

POLÍTICA ECONÔMICA

Política monetária: a fase da Unidade Real de Valor (URV)

*Edison Marques Moreira**

Introdução

O Programa de Estabilização Econômica do ex-Ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, prevê três fases distintas.

A primeira é a do estabelecimento do equilíbrio orçamentário a curto prazo (1994-95), com estimativa de um déficit igual a zero no conceito operacional. Para isso, o Governo vem trabalhando desde o segundo semestre de 1993. Essa etapa encerrou com a recente aprovação pelo Congresso do Fundo Social de Emergência (FSE), cujo principal objetivo é equacionar o financiamento dos principais programas sociais, que, na proposta orçamentária original, mesmo após os cortes feitos, teriam de ser financiados por fontes inflacionárias.¹

A segunda fase compreende a tomada de medidas para reduzir a influência da inflação passada sobre a inflação corrente. A idéia central é reduzir a memória que a indexação introduz no processo inflacionário, através da adoção da URV baseada na inflação corrente, que deverá, por conseguinte, estar subordinada à convicção de que o processo de reorganização fiscal está suficientemente avançado para ser percebido como irreversível. Esta será a garantia de que o Governo não precisará mais emitir moeda ou quase-moeda para financiar o seu déficit.

Finalmente, a terceira fase é aquela em que a economia terá um novo padrão monetário, o real, que será uma moeda forte e de poder aquisitivo estável.

Este texto, em especial, apresenta alguns comentários sobre a introdução do novo indexador na economia e sua relação com a política monetária e com o setor financeiro. Também analisa o desempenho dos principais agregados monetários, destacando, dentre os condicionantes da base monetária (BM), a pressão que a entrada de capital externo, principalmente o financeiro, vem exercendo sobre a oferta da moeda.

* Economista da FEE e Professor da PUC-RS.

¹ Para maiores detalhes sobre o ajuste fiscal, ver o texto sobre política fiscal nesta publicação.

1 - A URV e a política monetária

Com a introdução, a partir de 1º de março, da segunda fase do Programa de Estabilização Econômica — adoção da URV —, o Governo pretende adequar os preços da economia a um único indexador, promovendo a sincronização de todos os reajustes de preços e rendimentos. Tal fato tem a finalidade de facilitar, na terceira fase, a implantação de um novo padrão monetário na economia, o real, que substituirá o atual cruzeiro real.

A URV, na Medida Provisória nº 434, que a instituiu, tem o *status* legal de uma moeda, ainda que valha apenas como unidade de conta e não tenha livre curso no País. Esse artifício de transformá-la em moeda legal foi a forma encontrada pelo Governo para dar respaldo jurídico à fixação de regras para contratos privados, incluindo os salários, evitando futuras contestações no Judiciário.

Nessa fase de implantação da URV como indexador, a preocupação do Governo é a de interferir o mínimo possível nos contratos, abrir espaço para a repactuação de contratos privados e evitar que, na conversão para o real ocorram ganhos reais que acabem pressionando a demanda e, conseqüentemente, a inflação.

Nesse período de transição para o novo padrão monetário, a economia passa a conviver com três moedas: o cruzeiro real, que tem a função de meio de troca, pois tem curso legal; a moeda indexada, ou seja, os ativos financeiros indexados que servem como reserva de valor; e a URV, que, por força de medida provisória, tem a função de unidade de conta.

O princípio que rege o Programa de Estabilização Econômica é o do Plano "Larida"², onde a premissa básica é a de que a inflação no momento é principalmente inercial. Com a URV, a equipe econômica pretende organizar o processo de fixação de preços na economia, de forma a eliminar o componente inercial da inflação numa nova unidade de conta.

O Governo, na realidade, espera que, após algum tempo (fala-se de mais ou menos três meses a partir de março), praticamente todos os preços estejam indexados à URV. Isso ocorreria porque os agentes econômicos, observando os preços "urvizados" apreciarem-se diariamente em relação ao cruzeiro real e o nível de preços em URV permanecendo estável, procurariam refúgio nele. Quando ocorresse a passagem da moeda velha para o real — isto é, os preços em URV passariam a ser em real —, a nova moeda substituiria o cruzeiro real, que desapareceria, levando consigo a inflação inercial. Com isso, como num "passe de mágica", a inflação na nova moeda inexistiria, ou seria muito próxima a zero.

