

Política monetária: os reflexos da crise cambial*

*Edison Marques Moreira***

A mudança da política cambial a partir de 15 de janeiro de 1999, quando o País passou a praticar o câmbio flutuante, representou uma profunda alteração na política econômica do Governo, pois o câmbio era justamente a âncora do Plano Real.

O Banco Central (Bacen), ao adotar anteriormente o regime de banda cambial, utilizava, desde 1998, um processo de ampliação gradual da mesma, que se mostrou inviável após a transformação do cenário externo que se seguiu à crise da Rússia.

A partir de meados do primeiro mês do ano, ficou difícil segurar a política cambial que vinha sendo praticada e, em função disso, elevaram-se as taxas de juros e houve a troca do Presidente do Bacen — sendo que o substituído, Francisco Lopes, ficou praticamente uma semana no cargo, assumindo, então, Armínio Fraga. Esses acontecimentos levaram à formação de expectativas, por parte dos agentes econômicos, de recessão para o ano e provocaram, também, a elevada taxa de inflação.

O presságio de intensas nuvens negras em 1999 pautava qualquer análise sobre o desempenho dos principais indicadores da economia brasileira.

Através deste texto, analisa-se o comportamento da política monetária num cenário pós-desvalorização do real, bem como a evolução dos agregados monetários nos primeiros cinco meses do ano, além das razões da resistência à queda das taxas de juros de mercado e a sua influência sobre o desempenho dos ativos financeiros no período.

* O texto foi elaborado com informações obtidas até 30.06.99

** Economista, Técnico da FEE.

O autor agradece a colaboração das colegas Isabel Noemia Rückert e Maria Luiza Blanco Borsatto e, também, a do bolsista da FAPERGS Amílcar de Melo Pinto, assim como a dos estagiários Nataniel Cezimbra dos Santos e Rita Lodeiro Müller.

1 - O cenário pós-desvalorização do real

Em meados de janeiro deste ano, o País registrava um movimento contínuo de perda de reservas, cuja origem se encontrava no segundo semestre de 1998, fazendo com que o estoque de reservas internacionais líquidas — excluídos os recursos do Fundo Monetário Internacional (FMI) — atingisse um nível perigosamente próximo do limite mínimo de US\$ 20 bilhões estabelecido no Memorando Técnico de Entendimentos assinado entre o Brasil e o Fundo. Assim, o Governo viu-se diante da necessidade de preservar um patamar mínimo de reservas e optou por alterar a política cambial no sentido de possibilitar maior flutuação da taxa. No dia 13 de janeiro, Francisco Lopes substituiu Gustavo Franco na Presidência do Bacen, e foi anunciada a adoção de uma nova banda, com intervalo de R\$ 1,20 a R\$ 1,32 por dólar, assim como foi eliminada a chamada “minibanda”, o que significava que o Bacen só atuaria no mercado cambial quando a taxa encostasse em alguns dos limites da nova banda larga. Além disso, foi anunciada uma regra da mudança da banda ao longo do tempo tal que, quanto mais próxima estivesse a cotação do teto da banda, menor seria o ritmo de desvalorização do teto e do piso. Na prática, o Bacen anunciava que a desvalorização no ano seria algo entre 12% e 15%.

Certamente, essa banda só seria eficaz caso o mercado acreditasse que uma desvalorização desse nível fosse suficiente para reverter o desequilíbrio externo e para restaurar a confiança dos agentes econômicos. Os dois primeiros dias de operação da banda mostraram que isso não aconteceu. A cotação atingiu rapidamente o teto da banda e registraram-se fortes saídas de recursos. Com a intenção de preservar o seu estoque de reservas internacionais e de evitar um novo e grande aumento das taxas de juros, o Bacen anunciou, no dia 15, que não mais interviria no mercado para defender a banda cambial. No dia 18, era oficializado o novo regime de livre flutuação da taxa de câmbio, com a autoridade monetária propondo-se a intervir ocasionalmente e de forma limitada no mercado.

