

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E PLANEJAMENTO ECONÔMICO

Este exemplar corresponde à redação final da
tese defendida pelo aluno Domério Nassar de Oli-
veira e aprovada pela comissão julgadora

Campinas, 16 de dezembro de 1983

Assinatura

"POLÍTICA MONETÁRIA E DINÂMICA BANCÁRIA:
UMA REVISÃO CRÍTICA DOS CONCEITOS E DA
EXPERIÊNCIA BRASILEIRA PÓS 1980"

DOMÉRIO NASSAR DE OLIVEIRA

Orientador: Prof.Dr.Luís Gonzaga de Mello Belluzzo

OL4p

5395/BC

SÃO PAULO
1983

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL

ÍNDICE

	<u>Pág.</u>
<u>PREFÁCIO</u>	
1. <u>INTRODUÇÃO</u>	01
2. <u>DETERMINANTES DA LIQUIDEZ PRIMÁRIA</u>	03
2.1. Crítica ao Conceito Tradicional de Base Monetária no Brasil.	03
2.2. Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias: A Impropriedade na Designação "Passivo Não Monetário" e "Passivo Monetário".....	06
2.3. Os Fatores Determinantes das Taxas de Captação no Mercado Monetário.....	10
2.3.1. A Oferta de Reservas.....	10
2.3.2. A Demanda por Reservas.....	13
2.3.3. Oferta Versus Demanda de Reservas: As Reservas Livres.....	16
2.3.4. As Taxas de Juros Oferecidas pelos Títulos Transacionados no Mercado Monetário.....	19
3. <u>DETERMINANTES DA LIQUIDEZ SECUNDÁRIA</u>	36
3.1. Os Bancos Comerciais e a Criação de Depósitos: Uma Revisão Crítica das Idéias Tradicionais.....	37
3.2. O Papel das Demais Instituições Financeiras: Uma Rápida Consideração.....	50
3.3. Os Depósitos à Vista e o Multiplicador de Depósitos a Prazo.	52
4. <u>POLÍTICA ANTIINFLACIONÁRIA: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA RECENTE (1981-1983)</u>	56
4.1. A Contração Real da Base Monetária.....	57
4.2. As Reservas Livres: Saldos Negativos Durante 1981, 1982 e 1983.....	61
4.3. A Contração Real dos Meios de Pagamento.....	71
4.4. Os Resultados da Política Antiinflacionária: Uma Avaliação Crítica.....	76
5. <u>CONSIDERAÇÕES FINAIS</u>	90
<u>BIBLIOGRAFIA</u>	100

PREFÁCIO

As idéias que defendo neste trabalho foram amadurecidas durante os anos de atividade profissional em que estive próximo do mercado monetário. Muitas delas resultaram do acompanhamento e da observação empírica de fatos e processos monetário-financeiros que não se conformavam aos conceitos mais convencionais que trazia de minha formação acadêmica. Com esta tese meu objetivo é o de ordenar e submeter tais idéias à discussão aberta, esperando que possam contribuir para o entendimento dos complexos mecanismos que regem as práticas monetário-financeiras.

Quero registrar, por outro lado, minha gratidão para com Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo, professor e amigo, em quem sempre encontrei estímulo intelectual para abordar os temas que desenvolvo ao longo da presente tese. Quero também agradecer aos amigos Maria Cecília Rossi, Aloysio Vieira Neto, Décio Haniu e Humberto Tavoraro Neto pela disposta colaboração na montagem dos gráficos e quadros e à Maria Silvia Rão Pereira de Almeida pelo paciente trabalho de dactilografia.

São de minha inteira responsabilidade quaisquer erros eventualmente cometidos.

A propósito do comportamento dos agentes econômicos ante a incerteza associada a fenômenos sobre os quais não existe base científica para o cálculo probabilístico:

"I. Supomos que o presente constitui um guia muito mais prestimoso para o futuro do que um ingênuo exame da experiência passada mostraria que foi até hoje...

II. Supomos que o vigente estado de opinião, expresso em preços e no caráter da produção existente, baseia-se num sumário correto das futuras perspectivas,... a menos que algo novo e importante penetre no quadro

III. Por saber que a opinião individual carece de valor, procuramos voltar-nos para a opinião do resto do mundo... A psicologia de uma sociedade de indivíduos, cada um dos quais procurando copiar os outros, leva ao que podemos denominar rigorosamente de opinião convencional."

John M. Keynes

A propósito da dinâmica de criação dos depósitos bancários e das dificuldades para sua compreensão:

"Resultou, apesar de tudo, extremamente difícil para os economistas reconhecer que os empréstimos bancários e as inversões bancárias criam depósitos... Nem sequer hoje em dia se pode dizer que todos seus aspectos de maior importância estejam plenamente entendidos. Esta é uma interessantíssima ilustração das inibições que tem que vencer o progresso analítico e, em particular, do fato de que as pessoas podem estar familiarizadas durante gerações inteiras com um fenômeno, e até discutí-lo frequentemente, sem se dar conta de sua verdadeira significação e sem admití-lo em seu esquema geral de pensamento."

Joseph A. Schumpeter

1. INTRODUÇÃO

São muitas as declarações de membros da equipe econômica onde fica patente a visão oficial de que a inflação brasileira decorre da pressão de uma excessiva demanda agregada sobre a capacidade de produção de nossa economia. De igual modo, são inúmeras as menções em publicações oficiais que expressam, direta ou indiretamente, esse mesmo pressuposto, partilhado também por grande parte dos economistas e do empresariado brasileiros. A título de exemplo, lembre-se das constantes referências, presentes nos "Orçamentos Monetários" publicados pelo Banco Central para os últimos anos, que enfatizam a vinculação entre a expansão dos dispêndios públicos e a aceleração inflacionária.

De forte apelo intuitivo e cativante obviedade, a idéia de que a inflação brasileira é de demanda reforça-se quando, recorrendo-se a argumentos de cunho monetarista, atribuem-se indevidamente vínculos de causalidade à simples correlação estatística, observável na economia brasileira, entre a expansão dos agregados monetários convencionais (base monetária e meios de pagamento) e o índice de inflação.

À sedimentação desse diagnóstico também contribui a identificação do déficit público como origem das pressões expansionistas sobre a liquidez primária as quais, se supõe, estariam criando ou sancionando monetariamente a excessiva demanda agregada, responsável pela alta contínua dos preços. Incorporando pudores contábeis da classe empresarial, as propostas para que se restabeleça o equilíbrio orçamentário, tido como indispensável para a desaceleração da inflação, conformam-se em verdadeira cruzada de opinião que endossa e fortalece o argumento de que a inflação brasileira é de demanda.

Pois bem, é com esse arcabouço conceitual, amparado pelo coro das vozes de grande parte dos empresários, que o governo investe esforços em conter e encarecer a liquidez da economia para inibir a demanda que se imagina excessiva e assim arrefecer o ritmo inflacionário.

