

POLÍTICA ECONÔMICA

Política monetária: a fase do novo padrão monetário, o real

*Edison Marques Moreira**

O Programa de Estabilização Econômica — Plano FHC — tem três fases: em primeiro lugar, um ajuste fiscal para os anos de 1994 e 1995; em segundo, a criação e a disseminação de uma unidade de conta, a Unidade Real de Valor (URV); e, por último, a reforma monetária, ou seja, a instituição de uma nova moeda, o real.

A idéia básica foi criar, inicialmente, as precondições fiscais. Em seguida, uma fase de uniformização e sincronização dos mecanismos de indexação (março a junho). A URV substituiria uma profusão de indicadores, enquanto diferentes períodos de reajustes de preços e contratos em vigor na economia passariam a ter um reajuste diário.

Sincronizar inteiramente os reajustes de preços se mostrou inviável. Dentre os vários problemas, destacaram-se as dificuldades de negociação entre os agentes 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 Plano deu-se a partir de 1^o de julho, com a mudança do padrão monetário de cruzeiro real (CR\$) para real (R\$).

Na passagem para a nova moeda, uma URV ficou valendo CR\$ 2.750,00, que é o equivalente, também, a um real (R\$ 1,00).

Com a finalidade de lastrear a emissão de moeda (real), o Governo utilizará o dólar, sendo que, para cada real em circulação, haverá um dólar depositado numa conta especial do BACEN, denominada Reservas Internacionais Vinculadas. Esse lastro será mantido por tempo indeterminado.

A emissão de reais está limitada a R\$ 9,5 bilhões até março de 1995. A cada fim de trimestre, o BACEN submeterá ao Conselho Monetário Nacional (CMN) uma programação monetária para o trimestre seguinte. A proposta será encaminhada também à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado.

As metas quantitativas são as seguintes: até 30 de setembro próximo, o limite de emissão será de R\$ 7,5 bilhões; até 31 de dezembro, quando termina o atual Governo, de R\$ 8,5 bilhões; e, até 31 de março de 1995, de 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.

* Economista da FEE e Professor da PUC-RS.

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

Para resistir às pressões por aumento de gastos no período eleitoral, fator que geralmente provoca uma elevação na emissão de moeda, o Governo vai usar, segundo o Ministro da Fazenda, Rubens Ricúpero, o artigo 48 da Medida Provisória (MP) do real. O artigo suspende por 90 dias a concessão de avais pelo Tesouro Nacional, a abertura de créditos especiais no Orçamento, a colocação de títulos no Exterior e a contratação de novos empréstimos por estatais e empresas públicas.

Com relação à remonetização da economia, fenômeno característico da interrupção de processos de inflação crônica e que pode pressionar a demanda, dificultando a estabilização, as autoridades monetárias, com o objetivo de controlá-la, tomaram uma série de medidas na área monetária. Todas elas visam limitar o crescimento do crédito e do consumo, principalmente nos primeiros meses dessa nova fase do Programa (ver **Principais Medidas de Política Econômica no Trimestre**).

Entre as medidas mais significativas estão a elevação de 50% para 100% da parcela dos depósitos à vista, que é recolhida ao BACEN sob a forma de depósito compulsório, e, também, o recolhimento de 20% sobre os depósitos a prazo. Em ambos os casos, o percentual a ser recolhido incide somente sobre recursos novos, isto é, todo o dinheiro depositado em conta corrente (depósitos à vista) que exceder a média dos valores depositados em junho terá que ser compulsoriamente recolhido ao BACEN nos níveis estipulados.

O aumento do compulsório sobre os depósitos à vista e a existência dele sobre os depósitos a prazo foram utilizados outras vezes pelo Governo, tendo como objetivo reduzir o efeito multiplicador da moeda escritural ou bancária.

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 (congelamento do câmbio). Para as autoridades monetárias, a situação confortável das reservas internacionais, cerca de US\$ 38 bilhões pelo conceito de liquidez internacional, e a antecipação dos contratos de câmbio (ACC), 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, facilitarão 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 utilizará a estratégia de fazer com que a taxa de compra do dólar seja menor do que a de venda, na qual um dólar vale um real. Isso significará uma penalização para qualquer compra de câmbio, pois nem sempre a taxa de juros é 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 poderá originar-se nos bancos oficiais federais, através da conta de assistência financeira de liquidez, mesmo o Governo tendo procurado, anteriormente, realizar um trabalho preventivo para deixá-las enxugadas e com um bom lastro de liquidez (aumento de dinheiro disponível a curto prazo) para enfrentar a fase do real. O problema para alguns é que há liquidez, mas a situação do passivo não é boa. Quanto aos bancos estaduais, o problema assemelha-se ao dos bancos federais, embora tenham realizado uma troca 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.