Embora a primeira reação dos mercados interno e externo tenha sido favorável à mudança, a trajetória da taxa de câmbio, a partir da livre flutuação em 15 de janeiro, foi de rápida desvalorização, tendo alcançado, em apenas duas semanas, o patamar de R\$ 1,90/US\$. Esse patamar se consolidou a partir de então, com alguma variação, para mais ou para menos, em alguns dias do mês de fevereiro.

No final do segundo mês do ano, as pressões sobre o mercado avolumaram-se, a taxa oscilou em torno de R\$ 2,00/US\$, ocorrendo algumas intervenções do Banco Central. No início de março, a taxa de câmbio chegou a alcançar R\$

2,20/US\$. Com relação à política monetária, havia controvérsia quanto ao nível de taxa de juros ideal naquele momento, mas o Governo optou por uma abordagem mais conservadora, praticando uma política monetária restritiva — elevou a taxa de juros para 39% a.a. —, que parecia ser, a curto prazo, o único instrumento à disposição do Governo para ancorar a economia, na ausência da âncora cambial e do ajuste fiscal.

No início de março, o Governo anunciou como grande mudança na condução da política monetária sob o novo regime cambial que o Bacen passaria a operar a taxa de juros a partir de data a ser definida, não mais com o objetivo de sustentar uma determinada taxa de câmbio, nem mesmo com objetivos relacionados aos fluxos de capital ou à atividade econômica, mas, sim, tendo como meta a inflação, em um sistema conhecido como *"inflation targeting"*.

Outra decisão importante tomada na primeira reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) sob o comando da nova diretoria do Banco Central (Presidente Armínio Fraga) foi o fim da Taxa Básica do Bacen (TBC) e da Taxa de Assistência do Bacen (TBAN) — e, portanto, da chamada banda de juros — e o retorno da taxa de juros Selic como taxa básica operada pelo Bacen. Além disso, o Copom criou o conceito de viés da política monetária, o que significa que, a partir da taxa Selic definida pelo Copom, o Banco Central poderá alterar a taxa negociada no dia-a-dia, seguindo o viés estabelecido, sem necessidade de novas reuniões do Comitê de Política Monetária.

Além dessas mudanças, o Copom decidiu estabelecer a taxa Selic em 45% a.a., acima dos 39% que vinham sendo utilizados há algum tempo. Essa decisão deveu-se à necessidade do governo de insistir nos juros altos como forma de restringir o impacto da desvalorização sobre os preços domésticos. Além disso, havia a necessidade de manter-se a atratividade das aplicações em reais *vis-à-vis* ao dólar, de modo a evitar fugas de capital. Dada a grande volatilidade do câmbio, a taxa de juros deveria ser necessariamente elevada para manter uma atrativa rentabilidade esperada em reais. Por outro lado, a manutenção de juros altos sofria grande resistência do ponto de vista político, por conta do aumento do desemprego e do aprofundamento da recessão.

Um outro aspecto de grande importância (e ainda continua sendo) é que limitava a manutenção de juros altos era o rápido crescimento da dívida pública observada nos últimos anos, que trazia consigo uma crescente desconfiança dos investidores, principalmente do Exterior, quanto à sustentabilidade da trajetória de crescimento da dívida, ou seja, quanto à capacidade de pagamento do Governo.

A partir de meados do terceiro mês do ano diversos fatores passaram a atuar no sentido de reverter as expectativas mais negativas em relação ao de-

sempenho da economia brasileira, que prevaleciam desde a mudança no regime cambial. A perspectiva de um período prolongado de instabilidade e retração econômica após a desvalorização do câmbio, associada à necessidade de manter uma política monetária apertada para amortecer o seu efeito inflacionário, foi sendo gradualmente substituída pela percepção de que os dois principais problemas da política econômica até o final do ano passado — o desequilíbrio fiscal e o câmbio sobrevalorizado — começavam a ser equacionados.

A conclusão das negociações com o FMI em março constituiu-se num dos elementos fundamentais para a reversão das expectativas negativas. Em primeiro lugar, por permitir a utilização dos recursos obtidos junto ao Fundo e aos governos dos países industrializados para estabilizar o mercado de câmbio. Em segundo, porque se consolidou, também, a percepção de que o ajuste fiscal, que vinha sendo implementado desde o final do ano passado, seria aprofundado de modo a contrabalançar os efeitos negativos da desvalorização sobre a dívida líquida do setor público.

