

POLÍTICA ECONÔMICA

Política monetária: um ano de juros reais elevados*

*Edison Marques Moreira***

As perspectivas da economia brasileira para 1992 eram de um aprofundamento da recessão. Esse diagnóstico baseava-se na análise da Carta de Intenções do Governo (ao final de 1991) ao Fundo Monetário Internacional (FMI), onde as expectativas embutidas nas metas trimestrais do déficit público e do crédito interno líquido permitiam deduzir, além de um forte controle sobre essas duas variáveis, que a taxa média de inflação deveria situar-se em torno de 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%.

O prognóstico da inflação não se concretizou, pois ela, mesmo com o forte desaquecimento do nível de atividade, não baixou, oscilando entre 20% e 26% ao mês. Apesar de manter-se em patamar elevado, não houve descontrole dos preços. Isso foi possível devido, principalmente, à utilização de uma política monetária restritiva de controle da oferta da moeda, combinada com uma política de arrocho salarial que controlou a demanda agregada da economia.

De forma específica, a política monetária do Governo, em 1992, foi pautada principalmente por uma política de juros elevados e por um controle dos agregados monetários.

A evolução da base monetária (BM) e dos meios de pagamento (M1) (Tabela 1) retrata o esforço do Governo para controlar a liquidez da economia. Considerando-se o acumulado do ano até outubro, verifica-se que, enquanto a BM cresceu 473,6%, e o M1, 452,8%, a inflação medida pelo IPC-FIPE chegou a 722,2%.

Os fatores condicionantes da base monetária que pressionaram a sua expansão nos 10 primeiros meses do ano foram as operações do setor externo (compra de divisas) e as conversões dos cruzados novos (depositados no BACEN) referentes ao cronograma normal de liberações iniciado em agosto de 1991 e encerrado no segundo semestre 1992.¹

O mês de setembro, entretanto, foi o único mês em que as operações do setor externo atuaram como fator contracionista da BM. Essa situação foi decorrente das incertezas quanto ao desfecho da crise política que induziu os agentes econômicos à grande troca de ativos em cruzeiros por moeda estrangeira, com a finalidade de proteção contra riscos.

* Este trabalho contou o com apoio financeiro da FAPERGS.

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

¹ Segundo o BACEN, o montante de cruzados novos convertidos colocados à disposição do público até o final de outubro, corrigidos pelos valores próprios de remuneração, alcançou Cr\$ 183 bilhões, dos quais 33% permaneciam nos Depósitos Especiais Remunerados (DER).

Tabela 1

Evolução, mês a mês, da base monetária, dos meios de pagamento e do IPC-FIPE no Brasil — jan.-out./92

MESES	BM(1)	M1(2)	M2(3)	M3(4)	M4(5)	IPC-FIPE
Jan.	10,5	4,8	35,4	32,6	35,1	26,0
Fev.	11,0	13,9	30,9	30,4	31,3	21,6
Mar.	17,8	19,9	30,0	28,2	30,3	21,7
Abr.	18,6	20,5	26,9	27,5	26,1	22,7
Mai	19,8	17,4	24,1	22,2	26,3	22,5
Jun.	24,6	25,4	29,5	27,9	25,3	22,5
Jul.	20,9	20,2	25,6	24,6	25,9	21,1
Ago.	15,5	17,0	28,0	27,2	28,2	23,2
Set.	21,4	20,2	-	-	-	24,4
Out.	32,2	28,7	-	-	-	26,5

FONTE: BACEN.

NOTA: A BM e o 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 as reservas bancárias.
 (2) M1 é igual a depósitos à vista mais a 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.

Em outubro, contudo, essa situação se reverteu, voltando à tendência do ano. Nesse mês, a compra de divisas pelo Governo teve o maior impacto líquido sobre a BM em todo o ano, Cr\$ 21,4 trilhões, sendo grande parte (Cr\$ 11 trilhões), segundo o BACEN, atribuída à recomposição de ativos em moeda nacional, e o restante, basicamente, correspondeu à contratação de câmbio de exportação.