Conter e encarecer a liquidez significa conter e encarecer os meios de pagamento. Para tanto se faz necessário não só inibir a criação de liquidez primária como também sua criação secundária, viabilizada pelo poder de emissão própria que cada banco individualmente possui e pelo notável movimento de compensação de pagamentos que o sistema bancário promove diariamente.

Antes de analisarmos os números e avaliarmos a eficácia da política antiinflacionária que o país vem experimentando nos últimos anos procederemos à revisão crítica de alguns conceitos referentes aos fatores que influenciam a evolução primária e secundária da liquidez.

2. DETERMINANTES DA LIQUIDEZ PRIMÁRIA

De partida, é preciso fazermos uma importante digressão para explicitarmos e discutirmos o conceito convencional de base monetária no Brasil que, a nosso ver, não é adequado à distinção analítica dos movimentos de expansão primária e secundária da oferta de moeda.

2.1. Crítica ao Conceito Tradicional de Base Monetária no Brasil

Como se sabe convencionou-se definir base monetária como sendo a somatória dos saldos acumulados do papel moeda em poder do público não bancário, das reservas totais dos bancos comerciais (excluindo-se as do Banco do Brasil) e, aqui a novidade, dos depósitos à vista do Banco do Brasil. O conceito assim expresso pode ser representado pela seguinte equação:

$$BM = PMPP + RTBC + DVBB, \text{ onde}$$

BM = Base Monetária

PMPP = Papel Moeda em Poder do Público Não Bancário

RTBC = RBCcx + RBCvo + RBCco = Reservas Totais dos Bancos comerciais (exclusive Banco do Brasil), onde:

RBCcx = Reserva em Caixa dos Bancos Comerciais

RBCvo = Reserva Voluntária dos Bancos Comerciais em depósito no Banco do Brasil

RBCco = Reserva Compulsória dos Bancos Comerciais em depósito no Banco Central

DVBB = Depósito à Vista do Banco do Brasil

A estranha inclusão dos depósitos à vista do Banco do Brasil no conceito assim formulado deve-se, em nossa opinião, a uma indevida adaptação formal, da definição clássica de base monetária, que a identifica corretamente como sendo o total das exigibilidades monetárias da autoridade monetária, à situação específica de nosso Banco do Brasil que, além de banco comercial, é também autoridade monetária com poder de emissão primária. Dessa forma, sendo o Banco do Brasil autoridade monetária e sendo seus depósitos à vista suas exigibilidades monetárias, não se hesitou em incluí-los como componentes da base(1).

A despeito da popularidade e da institucionalização que tal formulação alcançou, ela não resiste a uma consideração mais detida da funcionalidade a que o conceito de base monetária deve atender. Pois embora possa ser aceita sob um prisma formal, a inclusão dos depósitos à vista do Banco do Brasil não é compatível com a função do conceito em distinguir aquilo que é expansão/emissão primária de moeda - sempre realizada pela autoridade monetária - daquilo que é sua expansão/criação secundária - sempre realizada pelos bancos comerciais.

Na verdade a formulação que se convencionou foi vítima de uma confusão analítica gerada pelo papel ambíguo do Banco do Brasil como banco comercial e autoridade monetária. Pois sendo banco comercial o Banco do Brasil tem também o poder de criar depósitos à vista como qualquer outro banco comercial que, além de contar com faculdade de emissão própria, também participe da compensação diária dos pagamentos correntes em nossa economia. Por outro lado, como pode sacar contra o Banco Central quando fica descoberto nessa compensação, o que ocorre através da "conta movimento" que mantem junto à este último, tem o poder adicional de emitir moeda primária.

Importa pois, para sanearmos o conceito, que se distinga com nitidez quando o Banco do Brasil atua como emissor primário e quando atua como criador secundário da liquidez. A partir do que expusemos no parágrafo anterior pode-se deduzir que o Banco do Brasil só emite moeda original quando saca contra o Banco Central. Dessa forma, uma adequada formulação do conceito de base monetária no Brasil não deveria incluir a totalidade dos depósitos à vista do Banco do Brasil, mas tão somente o saldo acumulado de suas reservas totais, onde se incluem os recursos obtidos através de sua "conta movimento", líquido das reservas voluntárias dos demais bancos comerciais. Só dessa maneira o conceito de base monetária identificaria o estoque de moeda (papel ou escritural) emitida primariamente. Só assim se tornaria transparente a observação e o contraste entre os impactos sobre a liquidez provocados pelas emissões das autoridades monetárias e aqueles originários da mecânica própria do sistema bancário.

Fica aqui a proposta para que a atual definição de base monetária no Brasil seja reformulada, passando a ser a seguinte: base monetária = papel moeda em poder do público não bancário + reservas totais dos bancos comerciais (excluindo-se as do Banco do Brasil) + reservas totais do Banco do Brasil - reservas voluntárias dos bancos comerciais no Banco do Brasil. A exclusão das reservas voluntárias dos bancos comerciais é necessária para que se evite dupla contagem, já que são parte componente tanto das reservas totais dos bancos comerciais quanto das reservas totais do Banco do Brasil. Posto dessa forma, o conceito pode ser expresso pela seguinte equação:

$$BM = PMPP + RTBC + RTBB - RBCvo, \text{ onde}$$

$$RTBB = RBBcx + RBBco = \text{Reservas Totais do Banco do Brasil,}$$

onde:

RBBcx = Reservas em Caixa do Banco do Brasil

RBBco = Reservas Compulsórias do Banco do Brasil em depósito junto ao Banco Central

Importa acrescentar que se, em virtude de futuras reformas institucionais, o Banco do Brasil deixar de ser autoridade monetária, restringindo sua atuação a de um banco comercial comum, automaticamente o saldo da "conta movimento" tornar-se-á estático, não mais influenciando variações na base por deixar de influenciar as reservas totais do Banco do Brasil.

2.2. Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias: A Impropriedade na Designação "Passivo Não Monetário" e "Passivo Monetário"

Tendo tratado da questão acerca da natureza dos componentes da base monetária convém agora que a consideremos no âmbito do que representa no Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias (Banco Central + Banco do Brasil) ou, em sua versão projetiva, no Orçamento Monetário - quadro I. Aí, as variações da base monetária indicam estar havendo emissão original para financiamento das aplicações, do ativo, das autoridades monetárias. Impropriamente, convencionou-se designar essa "fonte", esse item do passivo, como passivo "monetário" para contrastá-lo com os demais itens do passivo designado como "não monetário", "fontes" de recursos já existentes e captados do restante da economia(2).