Outro elemento que atuou favoravelmente para uma reversão de expectativas foi a forte redução das taxas de inflação (de 4,44% em fevereiro para -0,34% em maio, segundo o IGP-DI da FGV/RJ), a qual contribuiu para afastar a perspectiva de um movimento generalizado pela reindexação das rendas dos mercados de trabalho e financeiro.

O registro de taxas de inflação inferiores às expectativas que se formaram logo após a desvalorização teve implicações importantes sobre a condução da política monetária. No acordo com o FMI, encontrava-se implícita uma política monetária bastante apertada, que reduzia a taxa de crescimento anual da base monetária de 23% no início do ano para cerca de 9% em dezembro de 1999. A redução das taxas de juros, portanto, tenderia a ocorrer num quadro em que prevalecia a redução na demanda por moeda — consequência da queda na atividade econômica —, já que a oferta estava contida com o objetivo de segurar a inflação. A desaceleração desta última, contudo, abriu espaço para uma redução mais rápida dos juros, que caíram de 45% a.a. em março para 21% a.a. em junho, apresentando, assim, uma queda de 24 pontos percentuais em quatro meses.

Essa acentuada queda na taxa de juros provocou expectativas quanto a uma possível recuperação do nível de atividade econômica, que acabou se traduzindo por uma retomada — ainda incipiente — dos fluxos de capital externo, principalmente os de *portfolio*, embora as captações de empréstimos e financiamentos tenham se mantido reduzidas.

2 - Agregados monetários e empréstimos do sistema financeiro

Ao longo dos cinco primeiros meses de 1999, a Base Monetária (BM) apresentou queda em quase todos os saldos diários, considerando-se a média dos mesmos. A exceção foi o mês de fevereiro, onde o crescimento desse agregado foi de apenas 0,2% em relação ao mês anterior (Tabela 1).

Tabela 1

Evolução da taxa de crescimento dos agregados monetários — jan.-maio/99

MESES	BM (1)	M1 (1)	M2 (2)	M3 (2)	M4 (2)
					(%)
Jan.	-0,4	-2,1	3,68	2,82	2,2
Fev.	0,2	0,9	0,73	1,06	1,9
Mar.	-4,0	-3,7	0,92	0,86	1,2
Abr.	-3,1	-3,4	1,27	1,00	0,4
Maio	-2,6	-1,7	2,11	1,74	1,3

FONTE: NOTA PARA IMPRENSA: agregados monetários (1999). Brasília : Bacen, jun.

NOTA: 1. Base Monetária (BM) = papel-moeda em poder do público + depósito à vista.

2. $M_2 = M_1 +$ títulos públicos federais, estaduais e municipais.

3. $M_3 = M_2 +$ depósitos de poupança.

4. $M_4 = M_3 +$ títulos privados.

(1) Média dos saldos diários. (2) Saldos em final de período.

A queda do volume de transações decorrente da redução do nível de atividade econômica e a sazonalidade característica dos cinco primeiros meses do ano influenciaram o seu comportamento, assim como o dos principais agregados monetários no período.

No mês de maio de 1999 especificamente, a base monetária, considerado o critério de média dos saldos diários, atingiu R\$ 35,5 bilhões, com redução de 2,6% em relação ao mês anterior e expansão de 9,7% em 12 meses. Dentre os seus componentes, o saldo de papel-moeda emitido atingiu R\$ 19,4 bilhões,

representando contração de 1,6% no mês, enquanto o das reservas bancárias alcançou R\$ 21 bilhões, correspondendo ao acréscimo de 26,4%.

Relativamente aos fatores condicionantes da base monetária, destacam-se, pelo lado expansionista, as operações com títulos públicos federais com R\$ 3,3 bilhões e as operações do setor externo com R\$ 659 milhões. Já o principal fator contracionista foi a assistência financeira de liquidez, devido ao pagamento de empréstimos (R\$ 30 milhões) do Programa de Incentivo e Redução do Setor Público na Atividade Bancária (PROES) (Tabela 2).