As operações do setor externo (compra de divisas) foram influenciadas pelo aumento das reservas internacionais, o qual proporcionou que o País, segundo o BACEN, atingisse em setembro (último dado disponível até a elaboração deste texto) uma posição pelo saldo de caixa² de US\$ 17,6 milhões e de US\$ 21,9 milhões pelo conceito de liquidez internacional adotado pelo FMI³.

² O conceito de caixa engloba os haveres de curtíssimo prazo, representados por ouro e/ou moeda estrangeira.

³ O conceito de liquidez internacional do FMI inclui, além dos haveres de curto e curtíssimo prazo, também os haveres de médio e longo prazos.

Tabela 2

Principais fatores condicionantes da base monetária
no Brasil — jan.out./92

PERÍODOS	TESOURO NACIONAL (Cr\$ milhões)	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS (Cr\$ milhões)	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO (Cr\$ milhões)	DEPÓSITOS	
				(NCz\$) (1)	(NCz\$) (2)
Jan.	723 394	-5 924 424	3 280 979	1 829 382	59 877
Fev.	10 005	-3 265 313	3 654 939	1 622 501	31 241
Mar.	112 839	-7 296 439	5 307 803	2 086 950	36 532
Abr.	-1 067 429	-3 958 058	4 338 122	2 853 520	7 682
Mai	-1 689 849	-6 141 612	5 980 942	3 247 066	4 192
Jun.	-1 098 952	-5 431 601	3 692 144	3 959 947	-4 752
Jul.	-156 199	-7 248 241	5 536 613	4 415 533	-4 603
Ago.	-1 874 467	-4 403 628	2 378 349	6 688 319	-4 487
Set.	-2 674 977	-11 139 121	-7 781 799	702 508	114
Out.	-1 936 790	-14 973 764	21 427 453	748 738	171
Acumulado no ano	-9 652 424	-47 503 959	47 815 545	28 154 464	125 967

FONTE: BACEN.

NOTA: Fluxo no período.

(1) Impacto potencial sobre a base monetária das conversões de NCz\$ referentes ao cronograma normal das liberações, iniciado em agosto de 1991. (2) Impacto sobre a base monetária das conversões de NCz\$ previstas na legislação original mais conversões posteriores por determinação judicial.

As principais causas da elevação das reservas internacionais foram, além da diferença de juros entre o que se praticava internamente e a nível de mercado externo, também as diversas medidas adotadas ao longo do Governo Collor. Dentre elas, podem se citar: o lançamento, no Exterior, de títulos vinculados a contratos de exportação (securitização de exportação); a emissão, no Exterior, de debêntures conversíveis em ações por parte das empresas sediadas no País; a eliminação da restrição de *royalties* e assistência técnica entre filial e matriz; a concessão de registro do reinvestimento de lucros provenientes das receitas financeiras; e a redução da carga fiscal sobre a remessa de lucros.

O baixo custo do dinheiro no mercado internacional em relação ao brasileiro levou, por exemplo, empresas nacionais a buscarem recursos financeiros no Exterior, através de papéis como o *comercial papers*.

Registra-se, também, pelo mesmo motivo acima, o crescimento acentuado de antecipação de contrato de câmbio de exportação (ACC), principalmente nos quatro primeiros meses do ano, com a finalidade de as empresas brasileiras ou aplicarem no mercado interno, ou para cobertura de capital de giro, ou, ainda, para aplicações de investidores estrangeiros consideradas de curto prazo, isto é, as chamadas *smart money*.

Em particular, o efeito expansionista que o aumento das reservas externas exercia sobre a BM passou a preocupar o Governo. Já no primeiro trimestre do ano, para evitar que isso ocasionasse uma elevação da liquidez incompatível com a política de estabilização, foram adotadas as seguintes medidas: redução pela metade do limite da posição vendida da carteira de câmbio que os agentes autorizados a operarem nos mercados de taxas livres (dólar comercial) e de taxas flutuantes (dólar turismo) podiam apresentar;⁴ redução do prazo para adiamento dos contratos de câmbio para exportadores, de 360 para 180 dias; e aumento do período para operações de lançamento de títulos externos passíveis de isenção do Imposto de Renda (IR) de 24 para 30 meses.

Essas medidas se refletiram de imediato sobre o saldo da balança comercial em abril — resultado do fechamento de contratos de exportação, importação, compras e vendas financeiras —, que apresentou uma queda de 17,5% em relação a março e, em maio, uma redução de 8,2% em relação a abril.