Convém destacar que tanto os recursos provenientes do passivo "monetário" quanto aqueles oriundos do passivo "não monetário" são de natureza monetária, ou seja, são moeda (papel ou escritural). O que os dis-

ORÇAMENTO MONETÁRIO 1981-1983

DISCRIMINAÇÃO	1981	1982		1983 (1)	
	SALDO (CR\$BILHÕES)	SALDO (CR\$BILHÕES)	VARIACÃO ANUAL (CR\$BILHÕES) (%)	SALDO (CR\$BILHÕES)	VARIACÃO ANUAL (CR\$BILHÕES) (%)
I - ATIVO	3.573	5.411	1.838	9.693	4.282
1 - EMPREST.DO BB	2.081	3.515	1.434	5.624	2.109
CUSTEIO Agríc.	492	963	471	1.574	611
PREÇOS MÍN.	119	189	70	307	118
CAFÉ	126	194	68	330	136
AÇÚCAR - COMERC.	72	101	29	157	56
FINEX	186	322	136	636	314
PROÁLCOOL	104	172	68	301	129
REC. EXTERNOS	125	204	79	326	122
INVEST. RURAL	169	259	90	453	194
OUTROS	688	1.111	423	1.540	429
2 - REDESC.DO BACEN	280	554	274	1.075	521
CAFÉ	18	27	9	71	44
MANUFAT. EXPORTÁVEIS	261	525	264	998	473
OUTROS	1	2	1	5	3
3 - FUNDOS E PROGRAMAS	238	371	132	659	288
FUNAGRI	146	236	90	437	201
- PROÁLCOOL	49	90	41	189	99
- OUTROS	97	146	49	248	102
RESERVAS MONET.	63	64	1	62	- 2
CAFÉ	6	37	31	112	75
PROTERRA	1	1	0	1	0
OUTROS	22	33	11	47	14
4 - GF-ADIANT.P/OPER.ESPECIAIS	201	289	88	336	47
Aviso GB - 588	64	74	10	73	- 1
Aviso MF - 87	85	132	47	132	0
ESTOQUES REG.	52	83	31	131	48
5 - PAGTO.P/CONTA DE TERCEIROS	91	39	- 52	175	136
T.N.-Dec. Lei Nº1411/75	6	21	15	170	149
I A P A S	85	13	- 72	0	- 13
OUTROS	0	5	5	5	0
6 - PREÇOS MÍN. - AGF	52	237	185	512	275
BB	52	191	139	420	229
DEMATS BANCOS	0	46	46	92	46
7 - CONTA AÇÚCAR/ALCOOL	0	136	136	410	274
8 - COMERC.DO TRIGO	159	300	141	606	306
9 - CONTAS CAMBIAIS	387	- 328	- 715	- 12	204
10 - OUTRAS CONTAS	84	298	214	418	120
II - PASSIVO	2.385	3.213	828	6.176	2.963
A - TESOURO NACIONAL	560	718	158	3.261	2.543
- REPASSES AS AUT. MONET.	1	200	199	2.643	2.443
- DÍVIDA PÚBLICA	559	518	- 41	618	100
B - DEP.A PRAZO NO BB	92	197	105	375	178
C - DEP.EM MOEDAS ESTRANGEIRAS	1.462	2.740	1.278	4.647	1.907
D - OUTROS DEPÓSITOS	108	146	38	215	69
E - ARRECADAÇÕES DIVERSAS	36	95	59	180	85
F - REC. PRÓPRIOS	- 102	- 951	- 849	- 2.913	- 1.967
- BANCO CENTRAL	- 794	- 2.293	- 1.505	- 5.569	- 3.270
- BB	692	1.348	656	2.651	1.304
G - REC. DE FUNDOS E PROG.	229	267	38	416	149
III. BASE MONETÁRIA	1.188	2.198	1.010	3.517	1.319

(1) PROGRAMADO

tingue não é a natureza mas sim a origem de cada um: emissão primária ou transferência advinda de outros agentes econômicos, respectivamente. Daí a impropriedade da designação "monetário" e "não monetário" para re cursos que, tendo uma mesma natureza, devem ser distinguídos pela origem. Fica assim nossa proposta para que alteremos suas denominações, passando a designá-los como "recursos emitidos" ou "recursos captados", conforme correspondam ou não a novas emissões.

Mais do que um quadro de resultados, o Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias deve ser visualizado como um fluxo de caixa, com "entradas" e "saídas", das autoridades monetárias para com os demais agentes da economia. Do lado das "entradas" no caixa das autoridades monetárias encontram-se as contas do "passivo captado". Do lado das "saí-das" encontram-se as do ativo. O "passivo emitido" (base monetária) re-presenta a "entrada" adicional que supre recursos sempre que houver insuficiência do "passivo captado" em sustentar o ativo.

Deve-se ter claro, portanto, que uma maior ou menor expansão do "passivo emitido" dependerá, respectivamente, de um menor ou maior equi-líbrio no balanceamento entre o "passivo captado" e o ativo das autori-dades monetárias. Daí decorre que a política de controle da liquidez primária diz respeito tanto a contas ativas quanto passivas, quer de natureza financeira, fiscal ou cambial.

Observando-se o quadro I, constata-se que, no lado do ativo, a con-tenção nos empréstimos do Banco do Brasil cobertos pela "conta movimen-to", nos redescontos do Banco Central, nos refinanciamentos de dívidas das estatais (Aviso GB-588), na aquisição de trigo e na aquisição de divi-sas, para citarmos alguns exemplos, é fator de contração da base mo

netária. Da mesma forma, no lado do "passivo captado", o acrécimo dos repasses orçamentários do Tesouro Nacional, da colocação líquida de títulos da dívida pública, dos depósitos a prazo (RDBs) do Banco do Brasil e dos depósitos em moedas estrangeiras, por exemplo, também o é. Simetricamente, quando ocorre aumento naquelas contas ativas ou contração nas passivas, elas se tornam fatores de expansão.

Como se nota, e é relevante frisarmos mais uma vez, o nível de liquidez primária é sempre função do comportamento de contas não somente financeiras, mas também fiscais e cambiais. Por esta razão, quando o governo objetiva conter a criação original de moeda, torna-se necessário que adote medidas atinentes ao conjunto dessas contas. Administrando de forma distinta a intensidade de contribuição de cada uma delas para a contenção da oferta primária de moeda, o governo pode então inibir a expansão das reservas bancárias totais, promovendo seu consequente encarecimento no mercado monetário, onde são transacionadas.

Cabe destacarmos e atentarmos, também, para um importante fator de impacto imediato sobre as reservas do sistema bancário que, embora implícito no item "Dívida Pública" do Balancete Consolidado do Banco Central e do Banco do Brasil, merece especial consideração. Trata-se das operações de venda e compra, no mercado aberto, de títulos federais pelo Banco Central, com respectivas garantias de recompra ou revenda no curtíssimo prazo. É preciso esclarecermos que estas operações de curtíssimo prazo, que diferem da venda e compra final de papéis pelo Banco Central, conferem agilidade a este último para que administre diariamente o volume e o custo das reservas bancárias, ou seja, as taxas do "overnight".

2.3. Os Fatores Determinantes das Taxas de Captação no Mercado Monetário

Tendo em conta todos os pontos abordados passemos agora a considerar mais em detalhe a forma como influenciam a determinação das taxas de captação no mercado monetário, as quais estabelecem o piso mínimo da estrutura de taxas de juros.

