

A EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA: TAXA DE JUROS, DEPÓSITOS COMPULSÓRIOS E LIQUIDEZ DOS FUNDOS

3/8/95

Há poucos dias foram divulgadas as novas normas que regerão a indústria dos fundos a partir do último trimestre deste ano. Foi também anunciado um alívio no compulsório sobre os depósitos à vista, porém obrigando os bancos a direcionarem os recursos liberados para o crédito agrícola. Tais medidas se enquadram no novo desenho da política monetária, o qual visa recompor a eficácia de seu principal instrumento: a taxa de juros.

Façamos um breve retrospecto para explicarmos por que a taxa de juros tornou-se ao longo dos anos um instrumento comparativamente ineficaz de política monetária. O gráfico mostra a evolução da taxa over real, isto é, a taxa over nominal efetiva deflacionada pela inflação oficial (centrada). O gráfico mostra, portanto, o custo real básico do dinheiro na economia.

Alguns pontos ficam bastante claros. No período 1979/81, os limites quantitativos aos empréstimos bancários faz a taxa real ficar sistematicamente negativa; mas isso apenas indica que o preço (juros) não é naquele período um bom indicador da escassez do dinheiro, posto que havia limitações quantitativas fortes.

Há um significativo aumento da volatilidade da taxa real no período dos planos econômicos (pós fevereiro/1986). Parte dessa volatilidade pode ser atribuída à dificuldade em se calcular a inflação relevante nos momentos em que esta cai subitamente (nos planos), mas ainda assim permanece o resultado básico do aumento da volatilidade no período dos planos econômicos.

A partir do último trimestre de 1991, ocorre uma significativa elevação dos juros reais, através de uma deliberada decisão de política monetária que visava conter a hiperinflação frente à devolução dos cruzados e à midi-desvalorização de final de setembro/1991. Como se sabe, tal política deliberada de juros muito elevados foi

responsável pela extremamente dispendiosa acumulação de reservas internacionais que viabilizou o plano Real.

Após a deflagração do plano Real, a política de juros reais elevados continuou, como se depreende da parte final do gráfico. O período desde o último trimestre de 1991 constituiu-se no período de taxas de juros consistentemente mais elevadas da nossa história.

No entanto, os juros extremamente elevados **pré** plano Real foram incapazes de impedir a escalada megainflacionária, bem como os também escorchantes juros **pós** plano Real foram pouco eficazes em conter a expansão da demanda doméstica dos primeiros trimestres do Real. Antes do plano Real, a demanda por moeda era (e em grande medida continua sendo) extremamente inelástica a juros altos, por várias razões, dentre as quais destaca-se o impacto mínimo da taxa de juros mais altas sobre a demanda de bens e serviços. Isto se deve basicamente a que:

- 1) firmas e famílias já pouco recorriam ao crédito, ou seja, o volume de crédito pouco diminuía frente às taxas mais altas de juros; e
- 2) inexistiam ativos financeiros de longo prazo, ou, quando existiam, eram indexados à taxa de juros de curto prazo (TR). Quando os juros de curto prazo subiam, a riqueza financeira só aumentava, impactando ao contrário do que se almejava no mercado de bens e serviços.

Após o plano Real o crédito se recompôs bastante, mas ainda está longe dos níveis de uma economia de inflação reduzida. Da recomposição do crédito às firmas e às famílias depende grandemente a eficácia do instrumento juros. Entretanto, a transição para um novo equilíbrio com volumes maiores de crédito na economia não pode ser muito brusca, sob o risco de provocar o recrudescimento inflacionário. Por isso foram adotadas as restrições quantitativas (os compulsórios elevados), as quais deveriam permitir o controle do processo de expansão do crédito.

O fato é que a política de juros elevados aliada aos altos compulsórios acabou ocasionando o fim do ciclo de expansão baseado no crédito que sucedeu ao Real. Concomitantemente, retornou a confiança dos investidores internacionais (e baixaram os juros nos EUA), e esses voltaram a despejar seus recursos de curto prazo em títulos brasileiros. No mês passado registrou-se só no segmento financeiro do mercado de dólar comercial um saldo líquido de US\$ 2.108 milhões, contra apenas US\$ 3 milhões no mês de junho e US\$ 927 milhões em maio. A persistirem tais números, estaremos de volta ao período anterior ao plano Real, no qual entravam liquidamente no país a cada mês pouco menos de US\$ 2 bilhões (incluindo também as contas de comércio).

