
1994: A POLÍTICA MONETÁRIA DA ESTABILIZAÇÃO*

Edison Marques Moreira**

O Programa de Estabilização Econômica do ex-Ministro da Fazenda (agora eleito Presidente da República) Fernando Henrique Cardoso (Plano FHC), anunciado em dezembro de 1993, foi implementado ao longo do ano de 1994, através de três fases distintas.

A primeira foi a do estabelecimento de um ajuste fiscal para os anos de 1994 e 1995, com estimativa de um déficit igual a zero no conceito operacional. Para isso, o Governo trabalhou desde o segundo semestre de 1993. Essa etapa se encerrou com a aprovação pelo Congresso do Fundo Social de Emergência (FSE), cujo principal objetivo era 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 teve início a partir de 1º de março, com a adoção da Unidade Real de Valor (URV). Através dela, o Governo pretendeu adequar os preços da economia a um único indexador, promovendo a sincronização de todos os reajustes de preços e rendimentos. Tal fato visava facilitar, na terceira fase, a implementação de um novo padrão monetário na economia, o real, que substituiria o cruzeiro real.

A URV, na Medida Provisória nº 434, que a instituiu, tinha o *status* legal de uma moeda, ainda que valesse apenas como unidade de conta e não tivesse 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.

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

A partir de um diagnóstico de que a inflação brasileira, naquele momento, era predominantemente inercial, a equipe econômica, com a adoção da URV, pretendeu organizar o processo de fixação de preços na economia, de forma a eliminar o componente inercial da inflação numa nova unidade de conta.

Sincronizar inteiramente os reajustes de preços mostrou-se inviável. Dentre os vários problemas, destacaram-se as dificuldades de negociação entre os agentes

* Este texto foi elaborado com informações obtidas até 15 de dezembro de 1994.

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

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

econômicos ao longo da cadeia produtiva, bem como a demora de certos setores em aderirem ao novo indexador, com alguns deles, inclusive, tendo que sofrer a arbitragem do Governo, pois não conseguiram solucionar seus conflitos (escolas, aluguéis, etc.).

A última fase do Programa deu-se a partir de 1^o de julho, com a mudança do padrão monetário de cruzeiro real (CR\$) para o real (R\$).

Na passagem para a nova moeda, uma URV ficou valendo um real (R\$ 1,00). Com a finalidade de lastrear a emissão da nova moeda (real), o Governo utilizou o dólar, sendo que, para cada real em circulação, teria que haver um dólar depositado numa conta especial do BACEN, denominada Reservas Internacionais Vinculadas. Esse lastro deveria manter-se por tempo indeterminado.

As metas quantitativas para a emissão de reais ficaram fixadas assim pelas autoridades monetárias: até 30 de setembro, R\$ 7,5 bilhões; até 31 de dezembro, R\$ 8,5 bilhões; até 31 de março de 1995, R\$ 9,5 bilhões. Em circunstâncias excepcionais, o limite de cada trimestre pode variar 20% para cima ou para baixo, por decisão do Conselho Monetário Nacional (CMN).

Com o objetivo de regulamentar assuntos ligados à emissão de reais, foi criada a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito, que passou a atuar junto ao CMN.

Desde a implantação desta última fase — Plano Real —, a economia brasileira convive com inflação baixa, sem que o Governo tenha recorrido ao congelamento de preços, como em tentativas anteriores de estabilização.

Isso deve-se principalmente a três causas: primeiro, o Plano foi convincente e ganhou credibilidade junto à sociedade como um todo, segundo, terminou a indexação generalizada na economia; e, terceiro, as remarcações de preços em final de junho — despedida da URV — criaram margens de folga, que puderam ser absorvidas nos meses seguintes pela maioria dos agentes econômicos.

Assegurar o sucesso do Plano dependeu sobretudo do controle quantitativo da moeda — a mais importante das condições —, do acerto das contas públicas, não apenas em regime de caixa, mas também em regime de competência, e do aumento da competitividade da economia via maior liberalização das importações.

Este texto analisa a política monetária empregada pelas autoridades monetárias ao longo das diferentes etapas do Plano FHC, com ênfase no período do Plano Real.