Tabela 2

Fluxos acumulados no mês dos fatores condicionantes da base monetária — jan.-maio/99

MESES	TESOURO NACIONAL (R\$ milhões) (1)	%	OPERAÇÕES EM TÍTULOS PUBLICOS FEDERAIS (R\$ milhões)	%	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO (R\$ milhões)	%	ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ (R\$ milhões)	%
Jan.	-100	-86	7 113	1	-4 756	-27	-1 502	1 588
Fev.	-815	715	-2 008	-128	285	-106	-27	-98
Mar. (2)	-1 768	117	5 076	-353	-3 812	-1 438	-316	1 070
Abr. (2)	-2 650	50	3 631	-28	-1 950	-49	-6	-98
Maio(2)	25	-101	3 254	-10	659	-134	-30	400

FONTE: NOTA PARA IMPRENSA: agregados monetários (1999). Brasília : Bacen, jun

(1) Não inclui operações com títulos. (2) Dados preliminares

Os meios de pagamento (M1), com referência na média dos saldos diários, registraram em maio redução de 1,7%, atingindo R\$ 44,2 bilhões e acumulando crescimento de 6,3% em 12 meses. Dentre os seus componentes, os depósitos à vista apresentaram diminuição de 2% no mês e expansão de 1,4% em 12 meses. Com relação ao papel-moeda em poder do público, ocorreu redução de 1,2% no mês e crescimento acumulado de 14,9% em 12 meses.

O saldo dos meios de pagamento, no conceito mais amplo (M4), atingiu R\$ 485,7 bilhões, com expansão de 1,3% no mês, devido, principalmente, ao incremento de R\$ 5,7 bilhões (2,7%) no estoque dos títulos federais em poder do público não financeiro, aumentando sua participação no total do agregado para 44,1% ante 43,5% no mês anterior.

O saldo dos depósitos em caderneta de poupança cresceu 0,9%, atingindo R\$ 112,4 bilhões, enquanto o saldo dos depósitos a prazo alcançou R\$ 98,7 bilhões, com redução de 0,2%. A relação (M4)/PIB atingiu 49,8% ante 49,2% no mês anterior.

Com relação às operações de crédito em curso normal concedidas pelo sistema financeiro, estas tiveram uma taxa acumulada de crescimento nos quatro primeiros meses do ano de 1,4% e, em 12 meses até abril, de 3,4%.

A variação positiva no estoque de crédito registrada no quadrimestre decorre, essencialmente, dos encargos financeiros originários da flexibilização do câmbio ocorrida em janeiro, uma vez que a concessão de empréstimos continua ocorrendo de forma seletiva.

Os créditos contratados pelo setor privado tiveram um incremento de janeiro a abril de 1,2% em relação a igual período do ano anterior, sendo que o segmento da indústria apresentou um crescimento de 11,1% no período, enquanto o do comércio e o rural, 2,8% e 5,9% respectivamente. Na faixa das pessoas físicas, houve uma retração no volume de crédito de 3,2%.

O saldo das operações de crédito em atraso e em liquidação¹ no sistema financeiro apresentou uma retração de 5,9% nos quatro primeiros meses do ano, sendo que os créditos em atraso apresentaram uma grande redução (31,7%), enquanto os em liquidação tiveram um crescimento de 2,8%.

3 - A taxa de juros e o mercado financeiro

3.1 - A resistência à queda dos juros de mercado

Mesmo com a redução da inflação nos últimos meses, as taxas reais de juros continuam relativamente altas, tanto para os investidores quanto para os tomadores de crédito.

Alguns fatores dificultam a queda mais rápida dos juros no Brasil. Em primeiro lugar, o fator subjetivo representado pelo elevado risco do principal (capital) existente no País. O investidor tem pouca confiança em que serão mantidas as regras do jogo pelo Governo.