Apesar dessa perspectiva, o fundamental no período de transição (segunda fase) é que a inflação não pode elevar-se muito, porque, como os salários estão numa escala móvel, já que atrelados a URV, pode haver uma aceleração dos preços e o plano entrar em xeque, tendo-se que antecipar a terceira fase — adoção da nova moeda — com resíduos da inflação passada.

Nessas circunstâncias, a desordem dos preços relativos em cruzeiros reais tenderia a contaminar a nova moeda, criando uma nova inflação — a inflação em real — com características de cruzeiros reais.

² O Plano "Larida" refere-se a um texto escrito por André Lara Resende e por Pérsio Arida por volta de 1984 e que apresenta uma proposta de eliminar processos inerciais de inflação através de uma reforma monetária.

Nessa fase de transição da URV para o real, o BACEN não poderá abandonar a prática de uma política monetária austera. Somente na terceira fase do Programa, com a estabilidade da moeda alcançada, será possível praticar juros declinantes. Inicialmente, até que os agentes econômicos acreditem que a nova moeda ficará estável, certamente o Governo manterá os juros altos, pois deve ocorrer uma monetização da economia, devido, principalmente, à perda do efeito da "ilusão monetária", a qual, ao longo do tempo, induziu os agentes econômicos a aplicarem seus recursos em ativos financeiros indexados. Essa demanda por moeda será menos intensa quanto mais restritiva for a política monetária adotada.

Uma outra preocupação que o Governo deve ter na fase inicial de implantação do real, fora a inflação corretiva, é com relação ao efeito dos juros sobre o custo do capital de giro e ao seu impacto nos preços da cadeia produtiva. Este pode ser um fator de pressão a influenciar a elevação do nível geral de preços na ocasião. Além disso, a prática de juros altos deverá também influenciar a elevação do serviço da dívida pública.

2 - A URV e o setor financeiro

O setor financeiro reagiu sem sobressaltos à introdução da URV como indexador dos contratos na economia. A única ação inicial dos agentes que operam nesse mercado foi uma redução das operações de crédito, enquanto analisavam as medidas e avaliavam seu impacto.

Esse setor, que será um dos últimos segmentos da economia a adotar a URV segundo o Governo, no entanto, passada a primeira semana do anúncio do novo indexador, já pleiteava a sua adoção junto às autoridades monetárias.

A introdução dar-se-ia de forma gradual, atingindo, de início, algumas operações, como a emissão de Certificado de Depósito Bancário (CDB), resolvendo um problema para os bancos, que é a dificuldade de venderem CDB pós-fixado, face à existência do expurgo da correção monetária dos contratos no momento da emissão do real (medida determinada pelo artigo nº 36 da medida provisória que instituiu a URV).

Os CDBs emitidos em URV dariam *funding* às operações de desconto de duplicatas, um papel comercial que obrigatoriamente tem de ser emitido em URV depois de 15 de março.

Contudo a emissão de CDB e de outros papéis de renda fixa em URV apresenta, nessa fase de transição, implicações consideradas sérias pela equipe econômica.

Primeiro, o CDB em URV significa que a taxa de juro real estaria explicitada, com o risco de embutir alguma expectativa inflacionária, que poderia ser transferida para o real, quando a URV fosse extinta.

Segundo, dependendo do nível de juro acima da URV, as aplicações em CDB poderiam ficar mais atrativas, criando, assim, um problema de migração do dinheiro que hoje está nas cadernetas de poupança.

Terceiro, títulos de renda fixa privados em URV poderiam forçar o Governo a passar a emitir seus próprios papéis em URV, abrindo, assim, espaço para que os juros ficassem contaminados com a expectativa inflacionária, o que é indesejável.

Essas considerações levam em conta, evidentemente, que o juro real sobre a URV passará a ser o juro nominal sobre a nova moeda, o real.