A política monetária e o comportamento dos agregados monetários

Nos quatro primeiros meses do ano, a base monetária (BM) apresentou variação negativa pela média dos saldos diários. Essa situação foi influenciada principalmente pela realização por parte do Governo de operações com títulos públicos federais, que apresentaram, nesse período, um saldo negativo. O objetivo, nesse caso, ficou claro, isto é, as autoridades monetárias desejavam retirar dinheiro de circulação para restringir a liquidez da economia e evitar pressões sobre a inflação, que, naquele momento, era elevada com perspectiva de ascensão.

A partir de maio, as autoridades monetárias reduziram essa prática de enxugar a liquidez através desse instrumento de política monetária, e essas operações passaram a ser expansionistas nos demais meses do ano.

Desde então, o Tesouro Nacional tornou-se o principal fator contracionista da base monetária, devido à ocorrência de sucessivos superávits de caixa. Essa situação se estendeu ao longo do ano.

Pelo lado expansionista, o mais forte fator de expansão da base monetária até junho foram as operações do setor externo, em função principalmente da entrada de capital financeiro no País, face às elevadas taxas de juros praticadas no mercado interno.

Em julho, com a implantação do Plano Real, verificou-se uma queda das taxas de inflação na economia e, por decorrência, das taxas de juros nominais. Essa situação provocou um processo de remonetização, na medida em que se reduziu significativamente o custo de oportunidades diário de se reter moeda e de se manter saldos em depósitos à vista. As autoridades monetárias, com o objetivo de controlá-la, tomaram inicialmente uma série de medidas visando limitar o crescimento do crédito e do consumo.

Entre as medidas mais significativas estavam aquelas que reduziam a elevação de 50% para 100% da parcela dos depósitos compulsórios e, também, o recolhimento de 20% sobre os depósitos a prazo. Em ambos os casos, o percentual que era recolhido incidia somente sobre recursos novos, isto é, todo o dinheiro depositado em conta corrente (depósitos à vista) que excedesse a média dos valores depositados em junho teria que ser compulsoriamente recolhido ao BACEN nos níveis estipulados.

Junto com esse rígido controle sobre o volume da nova moeda na economia, o Governo promoveu também uma política de câmbio fixo por tempo indeterminado. Para as autoridades monetárias, a situação confortável das reservas internacionais naquele momento, de cerca de US\$ 38 bilhões pelo conceito de liquidez internacional, e a antecipação dos adiantamentos dos contratos de câmbio (ACCs), principalmente ao longo dos últimos quatro meses do primeiro semestre, pelos exportadores brasileiros, com a finalidade de aplicar os recursos junto ao mercado financeiro, em função dos juros elevados praticados nesse período, facilitariam a estabilidade cambial.

Especificamente para controlar a pressão monetária advinda do ingresso de recursos externos, sobretudo do capital financeiro de curto prazo (*smart money*), o Governo passou a utilizar a estratégia de fazer com que a taxa de compra do dólar fosse menor do que a de venda, na qual um dólar valia um real. Isso passou a significar uma penalização para qualquer compra de câmbio, pois nem sempre a taxa de juros seria suficiente para zerar essa perda e proporcionar um ganho ao investidor, ainda mais que as aplicações financeiras são bastante tributadas no País.

Nos primeiros cinco meses do ano, a entrada de dólares provocou mais emissão de moeda do que o déficit do Governo (Tabela 1).

Um outro foco de pressão sobre a meta estabelecida de política monetária foram os bancos oficiais federais e estaduais (principalmente estes últimos), através da conta de assistência financeira de liquidez. Para atenuar a falta de liquidez dos bancos estaduais durante o Plano Real, as autoridades monetárias realizaram trocas de títulos dos Tesouros Estaduais por Letras do Banco Central (LBC), reduzindo, assim, a situação de dependência do sistema privado na busca de recursos para cobrir posições deficitárias no dia-a-dia.

