

**POLÍTICA MONETÁRIA E SETOR  
FINANCEIRO: OS REAJUSTES  
DO PLANO REAL**

---

*Edison Marques Moreira\**

**A**o completar um ano, pode-se dizer que o Plano Real foi vitorioso como instrumento para controle dos preços, pois a inflação de julho de 1994 a junho de 1995, segundo o IPCr, foi de 35,3%, contrastando com períodos passados de inflação anual de três e até de quatro dígitos.

Apesar desse feito, o Programa de Estabilização passa por um momento difícil quanto à sua gestão, marcada pela adoção de medidas recessivas e, mais recentemente ainda, pela desindexação da economia.

A lógica do Programa está centrada nas elevadas taxas de juros combinadas com uma forte contenção monetária e creditícia, tendência que deverá perdurar no segundo semestre do ano, embora tenha ocorrido algum abrandamento no enxugamento da liquidez nos últimos 40 dias do primeiro semestre.

## **1- Política monetária: os reflexos de uma política restritiva**

O Plano Real, até dezembro do ano passado, viveu a confortável abundância de instrumentos voltados para um único objetivo: controlar a inflação.

---

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

Havia certa margem orçamentária viabilizada pelo IPMF e pelo Fundo Social de Emergência (FSE); a política monetária foi facilitada pela monetização; a apreciação cambial e a sistemática redução das tarifas sobre importações ampliaram ao máximo o efeito disciplinar da competição externa.

A partir do início deste ano, reduziu-se a importância da âncora cambial. As alíquotas de importações foram elevadas. A situação fiscal deteriorou-se. O controle dos preços públicos foi flexibilizado. Só restou, portanto, a política monetária.

O aperto monetário tem sido draconiano, com a elevação e a extensão do compulsório e a contenção da expansão do crédito. Aliás, no segundo trimestre do ano, preocupado com a persistência da expansão do consumo que ameaçava a estabilidade dos preços, o Governo adotou algumas medidas que vieram intensificar o grau de aperto no crédito da economia. No dia 24 de abril, anunciou alterações nos depósitos compulsórios feitos pelas instituições financeiras junto ao Banco Central (BACEN). As autoridades monetárias aumentaram o recolhimento compulsório sobre o estoque de depósito a prazo de 27% para 30%.

A medida considerada mais severa foi o compulsório adicional de 10% sobre os recursos que os bancos captassem a mais em relação aos saldos médios dos CDBs emitidos na semana de 20 a 24 de fevereiro deste ano. Esse compulsório adicional teria que ser depositado no BACEN em espécie e seria remunerado com 90% da taxa do *overnight*.

Essas medidas, além de elevarem o custo da captação e, conseqüentemente, do empréstimo, traduziram-se em forte contingenciamento do crédito, através de uma restrição na captação de recursos.<sup>1</sup> A conseqüência foi um aumento na seletividade dos bancos na concessão de crédito e uma intensificação da desintermediação financeira (a realização de operações de crédito fora do sistema financeiro), como, por exemplo, a elevação dos empréstimos entre empresas, principalmente entre clientes e fornecedores, através dos chamados "contratos de mútuos".

---

<sup>1</sup> Um aspecto central da iniciativa foi tentar encarecer o crédito sem elevar os juros que incidem sobre os títulos da dívida pública — sem impacto no serviço da dívida.

A opção por tal tipo de controle monetário ocorreu depois que o BACEN constatou um certo equilíbrio em todos os agregados monetários, ficando fora dos padrões apenas as captações dos bancos via títulos privados (por exemplo, CDBs).

Enquanto o conjunto de todos os agregados monetários, M4, crescia 25,7% de junho de 1994 até março de 1995, os títulos privados elevaram-se em 51,6% no mesmo período.

Em 27 de abril, o Conselho Monetário Nacional (CMN) aprovou um elenco de medidas, encarecendo e limitando os financiamentos para pessoas físicas principalmente (pacote anticonsumo). As medidas restringiram o uso de cheques pré-datados, de cheque especial, de crediário, de cartão de crédito e de empréstimos entre empresas.

Foi elevado de 6% ao ano para 18% o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre o cheque especial e qualquer empréstimo bancário à pessoa física, incluindo crediários oferecidos por lojas feitos com recursos de bancos.