Há, por outro lado, nessa fase de transição da URV para o real, incertezas quanto à expectativa de inflação e quanto à formação do nível de juro real, que atrapalham não

só o funcionamento do mercado financeiro, mas também a própria definição das regras de passagem do setor para esse novo indexador.

Após muitas discussões entre os integrantes da equipe econômica do Governo, ficou decidido que a URV será introduzida no sistema financeiro a partir de abril pelas operações ativas, envolvendo os empréstimos bancários, e também será permitido que operações desenvolvidas no mercado futuro, como opções em ouro, índices e até mercadorias físicas, sejam referenciados no novo indexador. O objetivo é o de desobstruir esse tipo de mercado, que está paralisado pelo receio de que as operações do mercado futuro sofram a aplicação de tablita com taxa de deflação, como ocorreu em planos anteriores.

A indexação pela URV ficou fora do sistema financeiro num primeiro momento, dentre outros motivos, devido ao fato de que, se os depósitos à vista fossem corrigidos diariamente pelo novo indexador, isso traria sérias implicações para o controle da moeda, pois poderia haver uma monetização com reflexos na emissão de moeda, isto é, a base monetária poderia expandir-se significativamente.

Quanto à possibilidade da existência de possíveis perdas com a introdução da URV, a preocupação do mercado financeiro foi principalmente com as aplicações feitas em papéis do Governo ou de estatais com correção monetária fixada no IGP-M.

Essas perdas seriam originadas do artigo nº 36 da medida provisória que cria a URV e que, na verdade, se refere a qualquer tipo de contrato pós-fixado corrigido por qualquer índice de preços. Beneficia, de todo modo, os devedores. No caso acima, que se refere às aplicações corrigidas pelo IGP-M, o principal devedor é o Governo.

No sistema financeiro, portanto, a existência do novo indexador terá poucos reflexos. Entretanto, quando o Governo implementar a fase 3, que é a da mudança do padrão monetário para o real, certamente ela afetará os bancos, pois essas instituições financeiras deverão perder aqueles lucros advindo dos chamados ganhos inflacionários, oriundos do *float* bancário. Tendem a desaparecer também as operações de curtíssimo prazo e de alto retorno para as instituições financeiras.

A estratégia do sistema financeiro para garantir lucros em contexto de inflação baixa deverá ser a de aumentar o volume de crédito, pois, com a queda da inflação, a tendência será a ampliação dos prazos das aplicações financeiras. Dessa forma, será possível alongar os prazos de financiamento. Também com a monetização da economia, os depósitos à vista tendem a se elevar, o que amplia as possibilidades de fornecimento de crédito pelos bancos.

O grande atrativo do crédito, entretanto, deverá ser a queda das taxas de juros reais, à medida que o Programa se viabilizar.

Uma outra medida que os bancos deverão usar para compensarem as suas perdas é a elevação das tarifas bancárias.

A perspectiva da queda da inflação, associada à emissão futura do real, preocupa, entretanto, o BACEN quanto à situação dos bancos oficiais — estaduais e federais. Hoje algumas instituições bancárias estaduais, por exemplo, têm patrimônio líquido ajustado negativo, considerando-se o critério do BACEN, que leva em conta todos os ativos do banco necessários à cobertura do passivo.

Se a inflação se reduzir para um dígito por mês, um maior número de bancos estaduais vai atravessar dificuldades financeiras, uma vez que eles perderão o ganho inflacionário.

Os bancos privados dificilmente passarão por essa situação, pois fizeram ajustes nos últimos anos, para trabalharem em um regime de menor dependência da inflação elevada.

3 - Agregados monetários

Depois de registrar, no mês de dezembro de 1993, uma taxa de crescimento nominal de 84% (Tabela 1) na média dos saldos diários, refletindo a aceleração sazonal das transações da economia nesse período, a base monetária apresentou, em janeiro, um arrefecimento de demanda por moeda, que resultou numa expansão nominal de apenas 12%. Tendo-se em conta uma inflação de 40,3% no primeiro mês do ano, segundo o IPC-FIPE, esse agregado monetário mostrou uma contração real no período.

