

POLÍTICA ECONÔMICA

Política monetária: mantendo a economia em equilíbrio instável*

*Edison Marques Moreira***

Introdução

Utilizada ao longo de 1991, principalmente no segundo semestre, como um instrumento de política econômica fundamental para estabilizar a economia, a política monetária, que é uma política de controle da oferta da moeda, ajudou a empurrar o País para uma forte recessão, sem que os seus resultados fossem plenamente satisfatórios.

A inflação, que andava em torno dos 20% ao mês em janeiro, reduziu-se, após a edição do Plano Collor II, ao patamar de um dígito, mas voltou a elevar-se principalmente ao longo do segundo semestre, fechando os últimos dois meses do ano ao nível dos 25% mensais e com suspeita de se instabilizar ao longo do primeiro trimestre de 1992.

Vários fatores concorreram para delinear esse quadro: o descongelamento de preços, a saída da Ministra Zélia do comando da política econômica brasileira no primeiro semestre do ano, as expectativas do desbloqueio dos cruzados novos e a mididesvalorização do cruzeiro no segundo semestre.

Política monetária

Em 31 de janeiro de 1991, quando a inflação ultrapassava os 20% mensais, o Governo anunciou o Plano Collor II, que incluía, além de um congelamento de preços e salários, a desindexação da economia e uma reforma financeira para incentivar os investimentos a longo prazo.

Algumas das principais medidas desse Plano foram o fim do Bônus do Tesouro Nacional (BTN) e do Bônus do Tesouro Nacional Fiscal (BTNF) e a instituição da Taxa Referencial de Juros (TR), que passou a servir de base para os reajustes das aplicações financeiras.

Os dois primeiros meses seguintes após a decretação do Plano — fevereiro e março —, considerando a média dos saldos diários, mostraram um razoável descontrole da base monetária (BM) e dos meios de pagamento (M1) — Tabela 1.

No caso do M1, embora fosse esperada uma demanda por moeda acima do normal a partir do Plano Collor II, as incertezas e os boatos em torno do funcionamento

* Este trabalho contou com o apoio financeiro da FAPERGS.

** Economista da FEE e Professor da PUC-RS.

do Fundo de Aplicação Financeira (FAF) — apelidado de "Fundão" —, no final de fevereiro, influenciaram o comportamento do público, levando as pessoas a sacarem o dinheiro dos fundos de curto prazo no final de janeiro e a colocarem-no sob a forma de depósitos à vista, os quais apresentaram uma expansão de 60,8% no final de fevereiro, em relação a janeiro.

Tabela 1

Evolução, mês a mês, da base monetária, dos meios de pagamento e do IPC-FIPE no Brasil — jan.-out./91

MESES	BM (1)	M1(2)	M2(3)	M3(4)	M4(5)	M5(6)	IPC-FIPE (%)
Jan.	3,9	-1,5	20,3	21,0	22,4	21,1	21,0
Fev.	13,9	27,0	16,4	17,1	11,7	11,1	20,5
Mar.	21,2	21,2	14,2	13,8	12,3	11,1	7,5
Abr.	6,5	3,6	3,8	5,4	9,2	8,9	7,2
Maio	5,0	7,4	9,8	9,1	11,8	10,5	5,8
Jun.	8,7	8,7	12,5	12,1	9,9	9,2	9,9
Jul.	11,7	10,3	7,5	9,2	12,5	11,0	11,3
Ago.	3,9	5,1	22,2	18,1	17,5	12,5	14,4
Set.	16,4	19,3	24,1	20,7	20,0	16,1	16,2
Out.	10,3	8,2	16,4	17,5	19,9	16,6	25,2

FONTE: BACEN.

NOTA: A BM e os M1 representam a média dos saldos diários, os demais agregados referem-se à variação percentual dos saldos em fins de período.

