

POLÍTICA ECONÔMICA

Política monetária: a fase inicial do Plano Real*

*Edison Marques Moreira***

Introdução

Desde a implantação do Plano Real, em 1º de julho, a economia brasileira convive com inflação baixa, sem que o Governo tenha recorrido ao congelamento de preços como em tentativas anteriores de estabilização.

Os motivos pelos quais os preços deixaram de subir foram principalmente três. Primeiro, o Plano de Estabilização Econômica foi convincente e ganhou credibilidade junto à sociedade como um todo. Isso começou pelo equilíbrio das contas públicas, ainda que se tratasse de um ajuste precário. Segundo, terminou com a indexação generalizada na economia. Terceiro, as remarcações de preços no final de junho — despedida da URV — criaram margens de folga que poderiam ser absorvidas nos meses seguintes.

Assegurar o sucesso do Plano nos últimos meses do ano depende, agora, 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 pretende analisar como se comportaram os agregados monetários e o setor financeiro na fase inicial do Plano Real.

1 - Os agregados monetários

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 oportunidade diário de se reter moeda e de manter saldos em depósitos à vista. No primeiro mês do real, a base monetária (BM) 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 gradualmente ao longo do mês para as reservas bancárias. Esse crescimento das reservas

* Este texto foi elaborado com informações obtidas até 20.09.94.

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

bancárias foi decorrente, principalmente, da taxa compulsória de 100% recolhida sobre os acréscimos de depósitos à vista, conforme regras de recolhimento introduzidas ao final de julho.

A remonetização ocorreu, 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 com o Sistema Financeiro, foram contracionistas em julho (Tabela 1).

Tabela 1

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

PERÍODOS	TESOURO NACIONAL	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	(R\$ milhões)
				ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ (1)
Jan.	537	-2 245	1 812	99
Fev.	379	-912	1 616	-72
Mar.	-366	-402	1 497	-39
Abr.	-275	-809	1 727	204
Mai	-1 273	24	1 957	18
Jun.	-1 330	519	1 612	108
Jul.	-1 109	5 185	139	-893

FONTE: BACEN.

NOTA: Os dados têm como base a URV diária.

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

As operações do setor externo, o fator que mais pressionou a base monetária nos últimos meses, registraram expansão média de apenas R\$ 139 milhões. Com a alteração no regime cambial, em que se fixou o preço de venda de divisas pelo BACEN em R\$ 1,00 para US\$ 1,00, a autoridade monetária não fez intervenções (compra ou venda de divisas) no mercado de câmbio, no mês, na medida em que a taxa se situou abaixo do valor fixado, sendo o preço da divisa determinado pelo mercado.

Comparativamente aos processos de remonetização dos Planos Cruzado e Collor, os mais significativos observados no passado, o crescimento da base monetária em julho (84%) situou-se entre as expansões de 13%, verificada no primeiro mês do Plano Cruzado, e de 163%, do Plano Collor.

Com relação aos meios de pagamentos (M1), cujos componentes são o papel-moeda em poder do público e os depósitos à vista, verificou-se, em julho, uma expansão de 69% em termos de média dos saldos diários (Tabela 2). Enquanto o papel-moeda em poder do público cresceu 64% em julho, em termos de média dos saldos diários, os depósitos à vista, por seu turno, expandiram-se em 72% segundo o mesmo critério. O aumento dos depósitos deve-se 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 menor perda financeira na manutenção de ativos em aplicações não remuneradas. A regra de se recolher 100% dos depósitos adicionais ao Banco Central inibiu o processo de multiplicação dos depósitos através do sistema bancário, permitindo o controle do crescimento desse agregado.

Tabela 2

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

						(%)
PERÍODOS	BM(1)	M1(2)	M2(3)	M3(4)	M4(5)	IPC-FIPE
Jan.	-18,0	-20,0	48,0	47,0	46,0	40,3
Fev.	-2,0	2,0	44,0	43,0	41,0	38,2
Mar.	-10,0	-10,0	32,0	35,0	38,0	41,9
Abr.	-2,0	2,0	51,0	49,0	47,0	46,2
Mai	1,0	-4,0	45,0	47,0	48,0	45,1
Jun.	5,0	7,0	54,0	53,0	47,0	50,6
Jul.	84,0	69,0	7,0	16,0	12,0	6,9

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 de mês, dos saldos em relação ao mês anterior.

(1) Base monetária é 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.

Considerando-se o agregado monetário mais amplo (M4), este apresentou um 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, nada menos do que 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 aceleração, já que a tendência, para setembro, era de uma inflação em torno de 1,5%, menor, portanto, do que a de agosto, quando ela ficou em 5,46%. A queda do nível geral de preços intensificaria a migração da moeda dos ativos financeiros para o consumo, pela redução dos juros nominais, o que, por sua vez, poderia levar a um aumento de preços em muitos setores da economia que não teriam condições de expandir rapidamente a oferta de bens.