Quanto às reservas de divisas (em ambos os conceitos), constata-se, pela Tabela 3 uma desaceleração no seu crescimento a partir de abril e uma queda (decréscimo) de agosto em diante, segundo o conceito de caixa; e, a partir de setembro, segundo o de liquidez internacional.

Com relação ao outro principal fator expansionista da BM, o desbloqueio dos cruzados novos, a preocupação das autoridades monetárias ao longo de 1992 foi com o fato de ela resultar na recomposição da poupança do setor privado,⁵ reduzida pelo Plano Collor em março de 1990. A inquietação devia-se a que esse dinheiro havia migrado para aplicações no sistema financeiro, provocando um "colchão de liquidez" pelo crescimento da quase-moeda ou moeda indexada, (devido à política de taxas de juros reais elevadas), o que, diante de perturbações políticas e/ou econômicas, poderia pressionar o consumo e dificultar a estabilização econômica do País.

Por sua vez, dentre os fatores que atuaram no sentido de conter a expansão monetária, destacam-se as operações realizadas pelo BACEN com títulos federais, através da captação líquida junto ao mercado e às contas do Tesouro Nacional, cujos constantes efeitos contracionistas apresentados ao longo de 1992 refletiram a forte contenção dos gastos públicos, como forma de compensar a queda real da receita no período.

⁴ Essa medida reduziu a possibilidade de os bancos pegarem empréstimos de curto prazo no Exterior para venderem os dólares no mercado interno.

⁵ Considerando-se os meios de pagamento pelo conceito M4 sem contar os cruzados novos bloqueados no BACEN, o total de recursos no mercado atingiu 21,1% do PIB em fins de abril deste ano. Em março de 1990, com o Plano Collor, o M4 havia sido reduzido a 12% do PIB; depois de ter chegado a 21,9% do F 3 em fins de 1989.

Tabela 3

Reservas internacionais no Banco Central — jan.-set./92

MESES	CAIXA		LIQUIDEZ INTERNACIONAL	
	(US\$ bilhões)	% (1)	(US\$ bilhões)	% (1)
Jan.	9 682	13,21	11 866	26,15
Fev.	11 081	14,45	14 378	21,17
Mar.	13 741	24,01	17 062	18,67
Abr.	15 162	10,34	18 518	8,53
Mai	16 919	11,59	20 512	10,77
Jun.	18 109	7,03	21 703	5,81
Jul.	18 941	4,59	22 705	4,62
Ago.	18 932	-0,05	23 109	1,78
Set.	17 682	-6,60	21 964	-4,95

FONTE: BACEN.

(1) Variação percentual em relação ao mês anterior.

Ao longo da crise política (de final de maio até início de outubro), foi importante a participação do BACEN como autoridade monetária, intervindo tanto no *open market* quanto no mercado de divisas. No primeiro caso (mercado aberto), com exceção de setembro, ele praticou venda líquida de títulos, sendo que outubro foi o mês do ano em que se negociou o maior volume de colocação líquida. Isso ocorreu porque o final da crise política não apresentou perturbações políticas e econômicas que pudessem desarticular a economia, o que fez retornar o dinheiro que havia migrado anteriormente para o dólar em busca de proteção, expandindo a liquidez.

No mercado cambial, o BACEN, através de constantes intervenções vendendo dólar, conseguiu o seu controle, evitando a sua súbita e forte valorização.

A atuação firme do BACEN também foi importante para que o mercado financeiro não se desorientasse, já que a composição de *portfolios* levava em consideração principalmente dois componentes, que eram a possibilidade de a crise política afetar a política econômica e a magnitude dessa interferência.