No primeiro mês do real, a base monetária apresentou uma expansão nominal de 84% em termos de média dos saldos diários. Segundo o Banco Central (BACEN, 1994), dentre os componentes da base, a remonetização ocorreu de forma mais acentuada na primeira semana no caso da emissão de papel-moeda e gradativamente, ao longo do mês, para as reservas bancárias. Esse crescimento das reservas bancárias foi decorrente, principalmente, da taxa compulsória de 100% recolhida sobre os acréscimos de depósitos à vista.

Tabela 1

Principais fatores condicionantes da base monetária no
Brasil - jan.-out./94

(R\$ milhões)

MESES	TESOURO NACIONAL	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ (1)
Jan.	537	-2 245	1 812	-8
Fev.	379	-912	1 616	-6
Mar.	-366	-402	1 497	-10
Abr.	-275	-809	1 727	-5
Mai	-1 273	24	1 957	-4
Jun.	-1 330	519	1 612	-6
Jul.	-1 109	5 185	139	14
Ago.	-1 238	2 852	13	14
Set.	-1 433	3 878	9	137
Out.	-6 645	814	337	397

FONTE: BACEN.

NOTA: Variações de saldos no período.

(1) Inclui recebimento de operações especiais.

A remonetização deu-se, portanto, exclusivamente pelo aumento da demanda por papel-moeda e dos depósitos à vista, não resultando de pressões advindas dos fatores condicionantes da base monetária. Assim, fontes que tradicionalmente provocam emissão de moeda, como o Tesouro Nacional e as operações de assistência financeira de liquidez, foram contracionistas em julho.

As operações do setor externo, o fator que, como foi dito acima, mais pressionou a base monetária no primeiro semestre do ano, registraram expansão média de apenas R\$ 139 milhões.

Com relação aos meios de pagamento (M1), cujos componentes são papel-moeda em poder do público e os depósitos à vista, verificou-se, em julho, uma expansão de 69% em termos da média dos saldos diários. Enquanto o papel-moeda em poder do público cresceu 64% em julho pela média dos saldos diários, os depósitos à vista, por sua vez, expandiram-se em 72%, segundo o mesmo critério. O aumento dos depósitos

foi devido ao fato de que houve queda abrupta dos juros nominais, que passaram de 52% no final de junho para 8,3% ao mês no início de julho, o que significou uma sensível redução (em termos) da perda financeira na manutenção de ativos em aplicações não remuneradas. A regra de se recolher 100% dos depósitos adicionais ao BACEN inibiu o processo de multiplicação dos depósitos através do sistema bancário, permitindo o controle do crescimento desse agregado.

Considerando-se o agregado monetário mais amplo (M4), este apresentou crescimento nominal de 12% no mês de julho.

Entre os componentes do M4, tanto o M1 como os depósitos em poupança aumentaram a sua participação nesse agregado, enquanto os demais itens, títulos do Governo e títulos privados, reduziram a sua participação.

Em meados de agosto, a expansão da BM atingiu R\$ 8,5 bilhões, isto é, R\$ 1 bilhão além da meta monetária fixada para o primeiro trimestre de vigência do real. Essa situação alertou o Governo para a possibilidade de um processo de remonetização da economia em um ritmo pernicioso para a estabilidade.

Para fazer frente a essa forte expansão da BM, o Governo utilizou-se de um procedimento já delineado na própria medida provisória do Plano Real, qual seja, a possibilidade de a meta de cada trimestre poder variar 20% para cima ou para baixo por decisão do CMN. Para o trimestre de julho a setembro, ela se elevou para R\$ 9 bilhões.

Diante da possibilidade de um descontrole monetário e preocupado com o efeito psicológico que esse fato teria sobre as expectativas dos agentes econômicos, pois o controle da base monetária era considerado pelo Governo como uma das âncoras do Plano, o BACEN anunciou, no início de setembro, um novo aperto no crédito para minimizar uma possível expansão da demanda: ampliou de 20% para 30% o recolhimento compulsório incidente sobre os depósitos a prazo e sobre a captação líquida nas cadernetas de poupança.