Os efeitos da enxurrada de cambiais atrás dos juros altos são bem conhecidos: pressão para a valorização do câmbio e/ou significativa emissão de **dívida pública** com os negativos efeitos sobre a conta de juros do orçamento federal. Já retornamos ao nível bastante confortável de quase US\$ 40 bilhões de reservas cambiais. Acumular reservas além desse patamar—como inexoravelmente terá que fazer o Banco Central para evitar a apreciação do câmbio se não quiser reduzir os juros—é indesejável, pois trata-se apenas de financiar um ativo que pouco rende (as reservas internacionais) com um passivo caríssimo (a dívida pública).

Dada a atual conjuntura de demanda agregada pouco aquecida e entrada maciça de capitais, o que se deve fazer? Reduzirem-se os juros? Reduzirem-se ou retirarem-se os compulsórios? Tentar forçar o alongamento da dívida pública?

Provavelmente um pouco de cada uma das medidas acima. Inicialmente é importante ressaltar que os eventuais problemas de falta de demanda setoriais não devem ser solucionados através da política monetária. Esta é, por sua própria constituição, abrangente, sendo pouco adequada para tentar solucionar desequilíbrios setoriais. O plano Real enfrentará neste segundo ano importantes choques de preços oriundos de tarifas públicas (a maioria delas congeladas até aqui) e provavelmente do setor agrícola (que muito ajudou no primeiro ano do Real). O câmbio também deverá ter trajetória bastante diversa do primeiro ano do Real. Para que todos esses fatores não resultem na

volta da inflação é imprescindível que as condições de demanda sejam mantidas sob controle. Enquanto não forem tomadas medidas mais abrangentes de controle dos gastos públicos (o que é urgente), afrouxar a política monetária para voltar a crescer é condenar à morte o plano Real.

Sob este aspecto foi muito negativo o direcionamento de parte dos depósitos compulsórios para o crédito agrícola. O Banco Central não é banco de fomento e não pode permitir que voltemos a cometer os erros que já fizemos no passado. Crédito subsidiado deve constar do orçamento, e não ser escondido na contabilidade do Banco Central.

Muito embora se possa dizer que os juros serão calibrados só com o olho na demanda doméstica, e não no fluxo de capitais, tal afirmação não encontra respaldo no dia a dia da política econômica. Afinal, sob mobilidade internacional de capitais, os capitais encontram sempre algum jeito de fluir para dentro do país e de se aproveitar das altas taxas de remuneração, expandindo o crédito, valorizando o câmbio e/ou forçando a emissão de mais dívida pública.

Assim, melhor seria se pensar numa redução maior dos juros de curto prazo, concomitante ao oferecimento de títulos mais longos com taxas (e/ou indexadores) mais atraentes. Tais medidas começariam a recriar uma *yield curve* em nosso mercado financeiro, condição indispensável para aumentar a eficácia da política monetária.

As modificações da indústria dos fundos também vêm na direção de alongar o perfil das aplicações financeiras. Entretanto, tais modificações parecem não levar na devida conta alguns ensinamentos da realidade internacional. Nos EUA, repetindo um exemplo do professor de Harvard Gregory Mankiw, V. pode pagar um almoço com um cheque emitido contra um fundo mútuo de ativos imobiliários. Ou seja, é como se fosse dada liquidez aos tijolos dos prédios que constituem o ativo do fundo. Tal provisão de liquidez pelo setor privado **não** faz com que o FED perca o controle sobre a inflação nos EUA.

Não é o fato de cada um individualmente ter a sensação de possuir ativos líquidos que dá liquidez aos mesmos. Se a inflação americana sair de controle, o FED elevará os juros, derrubando os preços dos ativos, entre os quais os prédios do ativo do fundo imobiliário. Isto, e não restrições aos prazos dos fundos, é que garante que o FED tem controle sobre a inflação. As modificações introduzidas não impõem restrições aos prazos, mas as induzem ao exigir previamente que o cliente decida por quanto tempo vai deixar o dinheiro no fundo. A redução dos juros de curto prazo juntamente ao oferecimento de títulos mais longos com taxas mais atraentes, e um IOF cuja alíquota incidisse *a posteriori* (ou seja, no momento do saque da aplicação) e de forma declinante com o tempo da aplicação são caminhos que podem conduzir com maior eficácia ao fim pretendido de alongar as aplicações financeiras, e a dívida pública em particular. Tal alongamento é indispensável para se recobrar a eficácia da política monetária.

Atenciosamente,

Márcio G. P. Garcia