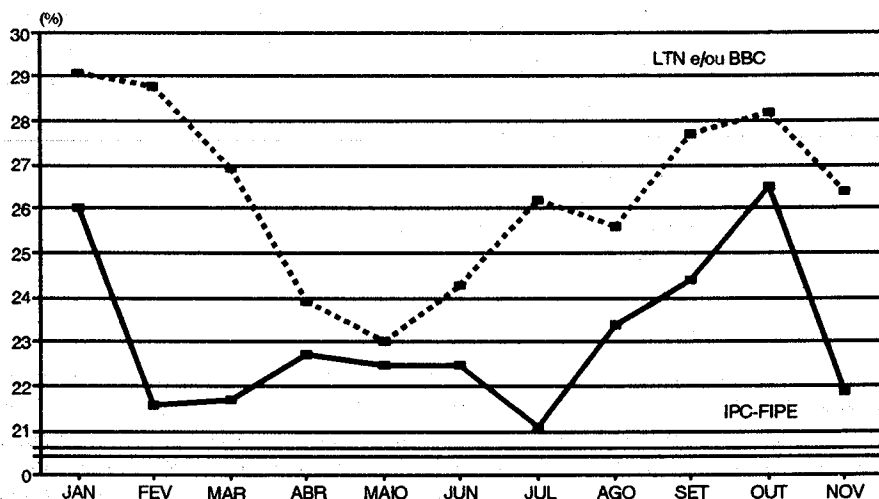
De maneira geral, portanto, a expansão da oferta da moeda na economia foi controlada, basicamente, através da colocação líquida de títulos, o que resultou no aumento da dívida pública interna e no crescimento dos encargos financeiros dela decorrente.

O estoque de papéis federais em poder do público (dívida interna fora do BACEN) — somando títulos do Tesouro Nacional (LTN) e do BACEN (BBC) —, que era de Cr\$ 21,9 trilhões em janeiro, passou para Cr\$ 304,1 trilhões em outubro, representando um crescimento real de 115,6%.

A necessidade de emitir títulos para controlar a liquidez foi um dos principais motivos que levou o BACEN a manter a taxa real de juros em níveis relativamente elevados para atrair compradores. Entretanto a trajetória do custo do dinheiro, ao longo do ano, não foi sempre ascendente (Gráfico 1).

GRÁFICO 1

EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JUROS PRIMÁRIAS DE LTN E/OU BBC E DO IPC- -FIPE — JAN-NOV/92



FONTE: BACEN.

No primeiro semestre, a taxa real de juros foi declinante até maio, obedecendo a uma estratégia traçada pela equipe econômica do então Ministro Marcílio, que era de reduzi-la gradativamente ao longo do ano (principalmente no segundo semestre), com a finalidade de incentivar a retomada do crescimento.

Esse cenário, entretanto, só se viabilizaria se o Congresso aprovasse o ajuste fiscal que deveria ser proposto pelo Governo em meados do ano. Como essa situação não se configurou devido, principalmente, à crise política, as autoridades monetárias elevaram os juros reais preocupadas com as expectativas que se formaram junto aos agentes econômicos de um possível recrudescimento do processo inflacionário.

Essa política de taxas de juros reais elevadas premiou, no mercado financeiro, os aplicadores conservadores.

Considerando-se as remunerações acumuladas até novembro (Tabela 4), os CDBs, a poupança e o *overnight* (somente para pessoas jurídicas financeiras) foram os únicos ativos a ganharem da inflação.

Tabela 4

Rentabilidade real mensal e acumulada das aplicações financeiras no Brasil— jan.-nov./92

APLICAÇÕES	JAN	FEV	MAR	ABR	MAIO	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	ACUMULADA NO ANO
Bolsa de Valores de São Paulo	46,48	6,41	-0,54	4,78	-6,32	-36,75	10,27	-1,02	9,47	-17,94	-19,71	-24,23
Bolsa de Valores do Rio de Janeiro	39,15	1,07	3,51	1,92	-5,07	-33,45	9,81	0,23	5,82	-16,45	-12,83	-20,51
CDB (pré-fixado de 30 dias)	0,61	6,93	7,36	-0,01	1,03	1,31	2,42	2,31	1,74	0,73	3,36	31,19
Poupança	0,17	3,84	2,59	-0,85	-1,73	0,65	2,65	0,55	1,28	-0,60	1,56	9,02
"Overnight"	2,51	5,91	4,21	0,97	0,38	1,48	4,26	2,03	2,46	1,35	3,52	33,09
Ouro físico	-5,11	1,21	-2,33	3,61	6,23	2,68	7,46	-4,68	4,44	-9,60	4,02	-5,87
Ouro Spot	-5,14	1,22	-2,31	3,58	6,23	2,69	7,46	-4,68	4,44	-9,60	4,02	-5,88
Dólar comercial	-0,88	1,69	0,13	-1,79	-2,95	-1,21	0,73	-0,92	0,26	-0,73	1,52	-4,17
Dólar paralelo	-10,46	3,06	1,78	4,56	-4,36	1,54	2,94	-0,47	2,94	-8,47	6,70	-1,76

FONTE: BOVESPA;
BVRJ;
BACEN.