Em consequência das mudanças, as taxas de juros, em setembro, elevaram-se. No início do Plano Real, as taxas de juros estavam em torno de 8,3% e foram sendo reduzidas gradativamente. Em agosto, a sua queda foi interrompida pelo BACEN, devido à previsão de a inflação para o mês ser superior à esperada pelo Governo e também pelo receio de incentivar o consumo.

Entretanto, como as metas para a expansão da moeda também foram superadas no trimestre de julho a setembro, pois não deveriam ultrapassar R\$ 7,5 bilhões em setembro e ficaram em R\$ 11,2 bilhões — bem acima da folga de 20% permitida —, o BACEN resolveu alterar as metas e o conceito da base monetária. Para o trimestre out.-dez., o limite foi aumentado de R\$ 10,21 bilhões para R\$ 17,392 bilhões, já incluída a correção de 20%. As metas de emissão do real para 1995 foram suspensas e só serão definidas no início do ano.

Quanto ao novo conceito da BM, o Governo propôs uma ampliação da sua definição tradicional, que engloba apenas o passivo monetário do BACEN, papel-moeda emitido (ou em circulação) mais reservas bancárias. A sugestão é que seja incluído também o passivo não monetário, como, por exemplo, os Bônus do Banco Central (BBCs), títulos do Banco Central usados para operações de zeragem automática do mercado aberto com as instituições financeiras privadas.

O argumento é que os BBCs, por sua liquidez, equivalem ao que, num sistema financeiro desenvolvido, seriam as reservas bancárias voluntárias, que são incluídas no conceito da base monetária.

Tabela 2

Evolução, mês a mês, da base monetária, dos meios de pagamento e do IPC-FIPE no Brasil - jan.-out./94

(*)

MESES	BM (1)	M1 (2)	M2 (3)	M3 (4)	M4 (5)	IPC-FIPE
Jan.	-18	-20	10,9	15,8	23,4	40,3
Fev.	-2	2	10,8	15,7	22,9	38,1
Mar.	-10	-10	9,9	14,6	21,9	41,9
Abr.	-2	2	10,6	15,3	22,7	46,2
Mai	1	-4	10,7	15,7	23,4	45,1
Jun.	5	7	10,2	15,9	22,8	50,7
Jul.	84	69	11,1	17,6	24,4	6,9
Ago.	40	21	10,8	17,4	24,6	1,9
Set.	24	20	10,8	17,2	24,7	0,8
Out.	14	11	10,6	17,1	25,2	3,1

FONTE: BACEN.

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

Não há reserva voluntária no Brasil, pelo alto custo que isso representaria para o sistema num regime de inflação elevada. Com a inflação baixa, isso poderia ocorrer.

Com relação à *performance* da BM, observa-se pela Tabela 2 que o seu crescimento vem declinando após o mês de julho, indicando uma amenização do processo de remonetização e comprovando o acerto das medidas tomadas pelo Governo com o objetivo de controlar a expansão da liquidez na economia pós-real.

Mesmo assim, devido à proximidade do fim do ano, período em que normalmente há uma forte expansão da BM, devido ao recebimento do 13^o salário por parte dos trabalhadores e ao forte apelo ao consumo com as festas, o Governo, para evitar pressões de demanda, editou mais algumas medidas, visando restringir ainda mais o crédito e, conseqüentemente, dando um novo aperto à liquidez na economia.

Em 20 de outubro, o BACEN anunciou a criação de um compulsório de 15% sobre qualquer nova operação feita a partir daquela data. Anteriormente, a autoridade monetária já havia limitado o fornecimento de crédito a 90 dias.

O compulsório incidiu sobre as operações de adiantamento, empréstimos, financiamento e crédito de qualquer natureza. Supunha-se na ocasião que o estoque de empréstimos atingidos seria de R\$ 40 bilhões. Ou seja, se todo esse volume fosse renovado, as instituições financeiras teriam de recolher 15% do total ao Banco Central (sem remuneração).

Outra medida anunciada foi a adoção de um compulsório de 30% sobre o estoque de operações de "assunção da dívida" feitas por bancos junto a importadores. Trata-se da venda de uma dívida de importação por um banco que, por sua vez, alonga o prazo de vencimento, tomando uma linha de crédito no Exterior. Com isso, o importador liquidava de imediato a dívida, e o banco obtinha recursos que podiam ser usados inclusive para financiamento ao consumo.