As autoridades monetárias, além disso, proibiram a participação de bancos em empréstimos entre empresas, através dos chamados *commercial papers* — papéis emitidos por empresas, como notas promissórias, que representam um crédito —, e instituíram um compulsório de 60% sobre o aval bancário para empréstimos diretos entre empresas, sem emissão de papel.

A repercussão dessas medidas deu-se através de um encarecimento nas linhas de crédito para pessoas físicas, o que veio a se transformar em um fator adicional de inadimplência.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> A proibição para que os bancos garantissem ou financiassem a emissão de *commercial papers* gerou uma redução da emissão desses títulos e, conseqüentemente, o corte de uma fonte de capital de giro para as empresas.

Quanto ao compulsório sobre o aval dos bancos nos empréstimos entre duas empresas não financeiras (chamados de "contratos mútuos"), verificou-se uma elevação do seu custo que praticamente inviabilizou a operação.

No caso dos cheques pré-datados, a sua utilização continuou alta, pois essas medidas anticonsumo não atingiram as atividades das inúmeras empresas de *factoring* existentes no País. As *factoring* não são consideradas instituições financeiras, portanto, não são controladas pelo BACEN.

O reflexo dessa política monetária restritiva pode ser observado no desempenho dos agregados monetários da economia. Desde o início do ano, a base monetária (BM), no seu conceito restrito e considerando o critério de média dos saldos diários, tem apresentado um movimento contracionista (Tabela 1).

Tabela 1

Evolução, mês a mês, da base monetária, dos meios de pagamento e do IPC-FIPE no Brasil - jul.-dez./94 e jan.-maio/95

PERÍODOS	BM(1)	M1(2)	M2(3)	M3(4)	M4(5)	IPC-FIPE
(%)						
1994						
Jul.	84,0	71,0	5,4	9,2	1,1	6,9
Ago.	40,0	20,0	2,2	2,2	2,9	1,9
Set.	24,0	20,0	-2,5	-2,2	-0,6	0,8
Out.	14,0	11,0	1,4	1,5	4,9	3,1
Nov.	9,0	3,0	-0,1	0,7	3,3	3,0
Dez.	23,0	24,0	2,9	3,0	3,3	1,2
1995						
Jan.	-2,0	-7,0	-5,6	-2,7	3,8	0,8
Fev.	-6,0	-3,0	4,9	3,4	3,9	1,3
Mar.	-1,0	-4,0	-5,0	-2,0	0,7	1,9
Abr.	-7,0	-2,0	1,7	3,2	1,6	2,6
Maio	-1,0	-3,0	-0,7	2,4	0,7	2,0

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 as 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.

O CMN havia fixado um limite da base monetária, para o primeiro trimestre do ano, entre R\$ 17,7 bilhões e R\$ 18,6 bilhões. A média ficou em R\$ 16,1 bilhões. O desempenho de maio (R\$ 14,4 bilhões) foi inferior a essa média e ficou também abaixo da meta fixada para o segundo trimestre, de R\$ 14,9 bilhões a R\$ 17,4 bilhões.

A estratégia mantida pelas autoridades monetárias para reduzir o nível de atividade da economia através da restrição monetária e creditícia pode ser constatada em todos os indicadores monetários.

O meio de pagamento tradicional (M1), pelo conceito da média dos saldos diários, teve, em maio, uma retração de 3% em relação ao mês anterior.

O que deve ser salientado, entretanto, é que esse processo vem ocorrendo desde janeiro deste ano.

O desempenho do M1 em maio (R\$ 17,1 bilhões), da mesma forma que a base monetária, ficou abaixo do intervalo fixado para o período de abril a junho, que foi de R\$ 17,7 bilhões a R\$ 20,7 bilhões, e, ainda, menor do que o resultado médio apurado no trimestre de janeiro a março, de R\$ 18,8 bilhões.

A redução na oferta de moeda pode ser vista também pelo conceito mais amplo dos agregados monetários, o M4, que, conforme pode se verificar pelos dados da Tabela 1, apresentou uma tendência declinante no primeiro semestre.