- (1) Base monetária é a emissão da moeda mais reservas bancárias.
 (2) M1 é igual a depósitos à vista mais moeda em poder do público.
 (3) M2 é igual a M1 mais títulos federais fora do BACEN. (4) M3 é igual a M2 mais poupança. (5) M4 é igual a M3 mais depósitos a prazo.
 (6) M5 é igual a M4 mais valores à ordem do BACEN (VOB).

A expansão da base monetária — emissão primária da moeda — foi provocada pelas medidas de estabilização, que abrandaram a expectativa inflacionária, pois, sempre que isso ocorre, há um processo de monetização da economia. Contribuíram também para esse processo a reforma financeira, que extinguiu os fundos de curto prazo, e o "overnight" para pessoas físicas e jurídicas não financeiras, provocando indecisão no investidor quanto ao direcionamento a ser dado às suas aplicações.

Nos demais meses do primeiro semestre, passadas as incertezas iniciais provocadas pelo impacto das principais medidas do Plano, tanto a BM quanto o M1 revelaram uma acomodação do volume da moeda em circulação na economia. A inflação manteve-se na casa de um dígito, e o nível de atividade da economia mostrou sinais de recuperação, influenciado por um pequeno crescimento do salário real e pelo congelamento de preços decorrente do Plano Collor II. Também devem ser consideradas as expectativas positivas em relação ao aumento da demanda que a devolução dos cruzados novos poderia provocar e o processo de descongelamento de preços, que agilizou a produção e a comercialização por propiciar a superação dos conflitos existentes na cadeia produtiva.

Ao longo desse período (maio), ocorreu a troca da equipe econômica, fato que trouxe expectativas aos agentes econômicos sobre a possibilidade de uma mudança na condução da política monetária, embora o novo Ministro da Economia, Marcílio Marques Moreira, tivesse declarado, desde sua indicação, que daria continuidade à política monetária implementada pela equipe da Ministra Zélia.

Um dos principais sinais de que algo poderia mudar foi detectado através da persistente elevação, no mês de junho, das taxas de juros nominais no "overnight", levando o mercado financeiro a especular se o Banco Central (BACEN) poderia estar pretendendo utilizar a taxa de juros como instrumento principal da política monetária, em detrimento do controle da expansão dos meios de pagamento.

A possível utilização da taxa de juros como a principal medida de controle da liquidez de certa forma encontrava justificativa na premissa de que, se persistisse a estrutura de controle da moeda via estoques, algumas dificuldades poderiam surgir no momento em que se dava o descongelamento de preços, como: dificuldade para estimular a formação de poupança e a possibilidade de ocorrer uma inflação de demanda, até porque o bloqueio de moeda imposto em março de 1990 teria seu prazo esgotado no segundo semestre do ano.

O resultado sobre o mercado financeiro da política monetária imposta pelas autoridades monetárias no primeiro semestre, onde o principal instrumento foi o controle dos agregados monetários, mostra que esse mercado conviveu com rendimentos nominais baixos, à exceção das Bolsas de Valores, que foram fortemente influenciadas no período pela perspectiva de ingresso de capital estrangeiro no País.

No segundo semestre do ano, o Governo passou a trabalhar com uma política monetária baseada fundamentalmente na prática de taxas de juros elevadas, com a finalidade de restringir o volume de moeda na economia. Diante dessa opção, a TR tornou-se um dos focos de atenção do Governo, pois, em junho, julho e agosto, ela ficou abaixo da inflação, fazendo com que os ativos financeiros a ela indexados — poupança, FAF e o então recém-criado Depósito Especial Remunerado (DER) — tivessem rendimentos reais negativos (Gráfico 1).