NOTA: Taxa real em relação ao IPC-FIPE.

As Bolsas de Valores de São Paulo e do Rio de Janeiro, que iniciaram 1992 com um bom desempenho, foram perdendo posição ao longo do ano, chegando em novembro com um rendimento acumulado de -24,23% e -20,50 respectivamente.

O dólar no paralelo e o ouro (Spot) também apresentaram rentabilidade negativa no acumulado do período.

O prolongamento da crise política deflagrada no final de maio, depois de um período de cautela, levou o mercado, à medida que se aproximava o seu desfecho, a aplicações em ativos de risco — ouro e dólar —, numa defesa contra eventuais choques na economia.

No entanto a transição tranqüila do poder em outubro e a constatação de que o novo Governo não estava inclinado a qualquer solução heterodoxa para controlar os preços acalmaram o mercado financeiro e impuseram, nesse mês, perdas aos aplicadores em ouro e dólar.

Em novembro, devido à indefinição da política econômica do País, os investidores voltaram a buscar proteção no ouro e no *black*.

As incertezas sobre o programa de privatização e a polêmica em torno da política de reajuste de tarifas públicas provocaram uma queda acentuada, em outubro e novembro, nas Bolsas de Valores.

Com os negócios concentrados em ações de estatais e na expectativa de continuidade do programa de privatização, as Bolsas ficaram em último lugar no *ranking*, nesses dois meses.

Conclusão

É inegável que, em 1992, a sociedade brasileira conviveu com uma das maiores crises políticas da sua história moderna. Essa situação, que se materializou na instalação da CPI que investigou a corrupção no Governo Collor e na posterior votação do *impeachment* do Presidente da República, dificultou e, em certos casos, inviabilizou a tomada de qualquer decisão por parte do Governo que alterasse os rumos da política monetária.

A manutenção de taxas de juros reais elevadas, se foi capaz de afastar o descontrole inflacionário, impôs elevados custos sociais: queda acentuada do nível de atividade, aumentando o desemprego, e um grande número de falências e concordatas.

Essa política, contudo, não pode ser mantida indefinidamente. Segundo Beluzzo e Batista Junior (1992, p.53), qualquer estratégia de estabilização que imponha um congelamento de preços ou uma reforma monetária como no Plano Collor I deve ficar fora de cogitação, pois traria como resultado uma deterioração ainda maior na confiança dos agentes econômicos. Permanece, porém, a necessidade de se definirem medidas de combate à inflação que garantam a sua redução e algum aquecimento da economia.

Até a conclusão deste texto, em meados de dezembro, o Governo interino de Itamar Franco ainda não definiu qualquer plano de curto e/ou longo prazo que possa sinalizar aos agentes econômicos os prováveis rumos da economia a partir de 1993. Apostase, contudo, que, antes de março, dificilmente as autoridades monetárias afrouxarão a atual política monetária restritiva, mesmo porque isso só seria viável com uma reforma fiscal que desse algum fôlego tanto ao Governo quanto ao financiamento do déficit público. Como estamos no último mês do ano e ela ainda não foi aprovada pelo Congresso, fica a dúvida de se isso acontecerá ainda em 1992 — em caso de ser aprovada só em 1993, pode haver mudança do ano fiscal —, como também a de qual será sua abrangência.

Bibliografia

- BELLUZZO, Luiz, Gonzaga de Mello, BATISTA JUNIOR, Paulo Nogueira (1992). Movimento de capitais, instabilidade monetária e desequilíbrio fiscal: um *post-mortem* da política econômica do governo Collor. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v.20, n.3, nov., p.46-57.
- NOTA PARA IMPRENSA (1992). Brasília: BACEN/Departamento Econômico, nov.