Para fazer frente ao estouro da meta monetária, 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 Conselho Monetário Nacional (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 os agentes econômicos — pois o controle da base monetária é 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 economia. Ampliou de 20% para 30% o recolhimento compulsório incidente sobre os depósitos a prazo e sobre a captação líquida nas cadernetas de poupança.

O enquadramento às novas regras será progressivo, devendo causar um aumento igualmente progressivo nos juros do crediário. Essa mudança no compulsório da poupança pode levar as empresas da área à irônica posição de não quererem aumentar as suas captações, pois, se o nível de depósitos continuar igual, o compulsório permanecerá em 20%; 70% estarão aplicados em crédito imobiliário, e continuará sobrando a faixa livre de 10%. Se houver crescimento de depósitos, os recursos irão para o compulsório (30%) e para o crédito (70%), sem disponibilidade para aplicação livre.

Em consequência das mudanças, as taxas de juros, em setembro, deverão elevar-se. No início do Plano Real, as taxas de juros estavam em torno de 8,31% 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.

O enquadramento dos bancos à nova regra causou um forte aumento no compulsório sobre os depósitos a prazo (estima-se que a oferta de dinheiro será reduzida entre R\$ 9 bilhões e R\$ 12 bilhões). A forte redução na oferta da moeda deve-se ainda ao fato de que o compulsório, em vez de incidir sobre os acréscimos dos depósitos a prazo em relação à posição do final de julho, passou a ser devido sobre o estoque total.

2 - O setor financeiro

O mercado financeiro, para conviver com uma inflação baixa, deve entrar num processo de reestruturação. Ao longo dos três primeiros meses do Plano Real, um pequeno número de instituições financeiras de pequeno porte foram fechadas.

Uma crise de confiança pode começar a se abater sobre o mercado se essa situação se estender a bancos de maior porte.

A crise de hoje remete ao surgimento dos bancos múltiplos em 1988, quando o Banco Central acabou com o sistema de cartas patentes, sob a alegação de que esta era a condição do Banco Mundial para liberar um empréstimo ao País, para redesenhar o seu sistema financeiro. O resultado foi uma corrida de pedidos para a transformação de corretoras, de distribuidoras e até de casas de câmbio em bancos.

Hoje, a saída da crise passa ou pela especialização de cada instituição financeira em uma área específica, ou pelo processo de fusão.

Um outro problema são os bancos estaduais, que têm 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. Esse tipo de operação envolve também pequenos bancos.

Essas operações funcionavam da seguinte forma: bancos pequenos pagavam juros sobre Certificados de Depósitos Interbancário (CDI) mais baixos aos grandes bancos — que, com sobra de caixa, são os que acabam realmente financiando os títulos do Governo, já que as instituições pequenas não têm 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.

Ao longo dos três primeiros meses do Plano, o BACEN acabou flexibilizando as regras de recolhimento compulsório de recurso para os bancos estaduais, com a finalidade de melhorar a liquidez dessas instituições, e também criou linhas de desconto para conceder empréstimos de curto prazo a bancos com dificuldades de caixa (principalmente, pequenas instituições financeiras).

Com relação ao mercado financeiro, segundo a Associação Brasileira de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP), a captação líquida das cadernetas de poupança foi de R\$ 2,1 bilhões no primeiro mês do real. Um acréscimo real de 8,2% sobre o saldo de R\$ 24,5 bilhões de 30 de junho.

Em agosto, elas fecharam o mês com uma captação líquida negativa, o que indica uma reversão do processo de migração de recursos direcionados a esse tipo de aplicação financeira, verificado em julho. Entretanto não foram apenas as cadernetas de poupança que perderam recursos em agosto. Os Certificados de Depósitos Bancários (CDBs), os Recibos de Depósitos Bancários (RDBs) e os fundos de *com-modities*, que somam 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.

Enquanto, em agosto, a poupança apresentava um rendimento nominal de 2,64%, os fundos de ações, por exemplo, tinham uma rentabilidade de 18,74% (Tabela 3).

No sentido de dar impulso maior às aplicações em poupança, o BACEN baixou o redutor da TR — que entra no cálculo da remuneração dessas contas — de 1,4% para 1,2%. Em julho, ele tinha caído de 1,6% para 1,4%.

Contudo isso não é o suficiente para recuperar a atratividade das aplicações em poupança. Talvez o Governo tenha de criar novas modalidades de caderneta de poupança. Entre as sugestões, encontra-se a da poupança vinculada, onde as apli-

cações ficariam atreladas à compra de um bem, como casa própria, e à poupança programada, que teria rendimentos crescentes ao longo do tempo. Quanto à demanda de crédito para capital de giro e às operações de "vendedor" (financiamentos às vendas entre pessoas jurídicas), estas continuavam retraídas até o final de agosto, entre outros motivos, devido às altas taxas de juros vigorerantes no mercado financeiro. As instituições financeiras, contudo, esperam uma retomada da procura a partir de setembro, quando as indústrias deverão começar a produzir para entrega no Natal. Diante dessa expectativa, os bancos esperam que, à medida que se aproxima o final do ano, o Governo reduza o compulsório e altere o critério de cobrança do Programa de Integração Social (PIS), que onera o juro do crédito em 0,68%.