Em virtude da instabilidade que tem caracterizado o comportamento das principais variáveis cambiais e monetárias em nossa economia e da consequente incerteza que embaça o horizonte futuro, tornando imponderável o cálculo probabilístico, as taxas de captação para os prazos mais longos são basicamente determinadas pela taxa equivalente vigente para a captação de empréstimos de curtíssimo prazo ("overnight"). As taxas do "over", por sua vez, têm como determinantes a interação entre a oferta de reservas bancárias totais, definida pela evolução da base monetária, e a demanda por tais reservas, definida pelas necessidades de recolhimento compulsório e voluntário dos bancos e de manutenção de caixa em moeda manual para atendimento a suas transações correntes com o público.

2.3.1. A Oferta de Reservas

Conforme mencionamos no parágrafo anterior a oferta de reservas no mercado depende basicamente dos movimentos da base monetária, os quais, por sua vez, dependem do comportamento das contas ativas e do "passivo captado" que compõem o Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias.

Obviamente, variações no estoque de papel moeda em poder do público não bancário (PMPP) também afetam as reservas bancárias. Mas tais variações, estando atreladas a variações do nível nominal da renda e a alterações institucionais que influenciem os hábitos de pagamento, não são significativas no curto-médio prazos, tornando-as pouco relevantes para a análise que ora desenvolvemos.

Para efeito de uma melhor visualização, podemos, então, expressar a função oferta de reservas da seguinte forma:

$$OR = f(BM - PMPP), \text{ onde}$$

OR = Oferta de Reservas

Ressalte-se que influenciando a evolução diária da base e, também, a oferta diária de reservas, encontram-se, além das operações de empréstimos de liquidez, as injeções ou vazamentos de recursos que, no curtíssimo prazo, o Banco Central costuma promover no mercado, através da compra com garantia de revenda e da venda com garantia de recompra de títulos federais.

Cabe lembrar que, quando o Banco Central empresta ou toma recursos através dessa compra e venda de papéis, o custo médio diário das reservas é bastante influenciado pelo nível da taxa determinada pelo Banco Central para a colocação ou retirada desses recursos do mercado. Ou seja, como o mercado não pode, no dia a dia, antecipar qual o volume de recursos que estará disponível para o atendimento da demanda bancária por reservas, a taxa definida pelo Banco Central em suas operações com os "dealers" funciona como referencial mínimo para as demais transações entre as instituições financeiras. E isto pelo menos até o momento do

dia em que, transcorrido o grosso das operações e satisfeita a maior parte da demanda, as instituições possam decidir por si mesmas, com maior visibilidade e segurança, a que taxa trocarem as reservas que ainda tiverem interesse em negociar.

Deve-se ter claro, assim, que, não só através da quantidade de reservas ofertadas, mas também de forma direta, a autoridade monetária po de definir o patamar das taxas do "over". Conclusão decorrente é a de que, quando o Banco Central opera no curtíssimo prazo, a interação entre oferta e procura de reservas não define por si só o custo diário das mesmas. Pois esta oferta e procura interagem tendo por referência a taxa estipulada nominalmente pelo Banco Central em suas operações.

Por outro lado, não se pode esquecer que, ao longo do tempo, a administração de preços e quantidades de reservas pela autoridade monetária tem que garantir coerência entre essas variáveis, já que, por razões óbvias, não seria possível compatibilizar, por exemplo, preços elevados com quantidades crescentes de reservas ofertadas.

Outro importante fator que afeta a oferta diária de reservas são os empréstimos de liquidez concedidos pelo Banco Central aos bancos comerciais. Tais empréstimos, que têm balizamento por faixas definidas pela própria autoridade monetária, são, evidentemente, limitados. Para cada uma dessas faixas, o Banco Central estipula taxas de juros que se tornam crescentes quão mais alto seja o nível da faixa incorrida. Tanto as taxas quanto as faixas costumam ser revistas periodicamente(3).

Os empréstimos de liquidez se constituem, então, em componentes da oferta de reservas que só a afetam quando demandados pelos bancos.

Ou seja, trata-se de parte da oferta influenciada pela própria demanda bancária.

Merece destaque o fato de que, para incorrerem em tais empréstimos, os bancos comerciais não precisam, necessariamente, se encontrar em dificuldades para cobertura do "caixa". Pois sempre que a taxa de mercado (over) se situar acima das taxas fixadas para aqueles empréstimos, torna-se vantajoso para os bancos tomarem tais recursos para repassá-los no próprio mercado e auferirem o "spread" entre as taxas. Claro está que o Banco Central não vê com bons olhos tais operações. Assim, procura inibi-las, quando as detecta, adotando sanções para os bancos que as tiverem praticado.

2.3.2. A Demanda por Reservas

Vistos os determinantes da oferta, voltemos à análise dos fatores que definem a demanda do sistema bancário por reservas. Tal como mencionado anteriormente, esta demanda depende do volume de reservas compulsórias a serem mantidos pelos bancos junto ao Banco Central, do volume de reservas voluntárias mantidas junto ao Banco do Brasil e do volume de caixa em moeda manual necessárias para atendimento corrente ao público nas agências.

Podemos, então, expressar a demanda do sistema bancário por reservas através da seguinte função:

$$DR = f(RBCco + RBCvo + RBCcx), \text{ onde}$$

DR = Demanda por Reservas

As reservas compulsórias junto ao Banco Central são calculadas a partir de um percentual, estipulado pela própria autoridade monetária, que incide sobre o volume de depósitos à vista e a prazo do sistema bancário. Tanto o recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista, cumprido como média durante determinado período, quanto aquele derivado dos depósitos a prazo, cumprido como valor rígido exigível diariamente, são frequentemente reajustados para cada banco a partir da reavaliação do volume de seus depósitos. Esta reavaliação é feita regularmente tendo sempre em conta um novo e mais atualizado período-base para a aferição daqueles últimos.

Por ser o determinante que mais influencia a procura por reservas, o recolhimento compulsório se constitui em importante variável instrumental de que a autoridade monetária pode lançar mão para impactar a liquidez do sistema bancário. Observando-se o quadro II pode-se deduzir que as reservas compulsórias têm, em média, representado cerca de 83,5% das reservas totais dos bancos comerciais (RTBC), no período que compreende os anos de 1980 a 1983.