A situação da TR abaixo da inflação certamente, se fosse perpetuada, traria um desconforto à política de controle da moeda pelo Governo, pois o desbloqueio dos cruzados em agosto, antecipado em um mês, criaria uma pressão indesejável sobre a liquidez da economia. Para minimizar essa situação, o Governo, além de instituir o DER, criou, em 15 de agosto, um depósito compulsório de 100% sobre a captação adicional de títulos privados, Certificados de Depósitos Bancários (CDBs) e Letras de Câmbio, que os bancos realizaram além do saldo contabilizado em 31 de julho de 1991. Com esta última medida, além de enxugar a liquidez que vinha girando em torno dos títulos privados, dando margens para o crescimento das operações de crédito, o Governo assegurou que os recursos financeiros tomassem de novo o rumo dos títulos federais,

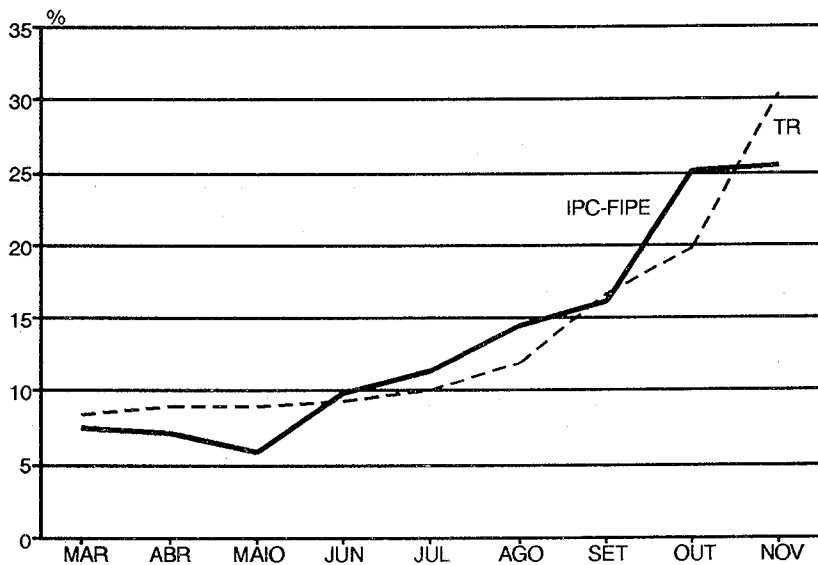
pois a emissão de CDBs, nos últimos meses, vinha tendo uma expansão acentuada, chegando a corresponder a 4,6% do PIB em julho, com perspectiva de ampliar sua participação no sistema financeiro, a partir da liberação dos cruzados.

Mesmo com essa política de taxas de juros elevadas, em determinados meses do segundo semestre do ano, o Governo enfrentou algumas dificuldades para conseguir controlar o crescimento da moeda na economia.

Em setembro, por exemplo, a BM e o M1 apresentaram uma das maiores expansões do ano, 16,4% e 19,3% respectivamente. O BACEN, nesse mês, não conseguiu neutralizar através de suas operações de mercado aberto a injeção expressiva de Cr\$ 833 bilhões que entraram no sistema e que tiveram origem fundamentalmente nos saques das contas de DER, nas liberações judiciais de cruzados novos e nas retiradas dos FAFs.

GRÁFICO 1

EVOLUÇÃO DA TR E DO IPC-FIPE NO BRASIL — MAR-NOV/91



Atrelada, entre outros fatores, a essas dificuldades de controle da moeda, a inflação entrou na casa dos dois dígitos a partir de julho e continuou ascendente nos meses seguintes.

A elevação da inflação e a estratégia adotada pelo Governo para contê-la, aumentando bruscamente a taxa de juros, levaram a uma reversão do quadro de recuperação do nível de atividade presente no primeiro semestre. A alta dos juros aumentou também o custo de manutenção de estoques pelas indústrias, contribuindo para inibir uma maior produção e também as vendas a crédito no comércio.

No final de setembro, o Banco Central promoveu uma mididesvalorização do cruzeiro de 16,2%, com efeitos instabilizadores sobre os preços e o mercado financeiro.

Em princípio, como ressaltou o Ministro Marcílio, uma mididesvalorização não teria reflexos inflacionários fortes sobre o lado real da economia brasileira, dado o grau do seu fechamento com o Exterior. No entanto, ao afetar o estado das expectativas, o ajuste de câmbio de setembro desencadeou grandes reajustes de preços em outubro, fazendo com que a inflação saltasse, segundo o IPC-FIPE, de 16,21% em setembro para 25,17% em outubro.

