y distribuyan con fines académicos indicando siempre la fuente. La información e interpretación contenida en los documentos son de exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente reflejan las opiniones del IELAT-CIFF-UC.

Universidad de Alcalá  
Universidad de Cantabria  
Colegio de Trinitarios  
C/Trinidad 1 – 28801  
Alcalá de Henares (Madrid)  
España  
34 – 91 885 5278  
[guido.zack@uah.es](mailto:guido.zack@uah.es)

P.V.P.: 20 €

Con la colaboración de:

 **Santander**  
UNIVERSIDADES