As reservas voluntárias, por sua vez, são recursos que, muitas vezes, se originam de créditos na conta corrente que os bancos mantêm junto ao Banco do Brasil e sobre os quais não têm segurança quanto à sua efetiva disponibilidade. Por outro lado, os bancos também procuram manter um saldo credor mínimo nessa conta corrente como precaução para a cobertura de eventuais débitos em seu movimento de compensação diário, não previstos pelo controle rotineiro de "caixa" que cada instituição bancária necessita fazer. De expressão quantitativa substancialmente menor, tais recursos têm tido pequena participação nas reservas totais dos bancos comerciais (RTBC), pouco influenciando a demanda por reser-

QUADRO II
RESERVAS BANCÁRIAS TOTAIS - COMPOSIÇÃO (1) 1975-1983

DESCRIMINAÇÃO	75		76		77		78		79		80		81		82		83 (2)	
	Saldo (CRÉDITOS)	Part. Desc. (%)	Saldo (CRÉDITOS)	Part. Desc. (%)	Saldo (CRÉDITOS)	Part. Desc. (%)	Saldo (CRÉDITOS)	Part. Desc. (%)	Saldo (CRÉDITOS)	Part. Desc. (%)	Saldo (CRÉDITOS)	Part. Desc. (%)	Saldo (CRÉDITOS)	Part. Desc. (%)	Saldo (CRÉDITOS)	Part. Desc. (%)	Saldo (CRÉDITOS)	Part. Desc. (%)
RESERVAS TOTAIS	10	100,0	17	100,0	41	100,0	67	100,0	112	100,0	197	100,0	339	100,0	557	100,0	971	100,0
- Caixa dos Bancos Comerc.	3	30,0	4	23,5	5	12,2	8	11,9	13	11,6	22	11,2	40	13,2	79	14,2	140	20,6
- Depósitos de Bancos Comerc.	7	70,0	13	76,5	36	87,8	59	88,1	99	88,4	175	88,8	299	86,8	478	85,8	831	85,4
.. Compulsórios	2	20,0	8	47,1	29	70,7	51	76,2	84	75,0	169	85,8	253	83,2	479	85,3	785	81,9
.. Voluntários	5	50,0	5	29,4	7	17,1	8	11,9	15	13,4	6	3,0	11	3,6	10	2,5	39	3,5

(1) MÉDIA ANTI INFLAÇÃO DOS SALDOS MENSAIS

(2) DADOS ACUMULADOS ATÉ JUN 83

FONTE: BULETIN FISCAL - BANCO CENTRAL - APO 80 E JUN 83

vas. Do quadro II pode-se deduzir que aquela participação situou-se ao redor de 3,2% em média durante o período que cobre os anos de 1980 a 1983.

As reservas em caixa (moeda manual) são recursos que se destinam às transações com o público nas agências bancárias. De maior relevância que as reservas voluntárias, não chegam, contudo, a ter peso muito significativo na determinação da procura por reservas. Observando-se ainda o quadro II pode-se deduzir que as reservas em caixa cresceram um pouco durante o período que compreende os anos de 1980 a 1983. Nesse mesmo período a participação média dessas reservas nas reservas totais dos bancos comerciais (RTBC) esteve ao redor de 13,3%.

Ao contrário das reservas compulsórias, exigidas pela autoridade monetária, as reservas de caixa têm seu volume essencialmente vinculado ao nível nominal da renda, ao nível da atividade econômica. Já o volume das reservas voluntárias parece depender do grau de eficiência com que os bancos comerciais consigam controlar e prever com segurança seus débitos e créditos em sua conta corrente junto ao Banco do Brasil. Quanto maior essa eficiência menor tende a ser o volume de recursos "ociosos" nessa conta corrente.

2.3.3. Oferta Versus Demanda de Reservas: As Reservas Livres

Após termos analisado separadamente os fatores determinantes da oferta e demanda de reservas, analisemos o significado da resultante da interação entre aqueles fatores: as reservas livres.

As reservas livres são definidas pelo Banco Central do Brasil como

sendo a diferença entre as reservas totais dos bancos comerciais, de um lado, e as reservas compulsórias, mais as voluntárias, mais aquelas em caixa e mais os empréstimos de liquidez, de outro(4). Podemos expressar tal conceito através da seguinte equação:

$$RL = RTBC - RBCco - RBCvo - RBCcx - EL, \text{ onde}$$

RL = Reservas Livres

EL = Empréstimos de Liquidez

Como o próprio nome indica, as reservas livres são as reservas que se encontram à livre disposição dos bancos, ou seja, que não estão subordinadas a quaisquer vínculos com suas necessidades operacionais de "caixa" ou com a autoridade monetária. A magnitude de tais reservas mede o grau de liquidez do sistema bancário, o grau de liquidez primária, e constitui importante parâmetro para se induzir ou não os bancos a inbirem e/ou encarecerem seus empréstimos.

Como já afirmamos em item anterior, as taxas de juros no "over" são determinadas pela interação entre a oferta e demanda de reservas. Sendo também resultante desta interação, as reservas livres mantêm, obviamente, correlação negativa com aquelas taxas.

Assim, quando ocorre expansão da base monetária que aumente as reservas bancárias totais de modo a mais do que atender as necessidades do compulsório, do voluntário e do caixa nas agências, as reservas tornam-se mais baratas e os bancos tendem a absorver o excesso de recursos de que passam a dispor através da ampliação e/ou barateamento de seus empréstimos.

Quando, simetricamente, a base monetária, se contrai, fazendo de- crescer as reservas bancárias totais, o excesso de reservas tende a de saparecer, provocando o encarecimento das mesmas. Nessas circunstâncias, os bancos tendem a retrain seus empréstimos e/ou a elevar suas taxas pa ra compensar a escassez e o acréscimo no custo das reservas bancárias , no custo de captação.

Considerando um determinado banco isoladamente, talvez possamos me lhor demonstrar a mecânica pela qual as reservas livres influenciam o custo e volume de seus empréstimos. Para decidir o quanto emprestar, no dia a dia de sua atividade, um banco sempre precisa, ter em conta dois pré-requisitos operacionais básicos: 1) cuidar para que se maximize o "spread" real das operações que realizar e 2) avaliar se o volume de em préstimos que efetuar não lhe exporá em demasia ao risco de não conse- guir cobrir, através do mercado monetário, o déficit que tais emprésti- mos vierem a criar em sua compensação diária de pagamentos. Assim sendo, o nível das reservas livres existentes no mercado aberto e, portanto, o grau de liquidez desse mercado, influenciam custo e volume dos emprésti- mos por atuarem sobre esses dois determinantes da atividade bancária.

Quando, por exemplo, existe relativa abundância de reservas livres e o mercado está líquido, maior é a segurança dos bancos em expandirem seus empréstimos e se cobrirem na compensação, bem como correspondente- mente menor tendem a ser as taxas que estipulam para os mesmos, já que as reservas bancárias, não sendo escassas, tendem a custar relativamen- te menos. Quando, por outro lado, a situação é a oposta, ocorre exata- mente o inverso.

Pode-se concluir, portanto, que o nível das reservas livres condi-

ciona tanto o ritmo de expansão, a quantidade dos empréstimos bancários quanto as taxas de juros, o preço desses créditos.

2.3.4. As Taxas de Juros Oferecidas pelos Títulos Transacionados no Mercado Monetário

Antes de mais nada, convem esclarecermos que o cerne do que estamos chamando de mercado monetário se constitui das trocas de reservas entre os bancos comerciais, superavitários e deficitários, decorrentes da compensação diária de seus cheques e documentos.