A relação M4/PIB também se mostrou em queda a partir do segundo mês do ano, sendo que, em maio, pelos dados do BACEN, ela se situou em 24,8%.

Relativamente às fontes de emissão da base monetária (Tabela 2), as operações do setor externo — basicamente no mercado de câmbio — nos quatro primeiros meses do ano foram contracionistas, sendo que em maio voltaram a se constituir em fator relevante de pressão monetária, resultando em impacto líquido expansionista de R\$ 1,565 bilhão.

As operações do Tesouro Nacional nos cinco primeiros meses do ano, exceto no mês de fevereiro, também registraram impacto contracionista.

Quanto às operações de assistência financeira de liquidez, elas foram, ao longo do semestre, praticamente contracionistas (no mês de março foram expansionistas). Tal fato significa que o volume de pagamentos (depósitos compulsórios) feitos ao BACEN foi superior aos saques realizados pelas instituições financeiras junto ao redesconto.

Tabela 2

Principais fatores condicionantes da base monetária  
no Brasil - jul.-dez./94 e jan.-maio/95

PERÍODOS	(R\$ milhões)			
	TESOURO NACIONAL	OPERAÇÕES COM TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS	OPERAÇÕES DO SETOR EXTERNO	ASSISTÊNCIA FINANCEIRA DE LIQUIDEZ (1)
1994				
Jul.	-717	6 470	156	0
Ago.	-746	2 634	18	18
Set.	-927	5 189	-3	233
Out.	-1 376	-605	485	1 446
Nov.	-1 518	3 469	-748	827
Dez.	-448	6 656	-2 789	2 092
1995				
Jan.	-162	1 808	-127	-1 707
Fev.	762	490	-198	-1 469
Mar.	-591	3 244	-3 833	1 083
Abr.	-1 993	1 386	-101	-1 437
Mai	-511	-235	1 565	-701

FONTE: BACEN.

NOTA: Fluxos acumulados no mês.

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

De uma forma geral, a série de medidas tomadas pelo Governo para controlar o consumo ao longo do primeiro semestre e a elevação das taxas de juros (Tabela 3) têm uma correlação direta com a questão cambial. Ao limitar as importações através de uma substancial elevação de alíquotas no fim do primeiro trimestre do ano, as autoridades monetárias alertaram a indústria nacional, principalmente as empresas cartelizadas, para a possibilidade de elevar a sua participação no mercado.

Reduzindo as possibilidades de importar, o Governo perdeu, no curto prazo, um instrumento importante no combate à elevação dos preços, pois os produtos importados perdem participação no mercado interno.

Ao aumentar as taxas de juros, o Governo nada mais fez do que usar a política monetária como coadjuvante da política cambial. Isto é, ao desvalorizar o real, com a implementação do sistema de bandas, a equipe econômica tentou, preventivamente, evitar remarcações de preços na indústria nacional via aumento paralelo das taxas de juros.

O uso das taxas de juros, entretanto, é limitado pelo seu peso no volume da dívida interna pública brasileira.

Tabela 3

Evolução das taxas de juros reais no Brasil - ago./94 a maio/95

PERÍODOS	TAXAS DE JUROS REAIS
1994	
Ago.	0,83
Set.	2,21
Out.	1,03
Nov.	1,62
Dez.	3,22
1995	
Jan.	2,03
Fev.	2,12
Mar.	2,40
Abr.	1,90
Maio	3,82

FONTE: CENÁRIOS (1995). São Paulo: Análise Editora, v.8, n.66.

NOTA: 1. Taxa de juros nominal do *overnight*.

2. Deflator IGP-DI da FGV.

O aumento das taxas de juros, a partir de janeiro, deverá custar ao Tesouro Nacional pelo menos R\$ 2,6 bilhões a mais, conforme cálculos da Secretaria do Orçamento Federal (SOF). A previsão inicial era de que os juros reais sobre a dívida representariam R\$ 6,5 bilhões. Hoje, a projeção é de R\$ 8,5 bilhões aproximadamente.