Em fevereiro, a base monetária voltou a crescer significativamente, 43% na média dos saldos diários em valores nominais, o que significou uma expansão real, considerando-se a inflação de 38,2%, medida também pelo IPC-FIPE.

Tabela 1

Evolução, mês a mês, da base monetária, dos meios de pagamento e do IPC-FIPE — 1993 e jan.-fev./94

PERÍODOS	BM (1)	M1 (2)	M2 (3)	M3 (4)	M4 (5)	IPC-FIPE (%)
1993						
Jan.	8,0	2,0	23,0	23,0	27,0	27,4
Fev.	19,0	27,0	28,0	31,0	26,0	25,1
Mar.	17,0	15,0	27,0	26,0	28,0	25,2
Abr.	25,0	33,0	25,0	25,0	28,0	28,7
Mai	23,0	18,0	25,0	28,0	28,0	29,1
Jun.	33,0	35,0	30,0	31,0	31,0	30,5
Jul.	28,0	22,0	34,0	33,0	33,0	30,9
Ago.	25,0	32,0	35,0	35,0	36,0	34,0
Set.	31,0	31,0	32,0	33,0	32,0	34,1
Out.	35,0	33,0	41,0	41,0	40,0	35,2
Nov.	36,0	38,0	39,0	40,0	39,0	35,8
Dez.	84,0	76,0	35,0	39,0	41,0	38,2
1994						
Jan.	12,0	11,0	47,0	48,0	44,0	40,3
Fev.	43,0	-	-	-	-	38,2

FONTE: BACEN.

NOTA: A BM e o M1 representam a média dos saldos diários, e os demais agregados referem-se à variação percentual, no final do mês, dos saldos em relação ao mês anterior.

(1) Base monetária é o papel-moeda em circulação 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.

Quanto aos fatores condicionantes da BM (Tabela 2), o principal fator de expansão, nos dois primeiros meses do ano, foram as operações do setor externo, basicamente compra de divisas (troca de dólares por cruzeiros reais), devido, sobretudo, ao ingresso de recursos externos no País. O fluxo líquido em janeiro foi de CR\$ 1,2 trilhão, enquanto, em fevereiro ficou por volta de CR\$ 1,1 trilhão.

Com o objetivo de neutralizar os efeitos expansionistas desse agregado, o Governo colocou liquidamente títulos públicos federais no montante de aproximadamente CR\$ 1,8 trilhão em janeiro e de CR\$ 522 bilhões em fevereiro, sendo que, neste último mês, apenas parte das pressões foram compensadas pela venda líquida de papéis do Governo, a qual se constituiu, nesse início do ano, no principal fator contracionista da base monetária.

Tabela 2

Principais fatores condicionantes da base monetária
no Brasil — 1993 e jan./94

PERÍODOS	(CR\$ milhões)			
	TESOURO NACIONAL	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ (1)
1993				
Jan.	-7 035	-11 961	11 018	-3 518
Fev.	14 225	19 437	-12 071	645
Mar.	-7 756	24 429	12 612	1 807
Abr.	-8 763	12 440	6 492	-563
Mai	-42 091	4 782	62 197	-2 022
Jun.	-2 567	7 136	30 896	-503
Jul.	22 421	-70 396	106 627	-824
Ago.	36 553	-68 018	87 414	-687
Set.	-50 941	203 493	23 047	-153 045
Out.	28 123	-247 624	371 061	-905
Nov.	-49 857	-153 469	439 071	-1 098
Dez.	-17 326	375 131	387 717	-3 348
1994				
Jan.	109 164	-1 253 668	1 248 306	-2 815

FONTE: BACEN.

NOTA: Variações de saldos no período.

(1) Inclui apenas os custos sobre deficiências de reservas bancárias.

Quanto aos meios de pagamento, o conceito restrito (M1) expandiu-se, em janeiro, 11% na média dos saldos diários, apresentando uma contração real em relação a dezembro, considerando-se a inflação do primeiro mês do ano.

Os demais conceitos evoluíram acima do nível geral de preços, ressaltando-se que o M4 registrou o menor crescimento nominal (44%) em função da queda real observada no estoque de títulos privados, basicamente de CDB.