Como já afirmamos anteriormente, em virtude da espessa incerteza que encobre o comportamento futuro das variáveis cambiais e monetárias de nossa economia, não dando visibilidade ao cálculo projetivo, as taxas de juros de mais longo prazo, oferecidas pelos títulos financeiros negociados no mercado monetário, são basicamente determinadas pela taxa equivalente vigente no "over". Isto quer dizer que, com alguma margem de variação, o patamar daquelas taxas tende a ser regido e a se situar em nível próximo àquele que corresponde ao equivalente nas operações de curtíssimo prazo.

Analisemos, com mais detalhe, como ocorre tal determinação.

Enfoquemos, primeiro, o caso dos títulos transacionados no mercado, através dos quais as instituições financeiras captam recursos para suas atividades operacionais. Esses papéis, que passaremos a chamar de "títulos de captação", englobam os Certificados de Depósito Bancário (CDBs), os Recibos de Depósito Bancário (RDBs) e as Letras de Câmbio (LCs).

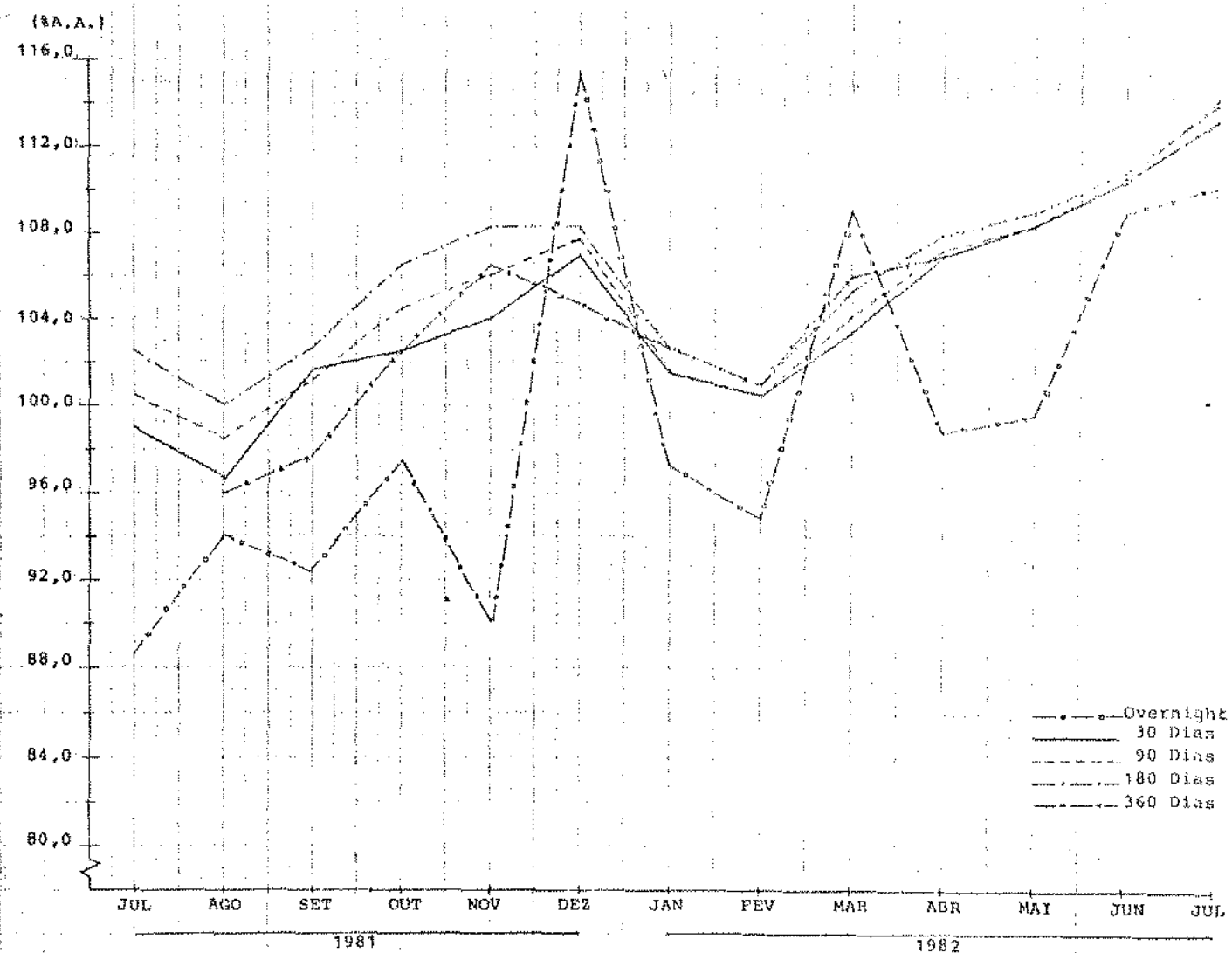
Todos esses papéis de captação têm por parâmetro de negociação uma taxa de juros explícita com que remuneram os aplicadores. Face à instabilidade do cenário conjuntural e à consequente incerteza a que já nos referimos, tanto as instituições financeiras quanto os aplicadores adotam as taxas do "over" como guia balizador das taxas que negociam para os prazos mais dilatados - normalmente as operações se concentram em prazos de até 180 dias. Do ponto de vista das instituições financeiras, há sempre a possibilidade de rejeitarem taxas mais elevadas pleiteadas pelos aplicadores nessas operações mais longas, já que, embora com margem limitada e algum acréscimo de risco, podem sustentar o volume captado, substituindo parte de sua captação a prazos maiores por captação no "overnight". Do ponto de vista dos aplicadores, inversamente, é sempre possível reorientarem seus recursos para o "over", caso as instituições financeiras se recusem a remunerar suas aplicações mais longas a taxas no mínimo iguais às que conseguiriam nas operações de curtíssimo prazo. Tendo em conta o interesse e a mobilidade de cada uma das partes, conforme descrevemos acima, pode-se compreender, então, qual a mecânica de ajustamento entre as taxas de captação para os diferentes prazos e as taxas do "over".

A observação dos gráficos I e II permite constatar o que estamos afirmando. Como se nota, evidencia-se estreita correlação entre as taxas equivalentes do "over" e as que prevalecem para os CDBs nos demais prazos normalmente negociados no mercado.