Tabela 1

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

(CR\$ milhões)

PERÍODOS	TESOURO NACIONAL	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ (1)
1993				
Jan.	-7 035	-11 961	11 018	-3 518
Fev.	14 225	19 437	-12 071	645
Mar.	-7 756	24 429	12 612	1 807
Abr.	-8 763	12 440	6 492	-563
Maio	-42 091	4 782	62 197	-2 022
Jun.	-2 567	7 136	30 896	-503
Jul.	22 421	-70 396	106 627	-824
Ago.	36 553	-68 018	87 414	-687
Set.	-50 941	203 493	23 047	-153 045
Out.	28 123	-247 624	371 061	-905
Nov.	-49 857	-153 469	439 071	-1 098
Dez.	-17 326	375 131	387 717	-3 348
Acumulado no ano	-85 014	95 380	1 526 081	-164 061
1994				
Jan.	109 164	-1 253 668	1 248 306	-2 815
Fev.	41 769	-552 373	1 097 868	-3 089
Mar.	-478 377	-289 810	1 164 318	-8 390
Abr.	646 921	-2 640 081	3 038 852	-4 086
Maio	-281 635	-3 042 383	4 865 002	-4 801

FONTE: BACEN.

NOTA: Variações de saldos no período.

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

O ajuste monetário passará de forma gradual, também, pelo alongamento nos prazos de aplicação financeira e pelo fim da zeragem automática do BACEN nos bancos. No que se refere à primeira, o objetivo é distinguir claramente o que é poupança do que é moeda para transações correntes como, por exemplo, o Fundo de Aplicações Financeiras (FAF), que tem liquidez automática e remuneração. Isso acaba dando um caráter endógeno à expansão monetária, pela indexação da moeda.

Na realidade, a intenção mais global é devolver ao BACEN condições de utilizar de forma ativa os instrumentos clássicos de política monetária no controle da oferta de moeda: operações de redesconto, depósitos compulsórios e *open market*.

Quanto à "zeragem" automática no *open market*, o BACEN extinguirá gradualmente esse mecanismo pelo qual ele, no fim do dia, cobre automaticamente as posições a descoberto dos bancos, ou recompra seus excessos de títulos públicos federais.

Um outro aliado da política monetária será o Fundo de Amortização da Dívida Mobiliária Federal, o qual será formado com recursos provenientes da venda de ações

das empresas estatais que não estão incluídas no programa de privatização do Governo e administrado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), até o limite que não comprometa o controle acionário. Os recursos desse Fundo serão destinados para o abatimento da dívida mobiliária federal.

Um dos aspectos positivos da criação desse Fundo certamente será o fato de ele auxiliar na redução futura da taxa de juros, na medida em que o Governo exercerá uma menor pressão no mercado como tomador de dinheiro, bem como o de possibilitar um alongamento do perfil da dívida pública.

O setor financeiro na fase do real

Com a redução da inflação para níveis de um dígito, os bancos passam a não ter mais os elevados ganhos inflacionários, ou seja, aqueles provenientes do *floating*, isto é, obtidos com a aplicação de recursos em trânsito ou parados na conta dos clientes.

Embora haja divergências na conceituação do que é receita de *floating* e na mensuração de seu peso na receita total dos bancos, as estimativas variam dos 30% calculados pela própria Federação Brasileira das Associações de Bancos (FEBRABAN) aos 41% nos estudos feitos pela empresa de Consultoria Engenheiros Financeiros & Consultores, baseados em uma amostra dos seis maiores bancos privados.

A queda do ganho com o *floating* ocorrerá de uma só vez, mas a recomposição do *mix* de receita levará algum tempo, o que poderá ocasionar uma queda temporária na rentabilidade dos bancos.

A retomada do crédito, por exemplo, depende do nível dos juros. A previsão é de que o juro real básico da economia será elevado nos primeiros três meses da nova moeda, sobretudo no mês de julho. Essa perspectiva se fundamenta não só no fato de que o controle à emissão de moeda deverá reduzir a liquidez e, conseqüentemente, controlar a demanda, como também no sentimento de que o Governo continuará sendo um grande tomador de recursos. O juro elevado inibe o interesse de tomadores de recursos, que são sensíveis às taxas.

Outra estratégia prevista pelos bancos para recompor a receita é a cobrança de tarifas — antes, em alguns casos, inexistentes ou subestimadas. Esta será uma prática comum de agora em diante e que deverá acirrar a concorrência entre os bancos.

Em relação aos ativos financeiros, pode-se dizer que as regras das cadernetas de poupança não foram alteradas com a entrada em vigor do real. 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 significará um ganho menor para o aplicador. Na realidade, segundo o Governo, se fosse mantido o antigo redutor e se continuassem calculando a TR com base nos Certificados de Depósito Bancário (CDI), o rendimento da poupança seria bem maior que outros tipos de aplicações, e haveria uma corrida para esse tipo de ativo. O grande volume de depósitos traria um razoável desconforto para o setor de financiamento imobiliário, porque os bancos não teriam como repassar os recursos para o mercado na mesma velocidade. A caderneta de poupança é isenta do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e do Imposto de Renda (IR), o que é uma vantagem em relação às outras aplicações. Os saques nos depósitos em poupança efetuados num período superior a 90 dias continuam isentos do pagamento do IPMF.