Em segundo, existe o efeito negativo sobre o mercado financeiro causado pela tributação. Atualmente, o Imposto de Renda onera o poupador em 20% dos rendimentos nominais, além de ainda ter que pagar a CPMF sobre os saques em suas aplicações e em operações de crédito à alíquota de 0,38% (até 16.06.99 vigorava o IOF que, em 17.06.99, foi substituído pela CPMF). Nos mercados futu-

¹ Em geral, são consideradas como créditos em atraso as operações vencidas há mais de 60 dias e reclassificadas pelo valor atualizado. São consideradas como créditos em liquidação as operações vencidas há mais de 180 dias com garantias consideradas insuficientes e há mais de 360 dias com garantias suficientes (Resol. n.1.748, 1990).

ros, o Governo tributou recentemente os rendimentos auferidos em operações de cobertura (*hedge*) realizadas por meio de *swaps* em 20%.

No mercado de crédito, o efeito da tributação também é forte: os impostos elevam o *spread* bancário, isto é, estabelecem uma cunha entre o tomador e o prestador de recursos, de maneira que caem as taxas de juros recebidas pelos poupadores (de captação bancária) e aumentam as taxas de juros pagas pelos mutuários (de aplicação bancária) relativamente à situação que prevaleceria num mercado sem impostos. Como resultado dessa dinâmica, desestimula-se tanto o investimento quanto a poupança, reduzindo-se a disponibilidade de crédito total.

Em terceiro lugar, há a atual política de recolhimentos compulsórios sobre os saldos dos depósitos à vista e a prazo nos bancos. No primeiro caso, o recolhimento chega a 75% e, no segundo, a 25%; em relação à poupança, é de 15%.

Finalmente, existe a questão fundamental do déficit público. A política fiscal é expansionista, aumenta as taxas de juros domésticas, porque as necessidades de financiamento do setor público pressionam diretamente o mercado de crédito e competem com as do setor privado. Por outro lado, o crescimento da dívida pública eleva o prêmio de risco embutido nas operações de crédito.

3.2 - O mercado financeiro

Em grande parte do primeiro semestre de 1999, diante do pessimismo que dominava as previsões para o desempenho da economia brasileira e da possibilidade de aceleração da inflação, a regra foi manter posições muito cautelosas.

Por isso, os destaques dos aplicadores durante esse período foram os fundos de renda fixa DI, cuja rentabilidade acompanhou a variação dos juros no dia-a-dia do mercado interbancário, constituindo-se numa aplicação segura para os momentos de incerteza. Esses fundos captaram R\$ 6,5 bilhões líquidos (captações menos retiradas) entre janeiro e abril, contrastando com as perdas verificadas nos patrimônios dos fundos de ações, de carteira livre, ou mesmo de renda fixa, mais concentrados em papéis pré-fixados.

A partir do início de abril, as perspectivas da economia brasileira melhoraram numa velocidade inesperada, e o Bacen conseguiu emitir papéis da dívida pré-fixados, com prazos de vencimento cada vez mais longos. Esse novo cenário propiciou um movimento consistente de redução das taxas básicas de juros, o que fez o poupador começar a questionar seu conservadorismo e a estudar as opções que se apresentavam no mercado (Tabela 3).