Tabela 3

Rendimento nominal dos ativos financeiros - ago./94

DISCRIMINAÇÃO	RENTABILIDADE (%)
Índice Bovespa (1).....	24,11
Ações (2)(3).....	18,74
Ações em carteira livre (2)(3).....	14,46
Renda fixa DI (2).....	3,87
Commodities (2).....	3,72
CDB (4).....	3,63
Renda fixa (2).....	3,35
Curto prazo (ex-URV) (2).....	3,13
Fundão (FAF) (2).....	2,76
Poupança.....	2,64
Dólar paralelo (1).....	-2,15

FONTE: Associação Nacional dos Bancos de Investimentos.

(1) Até 26.8.94. (2) Fundos. (3) Até 25.8.94. (4) Taxas do dia 1º.8.94 (50,5% ao ano, correspondente a 3,47% em 22 dias úteis) ajustadas para o mesmo período da poupança (23 dias úteis).

Aliás, na área de tributação, o sistema financeiro aguarda mudanças profundas nas aplicações a partir de outubro, principalmente em relação à cobrança da contribuição ao PIS. Uma alteração na sua cobrança viria combinada com diversas alterações na legislação tributária, devido ao fim da Unidade Fiscal de Referência (UFIR) diária.

Um primeiro esboço feito pelo BACEN no início de agosto aponta a tendência de fazer incidir o Imposto de Renda (IR) sobre o ganho nominal em vez de sobre o ganho real. Para isso, as alíquotas precisam ser reduzidas, porque o objetivo é manter o nível de arrecadação tributária e alongar as aplicações. A idéia é, em vez da cobrança de 30% sobre o ganho real, uma alíquota de 17% sobre o ganho nominal, para a aplicação de um mês. Em dois meses, a alíquota seria de 12%; para três meses, de 9%; e, assim, ela iria reduzindo-se em três pontos percentuais a cada mês, até que, a partir do sexto mês, a alíquota seria zero.

Para o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), a idéia da equipe da Receita Federal é ampliar o prazo de incidência do IOF sobre as aplicações financeiras, de

renda fixa, fundos de ações e fundos de renda fixa de capital estrangeiro. Atualmente, as aplicações resgatadas após o décimo quinto dia não são tributadas pelo IOF.

O mecanismo proposto estabelece a incidência do IOF sobre rendimentos nominais. A alíquota vai diminuindo progressivamente, conforme o prazo da aplicação e seu rendimento líquido.

Retornando ao assunto PIS, desde o início de julho, ele está incidindo sobre a receita operacional bruta das instituições financeiras. Para apurar a receita operacional bruta das operações pré-fixadas, foi permitido deduzir a variação da UFIR diária, mas não os juros. Como a variação da UFIR é igual a zero, o PIS recai sobre o total da operação.

Devido a isso, ocorreu uma elevação de custos das operações, e o mercado interbancário praticamente ficou paralisado.

A partir de setembro, o Governo determinou a extinção da variação diária da UFIR. Isso deve levar os investidores a planejarem melhor suas aplicações, de modo a conseguirem a menor tributação possível.

A variação mensal da UFIR deverá induzir os aplicadores a concentrarem seus investimentos no início do mês, para que o resgate coincida com o valor ajustado da UFIR, pois, se a aplicação vencer antes de ela variar, o IR vai recair sobre todo o seu ganho nominal.

Comentário final

A impressão que se tem ao analisar a atual conjuntura econômica é a de que o Governo praticamente esgotou o seu arsenal de política monetária para manter a inflação a níveis baixos. O fôlego dos instrumentos desse tipo de política que controla a oferta da moeda é de curto prazo, pois, ao inibirem o crédito por muito tempo, acabam tornando-se recessivos.

Assim, passados três meses da implantação do Plano Real, observa-se, por exemplo, os banqueiros solicitando ao BACEN um abrandamento na contenção do crédito, pressões altistas de preços em certos segmentos da economia, como os de produtos plásticos e de material de higiene, devido ao aumento de preços dos fornecedores de matéria-prima, principalmente do segmento petroquímico, que passa por uma elevação de preços no mercado mundial, além de reivindicações salariais de categorias de trabalhadores que têm dissídio a partir de setembro e que desejam não só a reposição da inflação pós-real, mas também a de perdas passadas.

Dessa forma, o gerenciamento do Plano passa, muito provavelmente, pela realização de acordos entre empresários, Governo e trabalhadores, na tentativa de manter-se a inflação a níveis baixos até, pelo menos, o final do ano, quando, após a posse do novo Governo, se começaria a pensar em reformas estruturais que garantissem em definitivo a estabilização da economia e permitissem iniciar uma trajetória de crescimento.

Bibliografia

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