Essa operação de assunção de dívida do lado da importação é equivalente aos adiantamentos de contratos de câmbio do lado das exportações, que já havia sido restringida, anteriormente, em termos de prazo. As duas providências, se olhadas em conjunto, além de terem um impacto sobre a liquidez, têm um efeito sobre o câmbio: a soma do ACC e do pré-pagamento do lado da exportação tendia a aumentar a oferta de dólares de um lado, enquanto a assunção da dívida de importação levava a adiar a demanda por dólares do outro. O resultado era uma valorização de real ante o dólar. Portanto, aliviar a pressão sobre o câmbio foi outro objetivo desta última medida de restrição ao crédito.

Em dezembro, o Governo baixou novas medidas de arrocho ao crédito. Através da Circular nº 2.511, de 2 de dezembro de 1994, o BACEN procurou fechar todas as alternativas encontradas pelas instituições financeiras para escaparem do recolhimento compulsório sobre as operações de crédito e de captação de recursos a prazo.² As operações montadas pelos bancos envolviam a compra de um bem de uma empresa não financeira e, depois, a revenda para a mesma pessoa jurídica ou para outra instituição. Estavam listadas nessa categoria as transações denominadas de aluguel de bens, as aquisições de participações societárias com possibilidade de revenda e as assunções de dívidas que viabilizassem a captação de recursos com base em *export notes*, certificados de mercadoria e ouro.

A princípio, as operações ativas (empréstimos) estão sujeitas a um compulsório de 15%, e as captações, a um recolhimento de 30%.

Por meio da circular acima citada, as autoridades monetárias também procuraram impedir que as instituições financeiras continuassem capitalizando as empresas de *factoring*, além de determinarem que as operações de *export notes* passem a ser registradas na Central de Custódia e de Liquidação Financeira (CETIF), a partir de 1º de janeiro do ano que vem.

² Anteriormente, os bancos podiam, via operações de engenharia financeira, captar recursos sem emitir Certificados de Depósito Bancário (CDBs). Por isso, captavam sem ter de recolher o depósito compulsório. As operações de *box* na Bolsa de Valores, por exemplo, foram utilizadas para que um banco repassasse caixa para uma empresa não financeira do mesmo grupo. Essa empresa, como não estava obrigada a seguir as regras do BACEN, poderia emprestar esses recursos a outras empresas pelo prazo maior do que três meses e sem recolher o depósito compulsório.

Depois da edição das medidas acima, na prática, só restou aos bancos duas formas de captar recursos: venderem títulos federais ao Banco Central e CDBs no mercado.

A primeira alternativa depende da política monetária do BACEN, e a segunda, da pressão do setor privado por crédito. Isto é, os bancos só vão captar recursos se tiverem a quem repassá-los. Por essa razão, não é certo o seu impacto sobre os juros em dezembro, pois as taxas só irão subir se os bancos tiverem que aumentar a sua captação (ocorrer pressão de demanda sobre o crédito).

Considerando todas as regras de recolhimento dos compulsórios desde o Plano Real até o início de dezembro, o Governo retirou de circulação cerca de R\$ 42 bilhões, o que equivale a 25% do estoque dos meios de pagamento no seu conceito mais amplo, o M4.³

Na contabilidade do sistema bancário, esses recursos — em títulos públicos ou em espécie — são abatidos da conta das reservas bancárias e colocados numa outra rubrica, a de encaixes compulsórios. No balancete do BACEN, aparecem no lado do passivo da instituição.

Um ano de adaptação do setor financeiro

O setor financeiro reagiu sem sobressaltos à introdução da URV como indexador dos contratos na economia. Inicialmente, houve uma redução das operações de crédito, enquanto os bancos analisavam as medidas e avaliavam seu impacto. A adoção da URV deu-se de forma gradual, atingindo, de início, algumas operações, como a emissão de CDB.