Quanto ao mercado financeiro, a mididesvalorização provocou fortes oscilações nos ativos de riscos, com o ouro chegando a acusar valorização histórica para um único dia, de 22,3%, e o dólar paralelo, de 26,5%, puxando o ágio em relação ao comercial acima de 66%.

Em 28 de outubro, o BACEN puxou a taxa do "over" de 33,5% para 42% ao mês, um dos maiores reajustes diários registrados no mercado aberto até hoje e o nível mais elevado do Governo Collor.

Tabela 2

Reservas internacionais no BACEN do Brasil — jan.-set./91

MESES	CAIXA		LIQUIDEZ INTERNACIONAL	
	(US\$ milhões)	(%)	(US\$ milhões)	(%)
Jan.	8 532	-2,51	9 840	-1,34
Fev.	8 600	0,79	9 805	-0,36
Mar.	7 468	-13,17	8 663	-11,65
Abr.	7 609	1,88	8 808	1,67
Mai	8 411	10,54	9 665	9,72
Jun.	9 225	9,67	10 401	7,61
Jul.	8 908	-3,44	10 113	2,77
Ago.	8 052	-9,61	9 261	-8,43
Set.	7 054	-12,40	7 956	-14,10

FONTE: BACEN.

NOTA: Variação percentual em relação ao mês anterior.

O custo do crédito disparou. Os bancos passaram a ser mais rigorosos na seleção de seus clientes tomadores de empréstimos, temendo possíveis inadimplências.

Simultaneamente, o Banco Central formalizou que se afastaria temporariamente das operações com ouro, interrompendo o processo de venda líquida de ouro. Isso foi interpretado pelas instituições financeiras como indicio de queda nas reservas internacionais.

Em curto espaço de tempo, várias instituições financeiras evitaram reforçar posições no câmbio comercial, temendo qualquer investida da autoridade monetária sobre o volume de moeda que excedesse US\$ 1 milhão, pois deveria ser depositado no BACEN. O dólar no paralelo, que já acusava alta significativa, disparou, sendo que, no auge do pânico (29.10), chegou a ser cotado a Cr\$ 1.100,00 para a venda, ou seja, com um ágio de 74% sobre o comercial.

Com essas medidas, o Governo esperava não só parar de perder reservas, mas também recompô-las a um nível mais confortável, a partir do comportamento dos exportadores, que tenderiam a acelerar o fechamento do câmbio, atraídos pela alta dos juros internos. Efeito contrário esperava-se dos importadores, que deveriam retardar as operações cambiais.

Esse choque nas taxas de juros e a saída do Governo do mercado de ouro fizeram reacender expectativas entre os agentes econômicos de um novo plano de estabilização com congelamento de preços, projetando expectativas altistas para a inflação de novembro.

Essas previsões, entretanto, não se concretizaram, pois, no penúltimo mês do ano, a inflação manteve-se estabilizada ao nível de outubro, isto é, na faixa dos 25%. Os fatores responsáveis por essa estabilidade foram: a firme postura do Governo contrária ao congelamento de preços, a manutenção dos altos juros que obrigaram à desova de estoques e à queda do poder aquisitivo decorrente do arrocho salarial.

A desaceleração do processo inflacionário em novembro foi acompanhada por uma pequena queda das taxas de juros nominais da economia, que, entretanto, não chegou a alterar o perfil do mercado financeiro desenhado no segundo semestre em cima da prática de uma política monetária de taxas de juros elevadas. Nesse período, a preferência dos investidores recaiu principalmente sobre as operações conservadoras de curto prazo — CDB, RDB. Os ativos de riscos, com exceção das ações, não conseguiram avançar de forma consistente, o que fez com que os investidores, em certos momentos, se retraíssem, aguardando uma sinalização da tendência futura do mercado (Tabela 3).