Especificamente com relação à pressão que a entrada de recursos externos vem exercendo sobre a BM, o Governo vem tomando uma série de medidas com a finalidade de minimizar o seu efeito.³

Em 1993, o BACEN já havia imposto uma série de restrições ao ingresso de investimentos externos, entretanto elas ainda não foram suficientes para reduzir o interesse do capital externo pelo mercado financeiro brasileiro, cujas taxas de juros reais praticadas (por volta de 20% a 25% ao ano) continuam atraindo fortemente o capital financeiro internacional.⁴

As oportunidades de lucro derivadas da enorme diferença entre as taxas de juros no mercado internacional e no nacional, na realidade, deram origem a uma série de operações, instrumentos financeiros de estratégias⁵ que beneficiam, em primeiro lugar, as empresas e as instituições financeiras que operam com dólar. O perdedor maior é o Governo, que sustenta os juros altos, ampliando o serviço da dívida interna.

Essas sucessivas medidas de proibição de aplicações de investidores externos no mercado financeiro brasileiro (principalmente no mercado de renda fixa) certamente conseguiram reduzir o volume de ingresso de capital externo, mas não evitaram, e jamais conseguirão impedir, que investidores mais criativos se aproveitem das oportunidades de arbitragem entre taxas externas e internas.⁶ A única forma efetiva seria reduzir os juros internos a um nível que tornasse os títulos internos desinteressantes. Só que isso é inviável num momento em que o Governo pretende usar a política monetária de juros altos como instrumento de controle da moeda, na transição do novo indexador, a URV, para a nova moeda, o real.

Conclusão

O Programa de Estabilização Econômica está posto aos agentes econômicos, faltando apenas delinear claramente como será a operacionalização da terceira fase, que é a da mudança do padrão monetário para o real.

³ Para mais informações sobre essas medidas, ler, nesta revista, o texto sobre o setor externo.

⁴ O juro real internacional situa-se por volta de 4% ao ano.

⁵ São *export notes*, aluguel de lastro de exportação, *swaps* de dólar por CDI, etc.

⁶ Um exemplo de como tirar proveito das elevadas taxas de juros praticadas no mercado financeiro brasileiro é, por exemplo, o aluguel de lastro de exportação, que é um meio de uma empresa que não exporta se beneficiar da arbitragem de taxas de juros internas e externas. Consiste num contrato passado em cartório, pelo qual um exportador admite que terceiros emitam *expot notes*, tendo como garantia seu contrato de exportação. É uma forma, também, de empresas tomarem empréstimos mais baratos do que se fossem a um banco pedir capital de giro.

Contudo é importante que, no momento da criação da nova moeda, os agentes econômicos acreditem que ela definitivamente não precisará mais de mecanismos de indexação. Essa credibilidade deverá originar-se não só do equilíbrio orçamentário em 1994, mas também do sucesso da segunda fase, em que todos os contratos deverão convergir para um mesmo indexador (URV), preparando, assim, a mudança para o novo padrão monetário (real).

Também são um fator importante para a credibilidade do Programa as mudanças institucionais que assegurem a efetiva separação entre os processos monetário e fiscal e que permitam recuperar o crédito do Tesouro Nacional definitivamente, buscando, assim, a garantia institucional de que não haverá possibilidade de emissão de moeda para resolver problemas de solvência do Tesouro.

No primeiro momento da implantação do real, essa situação pode ser minimizada pelos efeitos fiscais positivos do Fundo Social de Emergência, que reduzem o efeito expansionista do Tesouro Nacional sobre a emissão monetária.

Finalmente, deve-se ressaltar que questões relativas ao lastro da nova moeda — só reservas cambiais ou reservas cambiais mais ativos públicos (especialmente ações de estatais) — e à definição da política cambial — câmbio fixo ou em bandas estreitas de flutuações — são dúvidas para as quais o próprio Governo ainda não tem solução.

Bibliografia

ARIDA, Persio, org. (1986). **Inflação zero; Brasil, Argentina e Israel**. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

NOTA PARA IMPRENSA (1994). Brasília: BACEN/ Departamento Econômico, fev.