Com a entrada em vigor do real, houve uma redução da inflação para níveis de um dígito, e os bancos deixaram de ter os elevados ganhos inflacionários, isto é, aqueles provenientes do *floating*, ou seja, obtidos com a aplicação de recursos em trânsito ou parados na conta dos clientes.

Para compensar a perda da receita com o *floating*, os bancos partiram para a retomada do crédito e para a cobrança de tarifas antes, em alguns casos, inexistentes ou subestimadas.

Em relação aos ativos financeiros, pode-se dizer que, com a entrada em vigor do Plano Real, as regras das cadernetas de poupança não foram alteradas. Ocorreu apenas uma elevação do redutor da Taxa Referencial de Juros (TR), que corrige os saldos da poupança, de 1,2% para 1,6%, o que significou um ganho menor para o aplicador. Na realidade, segundo o Governo, se fosse mantido o antigo redutor e se o cálculo da TR continuasse sendo feito com base nos Certificados de Depósitos Interbancários (CDIs), o rendimento da poupança seria bem maior que o de outros tipos de aplicações, o que poderia ocasionar uma corrida para esse tipo de ativo. O grande volume de depósitos na poupança traria um desconforto para o setor de crédito imobiliário, porque os bancos não teriam como repassar os recursos para o mercado na mesma velocidade.

³ Em 30 de junho de 1994, antes, portanto, da reforma monetária, os depósitos compulsórios totalizavam R\$ 13,5 bilhões (montante que inclui também o compulsório sobre todos os depósitos judiciais).

A convivência do sistema financeiro com uma economia estável deve provocar um processo de reestruturação do setor, com a especialização de cada instituição financeira em uma área específica ou pelo processo de fusão.

Ao longo dos primeiros meses do Plano Real, algumas instituições financeiras de pequeno porte foram fechadas. Com o intuito de evitar uma crise de confiança sobre o mercado, caso essa situação se estendesse a bancos de maior porte, o Governo resolveu afrouxar o acesso ao redesconto do BACEN, principalmente para as instituições de pequeno porte. Em julho, o BACEN criou duas linhas de redesconto com prazos de sete e de 15 dias e juros de 6% ao ano acima das taxas de mercado. Os empréstimos das duas linhas foram limitados a R\$ 10 milhões. Em 23 de novembro, as autoridades monetárias decidiram que os bancos com recursos de até R\$ 15 milhões em depósitos a prazo (CDBs) ficavam isentos do compulsório. Esse limite fez com que cerca de um terço do sistema bancário se beneficiasse com essa medida.⁴

No final de novembro, o CMN aprovou a criação de uma linha de empréstimo especial de médio prazo para bancos múltiplos com carteira comercial, bancos comerciais e caixas econômicas, visando permitir ao sistema financeiro ajustar-se ao ambiente de inflação baixa.

O BACEN passou a financiar os bancos em dificuldades com uma linha de redesconto de 90 dias, prorrogáveis uma única vez, a critério do Banco Central, por outros 90 dias.

A taxa a ser cobrada foi estipulada em 6% ao ano, mais a taxa média das transações efetuadas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC). A nova linha não elimina as já existentes, de curto e curtíssimo prazos, nem discrimina qualquer tipo de instituição, sejam oficiais, sejam privadas.

Um outro problema que transpareceu com a inflação foi o relativo aos bancos estaduais, os quais tinham que financiar diariamente os títulos de seu Governo e que passaram a encontrar dificuldades no mercado para isso, devido à restrição de crédito imposta pelas autoridades monetárias.

Essas operações funcionavam da seguinte forma: bancos pequenos pagavam juros sobre CDIs mais baixos aos grandes bancos — que, com sobra de caixa, eram os que acabavam realmente financiando os títulos do Governo, já que as instituições pequenas não tinham condições de bancar as operações sozinhas — e recebiam juros altos dos bancos estaduais.

Com o aperto de liquidez, os grandes bancos passaram a restringir o crédito aos bancos pequenos, e a cadeia tendeu a se romper, pois os pequenos bancos ficaram sem recursos para honrar as operações, e alguns bancos estaduais passaram a ter maior dificuldade para financiar suas carteiras. Diante dessa situação, o BACEN acabou flexibilizando, também, as regras de recolhimento compulsório de recursos para os bancos estaduais, com a finalidade de melhorar a liquidez dessas instituições.