No final de maio, o Governo, sensível ao apelo da sociedade por um abrandamento nas restrições do crédito, bem como pela redução das taxas de juros e constatando uma queda no consumo, iniciou um processo de afrouxamento das restrições creditícias. Através da resolução do BACEN nº 2.161, do dia 31.05.95, anunciou a redução de 15% para 12% do recolhimento compulsório sobre os novos empréstimos feitos às pessoas físicas e jurídicas.<sup>3</sup> O objetivo foi promover uma redução dos custos de captação do sistema bancário e, conseqüentemente, das taxas de juros para empréstimos de curto prazo aos agentes econômicos.

Continuando, o CMN, no dia 07.06.95, Circular nº 2.580, redefiniu novas regras para recolhimento do depósito compulsório. Essas novas medidas basicamente eliminaram o compulsório adicional de 60% que era aplicado sobre um limite de captação feita pelos bancos e que viessem a exceder metas fixadas pelo BACEN, além de reduzir, também, o recolhimento do compulsório sobre operações ativas, de 12% para 10%.<sup>4</sup>

Apesar de o Governo, através dessas medidas, ter sinalizado que as taxas de juros de curto prazo poderiam cair no segundo semestre, as de longo prazo, isto é, para investimentos, no entanto, tiveram um aumento fixado pelo BACEN para o período de 1º de junho a 31 de agosto. A taxa de juros de longo prazo (TJLP) será de 24,73% ao ano, enquanto a que se referia aos três meses anteriores (março-maio) era de 23,63% ao ano. A razão desse aumento, segundo o BACEN, foram as alterações nos custos de captação dos títulos de longo prazo.<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> O depósito compulsório de 15% sobre os empréstimos foi instituído em outubro de 1994, como parte de uma série de medidas para conter o consumo.

<sup>4</sup> Na semana anterior, o BACEN já havia reduzido de 15% para 12% esse mesmo compulsório, para diminuir o custo final dos empréstimos.

<sup>5</sup> O cálculo da TJLP é feito a partir de um *mix* dos custos de rolagem da dívida externa e da colocação dos títulos da dívida mobiliária federal. A Resolução nº-2.161 do BACEN, de 31.05.95, estabelece novas regras para a sua apuração. A partir dessa data, só integrarão a base de cálculo da TJLP os papéis da dívida externa com prazo de dois anos de vencimento e títulos do Tesouro colocados no mercado interno com prazo de resgate superior a seis meses. As mudanças feitas poderão contribuir para a redução dos juros de longo prazo a partir de setembro.



Dentro do processo de abrandamento do sistema compulsório implementado pelo BACEN, o Governo procurou abrir um espaço através da Circular nº 2.575 do BACEN, de 27.05.95, para que os inadimplentes junto à rede bancária pudessem renegociar suas dívidas. Através dela, os créditos em liquidação inscritos no balancete dos bancos até 30 de abril, ou em processo de cobrança judicial, ou, ainda, em protesto podiam ser refinanciados fora do limite do prazo de 90 dias, e essa renegociação não estava sujeita ao recolhimento compulsório de 15% que incidia sobre as operações de crédito do sistema bancário.

O alcance dessas medidas, contudo, era limitado — um desafogo para os clientes inadimplentes — e pouco efeito tinha sobre a liquidez da economia e, portanto, sobre as taxas de juros.

Ampliando o raio de ação, o BACEN, em 21.06.95, autorizou o parcelamento de dívidas atrasadas de cartões de crédito e facilitou a renegociação de débitos inadimplentes com o cheque especial e empréstimos bancários.<sup>6</sup>

Encerrando o segundo trimestre do ano, o Governo tomou ainda duas decisões que preparam a economia para uma nova fase do Plano Real a partir de julho.

A primeira medida em 22.06.95, foi a mudança da banda cambial, cujo intervalo passou de R\$ 0,88 a R\$ 0,93 para R\$ 0,91 a R\$ 0,99.

A nova desvalorização do real (segunda desde a implantação do Plano) em relação ao dólar deveu-se principalmente à expectativa da continuidade de déficits na balança comercial, nos meses de junho e julho.<sup>7</sup>

A segunda, em 30.06.95, foi a desindexação da economia. Através de uma medida provisória, o Governo tomou uma série de decisões nesse sentido. Dentre elas, destacam-se:

---

<sup>6</sup> Os débitos com cartões de crédito poderão ser parcelados em até três vezes; antes, qualquer parcelamento era proibido. As dívidas com cheque especial e crédito pessoal podem ser parceladas conforme acerto entre devedores e credores. A nova regra vale para dívidas em atraso até 31 de maio.