Tabela 3

Evolução percentual dos rendimentos reais dos ativos financeiros — jan.-jun./99

DISCRIMINAÇÃO	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	JUN	ACUMU- LADO NO ANO	ACUMULA- DO JUL/94- JUN/99
Bolsa (SP)	19,44	5,24	16,74	5,37	-2,02	4,47	58,27	84,32
Bolsa (RJ)	21,57	4,19	16,34	6,34	-1,86	6,06	63,11	-
CDB Anbíd (Pré 30 dias) (1)	0,89	-1,17	-0,40	1,25	2,05	0,96	3,60	113,23
DI (extragrupo)	1,32	-1,22	0,44	1,55	2,25	1,20	5,64	164,80
Poupança (2)	0,18	-2,20	-1,13	0,40	1,37	0,45	-0,97	62,43
Overnight (3)	1,33	-1,19	0,49	1,63	2,31	1,31	5,98	166,65
Ouro (Spot-BM&F)	68,58	-2,45	-18,70	-1,65	-2,60	-1,01	26,78	-27,50
US\$ comercial (4)	62,71	0,49	-18,90	-4,24	4,11	2,27	35,20	1,64
US\$ paralelo	53,75	-4,45	-12,58	-4,05	0,87	4,82	30,30	6,48
Fundos de ações (5)	15,50	0,85	16,04	4,70	-0,97	2,67	43,89	14,22
Fundos de carteira livre (5) ..	15,83	1,46	15,84	4,21	-0,44	2,94	45,40	123,35
FIF de curto prazo (6)	-0,18	-2,78	-1,70	-0,02	0,85	0,03	-3,78	-
FIF cambial (6)	58,07	1,18	-16,69	-1,21	4,69	3,28	42,31	-
FIF 60 dias - renda fixa (6) ..	1,47	-1,77	0,60	1,52	2,19	1,15	5,22	62,48
FIF 30 dias - renda fixa (6) ..	1,52	-1,44	0,09	1,34	1,98	0,99	4,52	52,03
TR (7)	-0,32	-2,68	-1,62	-0,10	0,86	-0,05	-3,89	-
IGP-M (FGV)	-	-	-	-	-	-	-	-

FONTE: GAZETA MERCANTIL. (1999). São Paulo, 1 jul. p B-2

(1) Taxa líquida para aplicações realizadas no 1º dia do mês (2) Rendimento a ser creditado no 1º dia do mês seguinte. (3) Taxa efetiva. (4) Taxa média do Banco Central (Ptax). (5) Rentabilidade acumulada até o dia 29 (dados provisórios). (6) Rentabilidade acumulada até o dia 30. (7) Taxa no período compreendido entre o 1º dia do mês e 1º dia do mês seguinte.

Em reunião de 30 de junho, o Conselho Monetário Nacional (CMN) decidiu eliminar os prazos mínimos das operações financeiras, permitindo a volta das aplicações por um dia — *overnight* — para pessoas físicas e para empresas não financeiras. Determinou, também, o fim do recolhimento compulsório dos fundos de renda fixa ao Bacen, o que provocará a liberação de R\$ 4 bilhões em recursos para o sistema financeiro. O objetivo das medidas que entram em vigor em 2 de agosto de 1999 é dar maior liberdade operacional ao mercado financeiro para reduzir custos e, com isso, abrir espaço para a diminuição da diferença entre as taxas primárias de juros e as de crédito (de mercado).

Para não estimular as aplicações financeiras muito curtas, todos os investimentos de até 29 dias, inclusive em fundos de renda fixa, estão sujeitos à

cobrança de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) regressivo — quanto menor o prazo, maior a alíquota do imposto.

Ao mexer nos prazos mínimos, o CMN deu também maior liberdade para a utilização das diversas modalidades de taxas de juros existentes, uma vez que esses prazos mínimos eram, e continuarão sendo, definidos de acordo com o tipo de taxa.

As aplicações com taxas flutuantes, como a Selic e a dos juros interbancários, só podem ser utilizadas, por enquanto, em operações de no mínimo 120 dias. A partir de 2 de agosto, por decisão do CMN, essas aplicações não estarão mais sujeitas a prazo mínimo; poderão ser contratadas para qualquer prazo. O mesmo ocorrerá com as aplicações a taxas pré-fixadas, cujo prazo mínimo hoje é de 30 dias. Elas também não estarão mais sujeitas a prazo mínimo.

A flexibilização permite que os bancos coloquem CDBs remunerados pela taxa do interbancário de 10, 15, 20 dias, enfim, de acordo com o interesse da instituição e do cliente.

A exigência de prazo mínimo foi mantida para as operações atreladas ao Índice de Preços, à Taxa Básica Financeira (TBF), à Taxa Referencial (TR) e, também, à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), que passará a ser usada livremente pelo mercado.

Atualmente, a TJLP só pode remunerar determinadas operações autorizadas pelo Governo.

Para operações feitas com base na TJLP, o prazo mínimo é de um mês. Para aquelas remuneradas pela TBF e pela TR, o prazo mínimo cai, respectivamente, de quatro para dois e de quatro para um mês.