Quanto ao caso das LCs - gráfico III - é preciso lembrarmos que por serem títulos que captam recursos para financiamentos específicos, as taxas que oferecem são também influenciadas pela situação da demanda dirigida aos bens objetos daqueles financiamentos. Os descompassos tempo-

GRÁFICO 1

CDB PRÉ-FIXADO(1) X OVERNIGHT(2) - RENTABILIDADE BRUTA SA.A. - MÉDIAS ANUAIS 1981-1982



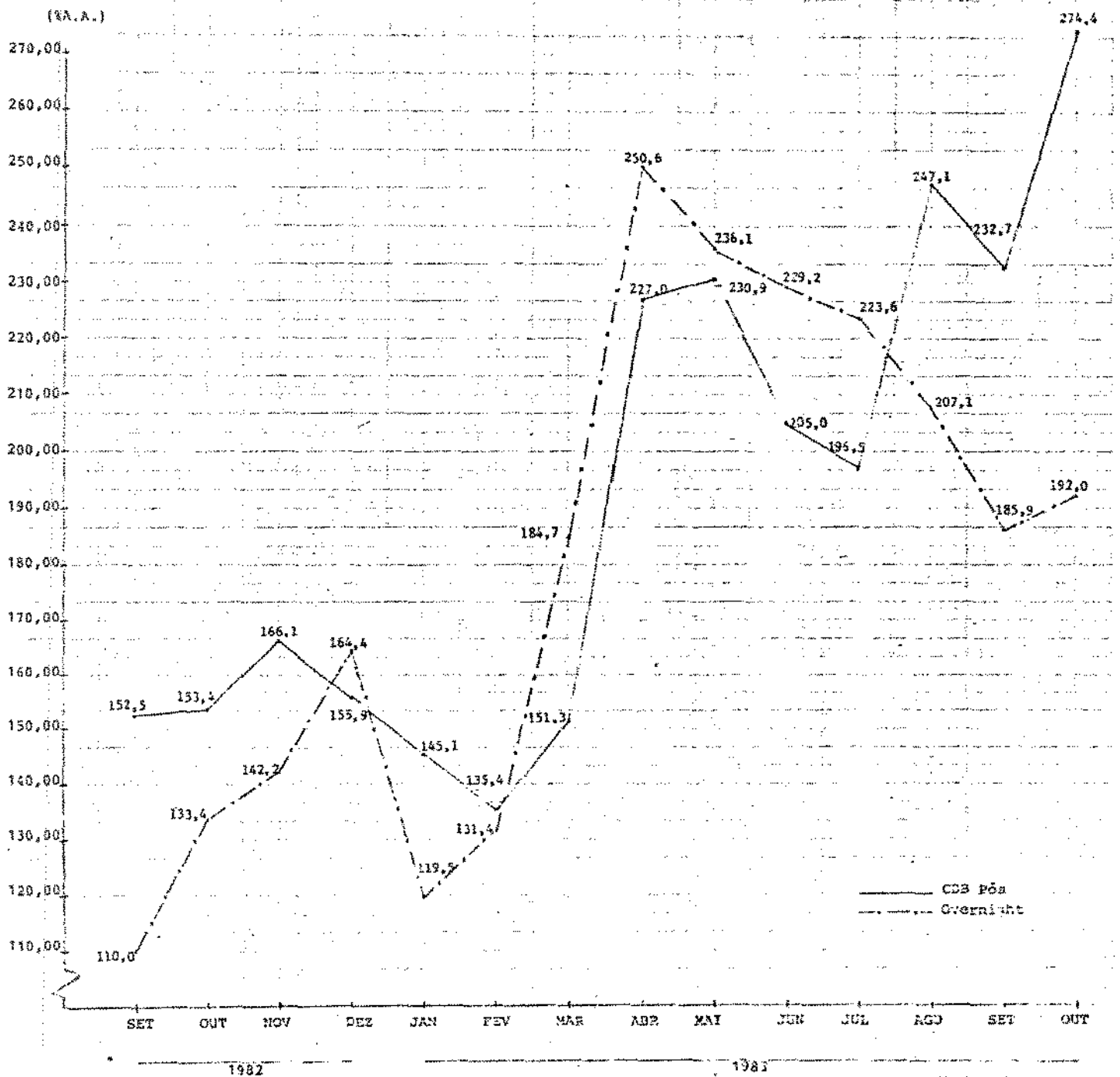
(1) Inclui IRNF de 10%-Aliq. Vigente até Nov.82; as Médias resultam das taxas de 1ª linha, coletadas às 4ªs feiras; prazo = 180 dias.

(2) Taxas Médias efetivas anualizadas (SELIC)