<sup>7</sup> Para maiores detalhes sobre o assunto, ver, neste número, análise sobre o setor externo.

- o fim da correção automática dos salários pela inflação passada e a instituição da livre negociação entre as partes;
- os contratos só poderão ser expressos em real, ficando proibida a correção com base em qualquer unidade monetária de conta e o uso de qualquer índice de preço em prazo inferior a um ano;
- a continuação da Unidade Fiscal de Referência (UFIR), corrigida a cada três meses com base na série especial do Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA-E). A partir de 1<sup>o</sup> de janeiro de 1996, todavia, ela passará a ser corrigida semestralmente.

## **2 - Setor financeiro: a adaptação ao Programa de Estabilização**

O sistema financeiro apresentou boa adaptação à estabilização da economia durante o primeiro ano do Plano Real.

Uma combinação de juros reais elevados, aumento das receitas de crédito e de tarifas e contenção dos custos explicam o ajuste do setor ao novo cenário.

Segundo uma análise dos balanços de 156 instituições, realizada pela Austin Asis Consultoria (BANCOS..., 1995, p.3), a rentabilidade patrimonial da atividade financeira em 1994, um ano misto, com um semestre de inflação elevada e outro de taxas baixas, foi a melhor em cinco anos: 12,9% na média do sistema.

Para o primeiro semestre de 1995, o setor não está confiante de que os resultados serão tão bons quanto os do ano passado, pois, a partir do final de março, o contingenciamento do crédito foi intensificado pelo Governo para baixar o nível de consumo da economia.

O auge das restrições ocorreu quando foi instituído o depósito compulsório sobre os aumentos de captação de recursos junto ao público pela emissão de títulos privados (os CDBs são uma das principais fontes de captação de fundos para a carteira de crédito).

Essa restrição foi criada em março, quando o saldo de títulos privados junto aos aplicadores era de aproximadamente R\$ 73 bilhões. Dois meses depois, essa carteira estava em R\$ 70,6 bilhões. Houve, portanto, uma redução

no volume de captação, e, conseqüentemente, isso contribuiu para uma queda no volume de crédito oferecido na economia.

Esse aperto no crédito ocorreu no momento em que os juros subiam, formando uma combinação cujos reflexos resultaram numa elevação do nível de inadimplência.

Na realidade, em 1994, principalmente com o Plano Real, a partir de julho, os bancos aumentaram a oferta de crédito, especialmente ao consumidor, aproveitando a forte expansão de consumo. Até mesmo instituições financeiras tradicionais da área de atacado organizaram-se de forma a estender o crédito às pessoas físicas e às pequenas e médias empresas. As operações de crédito cresceram 75% no ano passado em relação a 1993.

Nesse período, algumas financeiras foram adquiridas, e novos cartões de crédito foram lançados. Quando começou a haver uma redução sensível do crédito, houve um estímulo indireto à atuação de empresas não financeiras nessa área, como as *factoring*.

Um outro fator que contribuiu para os bons resultados dos bancos, conforme se salientou no início desta análise, foram os juros, que, apesar da queda da inflação, ficaram bastante elevados em termos reais, garantindo a continuidade dos ganhos de tesouraria, uma das áreas importantes das instituições financeiras.

A cobrança de tarifas nos bancos, antes dissimuladas pelo *floating*, foi outro ponto importante para a elevação das receitas (estima-se que ela cobre 30% das despesas com agências).

O corte de custos, com redução de pessoal combinada à automação crescente, também teve reflexos no desempenho das instituições financeiras.

Os bancos investiram, em 1994, US\$ 4,1 bilhões em automação em comparação com os US\$ 3 bilhões no ano anterior, segundo a Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN).