O ritmo de alta da inflação foi freado no final do ano, mas continua significativamente elevado, permanecendo, na economia, um componente delicado de instabilidade.

Tabela 3

Rentabilidade real das aplicações financeiras no
Brasil — jan.-nov./91

(%)

DISCRIMINAÇÃO	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	JUN
Bolsa de Valores de São Paulo	55,96	26,85	-17,67	-3,06	58,19	10,37
Bolsa de Valores do Rio de Janeiro	68,81	9,28	-15,51	1,82	55,30	2,86
CDB (pré-fixada 30 dias)	-0,91	-6,33	3,39	3,67	5,01	2,81
Poupança	-0,17	-10,79	1,45	2,13	3,56	0,15
"Overnight"	-0,02	-11,32	1,39	2,23	3,56	0,48
Ouro físico	1,21	-15,17	-2,68	4,80	3,00	1,07
Ouro "spot"	0,99	-15,17	-2,35	4,45	3,00	1,07
Dólar comercial	6,20	-15,59	-0,64	1,77	3,43	-0,20
Dólar paralelo	5,07	-11,95	-1,21	3,44	1,75	-0,46
FAF (1)	-	-	1,14	1,98	3,22	-0,44

DISCRIMINAÇÃO	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	ACUMULADA NO PERÍODO
Bolsa de Valores de São Paulo	19,61	1,25	0,91	4,76	-21,35	177,58
Bolsa de Valores do Rio de Janeiro	13,34	-4,83	-1,74	2,38	-21,58	115,72
CDB (pré-fixada 30 dias)	0,56	-1,14	2,00	-3,21	3,46	9,06
Poupança	-0,63	-1,67	0,99	-3,83	2,48	-6,94
"Overnight"	0,97	1,16	3,09	0,62	3,44	4,81
Ouro físico	-0,84	-5,16	12,83	15,01	-8,04	2,29
Ouro "spot"	-0,95	-5,01	12,68	15,02	-8,03	2,00
Dólar comercial	0,40	-0,66	16,62	-3,37	1,46	6,71
Dólar paralelo	0,84	-0,02	8,29	18,41	-14,82	5,44
FAF (1)	-0,79	-1,72	0,42	-4,37	0,55	-0,20

FONTE: GAZETA MERCANTIL (30.11/2.12.91). São Paulo. p.17.

NOTA: Taxa real em relação ao IPC - FIPE.

(1) O dado do FAF refere-se ao período mar.-nov./91.

Perspectivas

As perspectivas para a economia brasileira em 1992 são de aprofundamento da recessão, pelo menos é isso que se depreende da Carta de Intenções do Governo brasileiro ao Fundo Monetário Internacional (FMI).

As expectativas embutidas nas metas trimestrais, de "deficit" público e de crédito interno líquido, indicam que a taxa média de inflação para o ano que vem deverá situar-se em torno dos 10% a 12% mensais, numa queda gradativa, principalmente a partir do segundo semestre, quando a inflação cairia para um dígito e encerraria o mês de dezembro com uma taxa mensal de 2%.

Para atingir esse objetivo, o Governo continuará apoiado fundamentalmente em taxas de juros elevadas, sobretudo ao longo do primeiro trimestre, quando a política monetária terá de ser dura o suficiente para trazer a inflação, ao final de março, para uma taxa mensal ao redor de 20%, conforme a Carta de Intenções.

Entretanto, apesar de tal cenário, não se pode deixar de considerar a possibilidade de que esse quadro não se configure, pois, no patamar dos 25% mensais, a inflação fica extremamente suscetível aos distúrbios de mercado, podendo retomar sua trajetória ascendente a qualquer momento, o que provavelmente levaria a um novo plano de estabilização, com congelamento de preços.

Também deve ser considerado que, dada à alta inflacionária e à inexistência de crédito público, a oferta de moeda é rigorosamente endógena ou passiva. As autoridades monetárias, nessas circunstâncias, têm enorme dificuldade para cumprir uma meta monetária.