Para as aplicações mensais em caderneta de poupança nada muda, mas, no caso de aplicações pelo prazo de três meses, pode haver compensação da CPMF.

Houve flexibilização também das operações compromissadas feitas por instituições financeiras com pessoas físicas ou com empresas não financeiras, cujo prazo mínimo, atualmente, é de 30 dias no caso de taxas pré-fixadas e de 90 dias no caso de utilização da TR. Para essas operações, não haverá mais prazo mínimo, se a taxa for pré-fixada. Na hipótese de utilização da TR, o prazo mínimo cai para um mês.

A decisão de acabar com o compulsório recolhido pelos Fundos de Investimento Financeiro (FIF) ao Bacen trás a intenção de mexer em prazos. Atualmente, os bancos já podem oferecer fundos sem prazo mínimo de resgate, que são os FIFs de curto prazo. Porém eles são obrigados a recolher ao Bacen 50% do que captam dos cotistas. Os que têm prazo de carência de 30 dias recolhem 5% e só os de 60 dias não recolhem compulsório.

4 - Considerações finais

Ao final do primeiro semestre do ano, o quadro da economia brasileira apresenta-se bem melhor do que aquele traçado no início do ano, ou seja, as previsões sombrias a respeito do comportamento dos principais indicadores não se confirmaram.

Para o segundo semestre do ano, espera-se que o Bacen aumente a oferta de crédito na economia, reduzindo os depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista, aumentando a alavancagem do sistema financeiro brasileiro e também influenciando na redução das taxas de juros que, a partir de março, iniciou a sua trajetória de forte queda.

Nos últimos seis meses do ano, a redução dos juros, entretanto, será mais lenta. O que se cortou até junho foi uma parcela dos juros que haviam sido elevados em função de um ambiente muito conturbado no início do ano. Deve-se observar que, há alguns meses atrás, temia-se muito o efeito do câmbio sobre os preços. Com isso, as previsões de inflação eram extremamente altas. Nesse momento, esse temor está afastado, mas o efeito das variáveis externas passa a ser a fonte de preocupação da política monetária.

A elevação da taxa de juros norte-americana, pelo Federal Reserve (Fed), em 0,25 pontos percentuais, em junho, não chegou a causar grande preocupação ao Governo, e a sinalização de um viés neutro até agosto dá uma certa margem de segurança à manutenção da política monetária atual de redução das taxas de juros. Parece que a idéia é que a taxa Selic, em termos reais, feche o ano por volta de 12%.

Por último, deve-se ressaltar que a taxa de inflação passará a ser uma variável de suma importância não apenas por motivos práticos — porque pesa no bolso dos consumidores —, mas também por motivos operacionais da política monetária. É que o Bacen implantou no Brasil o modelo de atuação chamado de *"inflation targeting"*, em que os instrumentos de política monetária são acionados não para influenciar a emissão de moeda, mas para afetar diretamente o nível de preços.

Até o final do ano, o Governo executará a sua política monetária, buscando manter a inflação no nível de 8%, com uma tolerância de 2% para cima ou para baixo. Isso significa que o indicador de inflação definido pelo Governo para acompanhar o sistema de metas inflacionárias, o IPCA do IBGE, poderá ficar entre 6% e 10%. Até o ano 2001, a trajetória pretendida pelo Governo é descendente. O CMN decidiu que a meta é de 6% para o ano 2000 e de 4% em 2001, com o mesmo intervalo de tolerância.

Bibliografia

BOLETIM CONJUNTURAL IPEA (1999). Rio de Janeiro : IPEA, n.45, abr.

CONJUNTURA ECONÔMICA (1999). Rio de Janeiro : Fundação Getúlio Vargas, v.53, n.6, jun.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Banco Central do Brasil. Informações Econômicas. Nota para a imprensa (Agregados Monetários) 17.06.99 [online] Disponível na Internet via WWW.URL: <http://www.bcb.gov.br/htms/notecon1.htm>. Arquivo capturado em 17 jun. 1999.

RESOLUÇÃO n.1.748 (1990). Brasília : Bacen, 30 ago.