Com recursos cada vez mais sofisticados de automação, os bancos conseguiram aumentar a rede, apesar da redução no quadro de pessoal. A rede bancária cresceu de 30.520 agências e postos em 1993 para 31.992 em 1994 e 32.400 até o final de maio de 1995. A expansão ocorreu fundamentalmente na área de postos, enquanto as agências até diminuíram. Ao mesmo tempo, o número de empregados do setor bancário decrescia de 677.011 em 1993 para 642.918 em 1994 e 638.032 em janeiro passado.

A tendência do setor quando o processo de estabilização se consolidar será, provavelmente, de uma possível redução no número de bancos, através da união dessas instituições financeiras com o objetivo de disputar determinados nichos do mercado.

Um movimento discreto nessa direção já pode ser sentido com notícias recentes, como a junção do Itaú com o Bankers Trust, na área de banco de investimentos, ou a criação de empresas especializadas na administração de recursos de terceiros, caminho já trilhado pelo Unibanco, pelo Bamerindus e pelo Itamarati.

Em relação ao mercado financeiro, pode-se observar, pelos dados da Tabela 4, que todas as aplicações financeiras que rendem juros, como poupança e fundos de investimento, deram ganhos reais para os aplicadores no primeiro ano do Plano Real. Perdas reais teve quem optou por investir em dólares e ações.

Tabela 4

Rentabilidade média líquida das aplicações financeiras  
no Brasil - jul./94 a jun./95

(%)

APLICAÇÕES	RENTABILIDADE MÉDIA LÍQUIDA
CDB pré-fixado (grande investidor).....	55,25
Fundo de renda fixa-DI(1).....	53,41
Fundo de <i>commodities</i> (1)....	51,56
Fundo de renda fixa(1)....	50,71
Poupança (dia 1 <sup>o</sup> ).....	48,11
Fundo de curto prazo(1)....	42,64
Fundão(1).....	38,39
Fundo de ações(2).....	-1,07
Bolsa SP(IBOVESPA) (3).....	-0,55
Ouro.....	-5,10
Dólar paralelo(3).....	-6,82
Dólar turismo(3).....	-6,50
Dólar comercial(3).....	-8,10
Inflação (IPCr).....	35,30

FONTE: FOLHA DE SÃO PAULO (2.7.95). São Paulo, p.5. (Cad. Especial).

NOTA: A rentabilidade líquida foi obtida com as regras de tributação atuais (10% do IR sobre o rendimento bruto).

(1) Projeção para junho/95. (2) Até 22.06.95. (3) Até 30.06.95.

A maior rentabilidade líquida nominal (descontado o Imposto de Renda) nesse período foi a do Certificado de Depósitos Bancários, pré-fixado em 55,25%. O ganho sobre a inflação (IPCr) ficou em 14,75%.

Em seguida, vieram os fundos de renda fixa e de commodities, com alguma vantagem sobre a caderneta de poupança, que ganhou competitividade a partir de março deste ano, com a mudança do redutor da TR de 1,2% para 1%.

As aplicações de renda fixa com menor rentabilidade foram o Fundo de Aplicações Financeiras (FAF) conhecido como "fundão" e os fundos de curto prazo (criados como fundão em URV), justamente os que permitem saque diário sem qualquer carência inicial.

Considerando-se os chamados ativos de risco, constata-se que tanto o dólar como o ouro e as ações apresentaram perdas significativas.

A justificativa para a *performance* do dólar é a de que o Governo usou-o para conter os preços internos, mantendo-o desvalorizado frente ao real.

Quanto à queda das ações, os motivos vão desde o congelamento das tarifas públicas, que foi visto como negativo para a rentabilidade das estatais, passando pelo fato de que o programa de privatização não foi desenvolvido como previsto e chegando até ao reflexo da crise cambial mexicana na economia do País.

A partir de março, com a mudança na política cambial (desvalorização do real com a adoção da banda cambial), os juros internos elevaram-se, o que também foi um fator desfavorável ao rendimento das aplicações de risco.

Para o segundo semestre do ano, o setor financeiro já refletirá no seu desempenho a desindexação da economia, cuja medida provisória foi divulgada em 1<sup>o</sup> de julho.