Os efeitos do aperto monetário provocado pelo recolhimento dos depósitos compulsórios fizeram-se sentir, também, de forma significativa sobre as financeiras. Segundo a Associação Nacional das Instituições de Crédito, Financiamentos e Inves-

⁴ Desde a edição do Plano Real até início de dezembro, oito bancos, oito corretoras e cinco distribuidoras sofreram um processo de liquidação.

timentos de Crédito (ACREFI), o estoque de empréstimos intermediados por essas instituições caiu cerca de 70% desde que o BACEN começou a restringir as operações de crédito. O volume de crédito tomado por pessoas físicas para aquisição de bens de consumo e para crédito pessoal era de R\$ 1,9 bilhão em julho e caiu para R\$ 498 milhões em novembro.⁵

Em relação às Bolsas de Valores, o arrocho ao crédito fez com que caísse o movimento, uma vez que as instituições financeiras respondiam por aproximadamente 40% dele, enquanto o setor externo, por cerca de 20%. Os negócios no mercado acionário saíram de uma média diária de R\$ 400 milhões entre julho e setembro para R\$ 260 milhões em novembro.

A caderneta de poupança, segundo a Associação Brasileira de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP), apresentou uma captação líquida de R\$ 2,1 bilhões no primeiro mês da nova moeda, com um acréscimo real de 8,2% sobre o saldo de R\$ 24,5 bilhões de 30 de junho.

Em agosto, ela fechou o mês com uma captação líquida negativa, se comparada à de julho, o que indica uma reversão do processo de migração de recursos direcionados a esse tipo de aplicação financeira. Entretanto não foi apenas a caderneta de poupança que perdeu recursos em agosto. Os CDBs, os Recibos de Depósitos Bancários (RDBs) e os fundos de *commodities*, que somavam com a caderneta de poupança 83,6% da poupança financeira, também perderam depósitos.

Em contrapartida, ocorreu nesse mês um crescimento das captações de outras alternativas de aplicação financeira, principalmente fundos de renda fixa, fundos de ações e os de carteira livre, em função das suas elevadas rentabilidades médias mensais, por exemplo, enquanto em agosto a poupança apresentava um rendimento nominal de 2,64%, os fundos de ações tinham uma rentabilidade de 18,74%.

No sentido de dar impulso maior às aplicações em poupança, o BACEN diminuiu, em julho, o redutor da TR de 1,4% para 1,2%. Anteriormente, pelo mesmo motivo, ele havia passado de 1,6% para 1,4%.

Na área dos juros, a queda da inflação com o Plano Real e a perspectiva de mantê-la baixa levaram o CMN a definir, no último dia de novembro, para vigorar, a partir de 1º de dezembro, por três meses, a primeira Taxa de Juros a Longo Prazo (TJLP), a qual foi fixada em 26,01% e vai corrigir os financiamentos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para o setor produtivo.

A metodologia para o cálculo da TJLP consiste na média ponderada de títulos da dívida externa federal, com peso de 70% no máximo, e de títulos da dívida pública mobiliária interna federal, com peso de, no mínimo, 30%. Só comporão o cálculo da TJLP títulos da dívida externa com prazo mínimo de resgate de dois anos e títulos da dívida interna de prazo superior a seis meses.

A criação da Taxa de Juros a Longo Prazo tem várias implicações importantes.

Uma delas é que deverá desestimular as empresas a buscarem recursos no mercado externo, lançando eurobônus. Isto porque o custo e o prazo que elas poderão obter no BNDES serão comparáveis. Como o Governo quer evitar uma valorização adicional do real, o efeito é positivo.

⁵ Esses números incluem financeiras e bancos.

Outro impacto esperado é o aumento dos investimentos, que, se ocorrer em larga escala, como o Governo espera, poderá fazer dobrar o valor da estimativa de empréstimos para o próximo ano, hoje em R\$ 4,5 bilhões.