Quanto aos fundos de renda fixa — curto prazo (fundões em URV) —, os administradores estão desobrigados de compor suas carteiras com títulos públicos e

privados indexados à variação da URV. No lugar dos títulos atrelados à URV, eles poderão compor os seus fundos com títulos vinculados a outros indicadores. Com isso, o BACEN procura manter o nível de rentabilidade desses fundos, que não serão compostos por títulos sem correção monetária.

No início de julho, o BACEN autorizou a emissão de CDBs pré-fixados (anteriormente eram pós-fixados), com prazo de resgate de 30 dias, e de CDBs em TR, com prazo de resgate de 120 dias. A emissão dos CDBs pré-fixados é o primeiro passo para mudar o cálculo da TR, que deverá deixar de ser via CDIs (provavelmente em agosto).

Enquanto o Governo não redefinir o modelo do sistema financeiro, com o que pretende alongar os prazos das aplicações, os investidores devem ficar atentos à correção da Unidade Fiscal de Referência (UFIR). Como a queda da inflação torna o peso dos impostos decisivos na determinação das rentabilidades dos ativos financeiros, a maneira como essa correção será efetuada pode alterar a forma de os investidores atuarem (Quadro 1).

Quadro 1

Tributação das aplicações financeiras no Brasil — jul./94

INSTRUMENTOS	IMPOSTOS
Fundo de Aplicação Financeira	5% de IR sobre a valorização da cota e IOF decrescente até o décimo quinto dia útil.
Fundo de renda fixa	30% de IR sobre o ganho acima da variação da UFIR.
Fundo de commodities	25% de IR sobre o ganho acima da UFIR.
Fundos de ações (incluindo carteira livre)	25% de IR sobre o ganho acima da UFIR (se houver) e IOF decrescente até o décimo quinto dia útil.
Fundo de curto prazo	30% de IR sobre o ganho acima da UFIR e IOF decrescente até o décimo quinto dia útil.
CDB	30% de IR sobre o ganho acima da UFIR.
Ações	25% de IR sobre o ganho acima da UFIR.
Ouro	25% de IR sobre o ganho acima da UFIR.
Poupança	Isento de tributação.

FONTE: GAZETA MERCANTIL (8/10.7.94). Correção da UFIR define rendimento. São Paulo, p.18.

Conclusão

Parece haver uma controvérsia entre os economistas em torno de qual é a âncora principal nessa nova fase do Programa de Estabilização Econômica.

Os que sustentam que é a monetária e não a cambial enumeram três razões: primeiro, porque há uma flutuação na taxa de compra do câmbio; depois, porque não há compromissos firmes com o câmbio fixo, isto é, o CMN pode alterá-lo a qualquer momento; e, terceiro, porque a coerência do Plano exige que o câmbio seja flutuante mais à frente, ainda que a passagem para a variação cambial seja gradual. Não é possível controlar a expansão da moeda e o câmbio ao mesmo tempo, por um prazo relativamente longo, numa economia aberta.

Já os que acreditam ser a cambial, utilizam como argumento o fato de a monetária poder ser flexibilizada no futuro via decisão do CMN, pois é difícil prever a necessidade de moeda na economia com a queda acentuada da inflação. No Plano Cruzado, por exemplo, o grau de monetização chegou a US\$ 44 bilhões, e, hoje, o Governo estima a necessidade de emissão de moeda nos três primeiros meses de vigência dessa fase do Programa em US\$ 7,5 bilhões.

Quanto à execução, em si, da política monetária proposta nessa fase, podemos dizer que ela só será eficaz se romper com a passividade anterior. O BACEN vinha operando de forma a garantir ao sistema financeiro a recompra automática de títulos públicos ao final do dia — a "zeragem" —, sempre que havia falta de recursos, sancionando expansões monetárias. Nesse contexto, simplesmente fixar juros altos pouco ajuda como mecanismo de controle monetário, servindo apenas para desestimular a demanda. Sem romper com essa prática e sem acabar com as "moedas indexadas" (por exemplo, fundos remunerados com liquidez absoluta), não se terá política monetária eficaz.

O BACEN tampouco pode ou deve manter por muito tempo os níveis de depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista (100%) e a prazo (20%), pois eles encarecem a tomada de recursos na medida em que o custo que representam são repassados para os empréstimos. Além disso, eles retardam a monetização da economia, dificultando o conhecimento da dimensão da base monetária na nova conjuntura de inflação baixa, o que prejudica a utilização de uma política monetária eficaz no controle da oferta de moeda.

Por último, a taxa de juros não pode se manter elevada por muitos meses, pois, dentre outras conseqüências, tende a pressionar o custo financeiro das empresas, que os repassariam para os preços, fazendo surgir uma inflação de custo neste início da fase do real.

Bibliografia

GAZETA MERCANTIL (8/10.7.94). Correção da UFIR define rendimento. São Paulo, p.18.

NOTA PARA IMPRENSA (1994). Brasília : BACEN, maio.