Na área financeira, as decisões mais importantes do Governo foram:

- a criação da Taxa Básica Financeira (TBF) como referência dos juros primários na economia. Ela terá metodologia semelhante à da Taxa Referencial de Juros (TR), calculada pela média dos CDBs de 30 dias sem redutor;<sup>8</sup>
- a TR continua existindo, com o redutor de 1% passando para 1,2%;

---

<sup>8</sup> Atualmente, o crédito oferecido pelas instituições financeiras está sujeito à cobrança de TR mais juros.

- passam a existir duas novas modalidades de poupança — a poupança vinculada ao financiamento habitacional e os depósitos a prazo de reaplicação automática. A primeira será corrigida pela TR e terá prazo mínimo de três anos de depósito. Após esse prazo, será garantida ao poupador uma carta de crédito para a compra do imóvel, ou a construção em terreno próprio, e um financiamento de até 60% do seu valor. A segunda terá prazo mínimo de 90 dias, remuneração pela Taxa Básica Financeira e um prêmio variável conforme a instituição. A remuneração será creditada a cada três meses e será tributada pelo Imposto de Renda com uma alíquota de 10% e não terá a garantia de risco do Governo como a poupança tradicional;
- a poupança tradicional continua remunerando o poupador a cada 30 dias pela TR mais juros mensais de 0,5%. Como o redutor da TR, que é de 1%, aumenta para 1,2%, isso se refletirá na redução do rendimento;
- a garantia oficial aos poupadores da caderneta de poupança, em caso de liquidação do banco, baixa de R\$ 19.218,00 para R\$ 5.000,00.

Como se observa, as mudanças não são radicais para o mercado financeiro. Entretanto a tendência é a de que o Governo crie regras unificadas para os fundos de investimentos, dando-lhes o mesmo regime tributário e remuneração pela Taxa Básica Financeira. Também no futuro deverá continuar existindo um fundo com liquidez diária, que provavelmente terá uma taxa sobre o rendimento bruto. Os fundos de *commodities* ficarão restritos às *commodities* e deverão passar a ser aplicações de risco.

Quanto ao crédito, o Governo não fez nenhuma interferência. Dessa forma, não haverá alterações na fórmula de correção de cartões de crédito, crediário e dívidas bancárias (empréstimos financeiros).

### 3 - Considerações finais

O Governo, desde a implementação do Plano Real, tem ancorado a estabilidade dos preços tanto na política cambial quanto na monetária.

No início, pode-se dizer que a primeira exercia um poder maior no controle do processo inflacionário, mas os reflexos da crise cambial mexicana na economia brasileira acabaram fragilizando o seu uso.

As autoridades monetárias, face a esse fato e diante da persistência da expansão do consumo, passaram a usar mais intensamente os instrumentos de controle da oferta da moeda e do crédito, bem como elevaram as taxas de juros.

O resultado dessa política monetária restritiva até o momento é inegável em termos de controle dos preços, todavia existem limites objetivos a ela, como, por exemplo, a queda acentuada do nível de atividade da economia (recessão), o crescimento do desemprego, a crescente desintermediação financeira, o elevado grau de inadimplência e o aumento do serviço da dívida interna.

Deve-se considerar, por outro lado, também uma questão de fundo crucial: procura-se conter a demanda agregada pela restrição do consumo privado (via juros e controle de crédito), enquanto persiste a contínua expansão dos gastos públicos via déficit orçamentário (para maiores detalhes, ver **Política Fiscal**).

Há, ainda, o efeito colateral do aperto monetário sobre o ajuste externo: a elevação dos juros domésticos atrai capitais de curto prazo, facilitando a reversão dos fluxos cambiais negativos. Isso resulta, entretanto, em tendência para apreciação da taxa de câmbio, dificultando a retomada de crescimento das exportações, única forma de sustentar saldos na balança comercial.

Quanto à desindexação da economia promovida pelo Governo, pode-se considerá-la apenas como parcial, pois, das três formas residuais de indexação — salários, correção dos ativos e passivos financeiros pela TR e correção dos balanços e impostos federais pela UFIR —, as autoridades monetárias só extinguíram definitivamente a primeira.

## **Bibliografia**

BANCOS apresentam balanços positivos (1995). **Gazeta Mercantil**. São Paulo, p.3, 3 jul.

NOTA PARA A IMPRENSA (1995). Brasília: BACEN, 20 jun.