Considerações finais

A política monetária desenhada pelo Governo no Plano Real introduzia metas quantitativas de controle da moeda, restrições de crédito e taxas de juros elevadas como formas de controlar a inflação, que havia sido reduzida substancialmente com a passagem da fase da URV para a do real.

A utilização desse instrumental caracterizava a adoção por parte do Governo de uma política monetária restritiva, pois tinha a finalidade de conter a demanda.

O objetivo foi atingido, porque a inflação se manteve, no segundo semestre, em níveis relativamente baixos, e o processo de remonetização esgotou-se sem que o nível de consumo se expandisse descontroladamente, a exemplo do Plano Cruzado.

Destacadas pelo Governo como sendo uma das âncoras do Plano Real junto com a taxa de câmbio, as metas de emissão de moeda tiveram que ser reavaliadas ao longo do semestre, devido à impossibilidade de se prever com segurança qual seria a demanda por moeda no País, em uma situação de estabilização. Isso implicou correções que, para o público em geral, passaram, em determinado momento, uma falsa sensação de desequilíbrio monetário expansionista, com algum grau de nocividade sobre as expectativas dos agentes econômicos.

Essa situação, entretanto, não perdurou e, portanto, não se refletiu no nível geral dos preços, tanto é que, para dezembro, as autoridades monetárias esperam uma inflação menor do que a do mês de novembro.

Especificamente, deve ser considerado que tal situação ocorreu porque o Governo pensou em controlar uma variável monetária que não era a mais adequada no momento, dada, como já foi dito, a falta de referencial sobre a intensidade da demanda por moeda por parte dos agentes econômicos em função da queda da inflação. Os maiores candidatos a essa categoria seriam as várias definições de meios de pagamento — principalmente o M4 —, ou de crédito, devido ao alto grau de liquidez que possuem.

Aliás, percebendo isso, as autoridades monetárias adotaram um novo conceito de base monetária (base monetária ampliada), que contabiliza, além do papel-moeda emitido e das reservas bancárias, as Letras do Banco Central e todos os títulos de emissão do Tesouro Nacional. Os recolhimentos compulsórios feitos em espécie também integram o novo conceito de base.

Apesar dos resultados positivos alcançados pelo Plano Real até dezembro, deve-se, contudo, ressaltar uma forte contradição do mesmo nas relações entre os juros e o câmbio.

Os juros elevados adotados pelo Governo para auxiliar no controle da demanda atraem capitais externos em escala crescente e tendem a valorizar o real.

Para neutralizar essa tendência, que pressiona o dólar para baixo, o BACEN buscou, deliberadamente, provocar um déficit no movimento do câmbio comercial.

Com essa finalidade, foram dificultadas as operações de adiantamento de contrato de câmbio, bem como foram adotadas medidas que facilitavam as importações (por exemplo, redução de determinadas alíquotas de imposto sobre importações).

Na realidade, o Governo está sinalizando com essa política que não vai mais garantir a competitividade dos produtos dos exportadores brasileiros, comprando dólares para assegurar a cotação da moeda e, depois, emitindo títulos para enxugar a liquidez.

Para 1995, o Governo Fernando Henrique Cardoso, que começa em janeiro, deve pensar de imediato em medidas fortes de ajuste e de desenvolvimento do Plano Real, pois o instrumental utilizado pela equipe econômica para manter a inflação em níveis baixos no segundo semestre de 1994 praticamente se esgotou. Há agora necessidade de uma cirurgia mais profunda, isto é, reformas estruturais na economia que garantam, em definitivo, a sua estabilização e permitam que o País inicie uma trajetória de crescimento.

O processo de desindexação total da economia também deve ser articulado de imediato, embora alguns economistas acreditem que o segundo trimestre do ano seja o momento ideal, pois a inflação poderá mostrar um movimento de queda consistente, compondo um quadro fundamental para que ela ganhe credibilidade.

Por último, a forte contenção de crédito criada pelo Governo para segurar o consumo pós-real não pode perdurar, pois há riscos de incentivar a desintermediação financeira e, por elevar os juros, causar o aumento do custo da dívida pública interna, bem como passar a representar uma fonte de pressão inflacionária.

Bibliografia

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