FONTE: ANDINA, Depto Téc. Open Market do Bco. Auxiliar e Mercado

GRÁFICO II

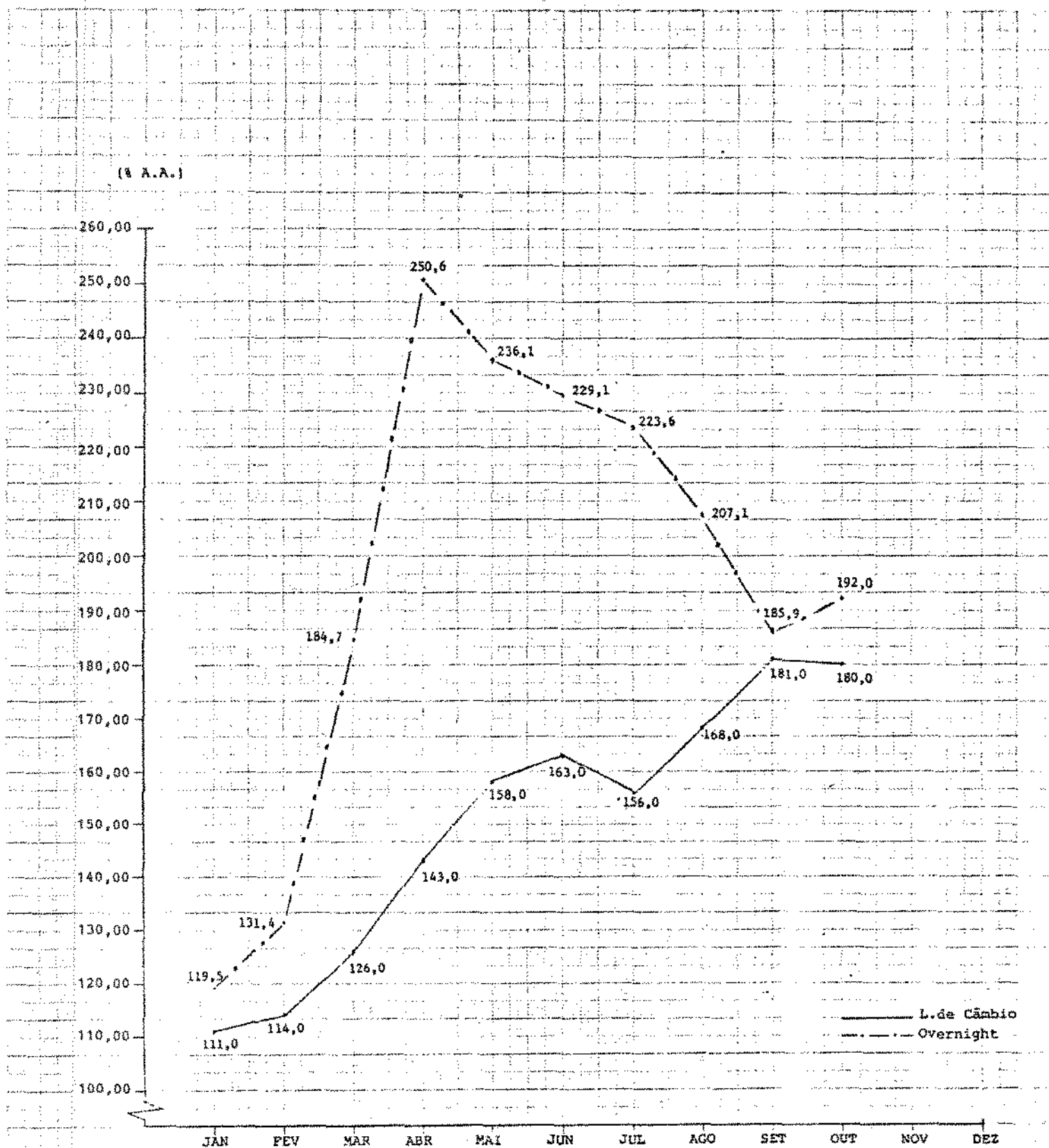
CDB PÓS-FIXADO(1) X OVERNIGHT(2) - RENTABILIDADE MÉDIA MENSAL % A.A. 1982-1983



(1) Anualização do juro bruto mensal de mercado composto sobre a correção monetária do mês; inclui INPC + 30%; as médias resultam de taxas de 12 linhas, coletadas às 49s feiras; prazo = 180 dias

(2) Taxas médias mensais efetivas anualizadas (SELIC)

FONTE: ANDIMA, Depto Tec. Open Market
do Bco. Auxiliar e Mercado



- (1) Taxa bruta incluindo IRNF = 4%; as médias mensais resultam de taxas de 1ª linha, cotadas às 4hs feiras; prazo = 180 dias
- (2) Taxas médias mensais efetivas anualizadas (SELIC)

FONTE: ANDIMA, Depto Têc.Open Market do Bco.Auxiliar e Mercado

rários que podem se abrir entre os juros que aqueles papéis ofereçam e os juros equivalentes no "over", tendem a ser corrigidos em curto prazo pelo movimento dos juros das próprias LCs, uma vez que houver se normalizado a pressão de demanda sobre os bens que financiam.

Retomando nossas colocações conceituais mais genéricas, deve-se ter claro, também, que os prazos de cada operação e a expectativa inflacionária considerada para tais prazos também influenciam os juros dos papéis, ainda que de forma bem menos significativa.

No tocante aos prazos, o que se observa é a existência de correlação positiva entre a dilatação dos mesmos e o nível das taxas oferecidas pelos títulos de captação, até um certo limite de tempo. Esta correlação positiva, entretanto, se inverte e passa a ser negativa para as operações que transcedam esse limite de tempo, "convencionado" pelo mercado como sendo de maior previsibilidade. Esta inversão no sentido da correlação entre prazos e nível das taxas explicita, nitidamente, a precaução das instituições financeiras ante a incerteza decorrente da aleatoriedade da evolução futura do cenário macroeconômico brasileiro. Vale notar que quanto maior o grau de incerteza reinante tão menor tende a ser o período em que prevalece a positividade na correlação entre a extensão dos prazos e o nível dos juros.

Quanto à expectativa inflacionária é preciso esclarecer, antes de tudo, que se trata sempre de uma expectativa "convencional", com base em opinião apoiada na evolução recente do índice de preços e nas metas que o governo se autopropõe. Esta "opinião convencional", que via de regra se refere a operações com horizontes não superiores a seis meses, é de textura frágil e se rompe face a qualquer perturbação mais brusca

da conjuntura monetária e cambial. Por necessidade operacional, contudo, tão logo se assentam os sobressaltos que se seguem àquelas perturbações, o mercado volta a redefinir nova expectativa inflacionária, compatível com os novos traços do quadro conjuntural que se delineia após as alterações ocorridas.

A expectativa quanto aos rumos futuros da inflação é fator que influencia as taxas dos títulos de captação por se constituir em parâmetro de referência e negociação para as pessoas físicas e jurídicas não financeiras que querem aplicar seus recursos, resguardando-os da corrosão inflacionária. Como decorrência dessa preocupação, tende a haver correlação positiva entre a inflação esperada e o nível de juros contratado para os vários prazos de captação junto às entidades não financeiras. É importante destacar que às instituições financeiras, especificamente, cujo objetivo negocial é o de captar recursos a taxas menores do que aquelas a que os repassa, pouco importa qual seja o patamar da inflação futura. Importa, isto sim, que o maximizem o "spread" real, ou seja, a diferença, descontada a inflação, entre os juros a que emprestam e os juros a que captam no mercado. Pode-se, então, concluir que a influência da expectativa inflacionária sobre as taxas dos papéis de captação advém, exclusivamente, do interesse das pessoas físicas e jurídicas não financeiras em obter ganhos reais em suas aplicações.

Voltando à nossa colocação inicial, onde afirmamos ser o custo do "overnight" o determinante básico das taxas dos títulos negociados no mercado monetário, vale discorrermos agora sobre a forma como ocorre tal determinação para os títulos do governo (LTNs e ORTNs), objetos de aplicação das entidades financeiras, não financeiras, e de forma resi-

dual, das próprias pessoas físicas.

Desde logo, é conveniente distinguirmos a forma através da qual se negociam os juros para as Letras do Tesouro Nacional (LTNs) e para as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs). No caso das LTNs, o parâmetro negociado é a taxa de desconto sobre o valor de face do título, pagável em seu vencimento. A taxa de juros do papel fica, então, implicita nesse desconto. Já no caso das ORTNs, o parâmetro negociado é o preço unitário, a cotação presente do título. Dessa forma, a taxa de juros que o papel oferecerá fica a depender de sua valorização posterior, do preço futuro que alcançará.

Como para as LTNs a taxa de juros que oferecem encontra-se embutida e é definida pelo desconto, torna-se mais transparente para o mercado a opção de adquirir ou não o papel, face às expectativas de comportamento dos juros no "over" durante o prazo de sua maturação. Assim, se a taxa de juros implícita do papel for maior ou menor que a do custo esperado de seu financiamento no "over" torna-se, respectivamente, vantajoso ou não adquiri-lo para carregá-lo em carteira. Sendo a taxa de juros esperada no "over" o referencial para negociação das LTNs nenhuma instituição estará disposta a vendê-las com juros implícitos muito acima daqueles vigentes no "overnight", nem, tampouco, a comprá-las se os juros que pagarem estiverem abaixo do custo diário esperado para seu financiamento. Desse modo, o mercado secundário desses papéis tende sempre a ajustar suas taxas de desconto, e os juros nelas implícitos, à expectativa de comportamento futuro do custo de seu financiamento. Esta expectativa, sujeita à aguda incerteza que prevalece no campo monetário, é também de natureza "convencional" e padece da mesma fragilidade a que nos referimos nas páginas anteriores, quando comentamos e caracterizamos a "expec

tativa inflacionária". Embora incorpore a avaliação de medidas ou intenções das autoridades monetárias, é essencialmente formada a partir das taxas presentes no "overnight".

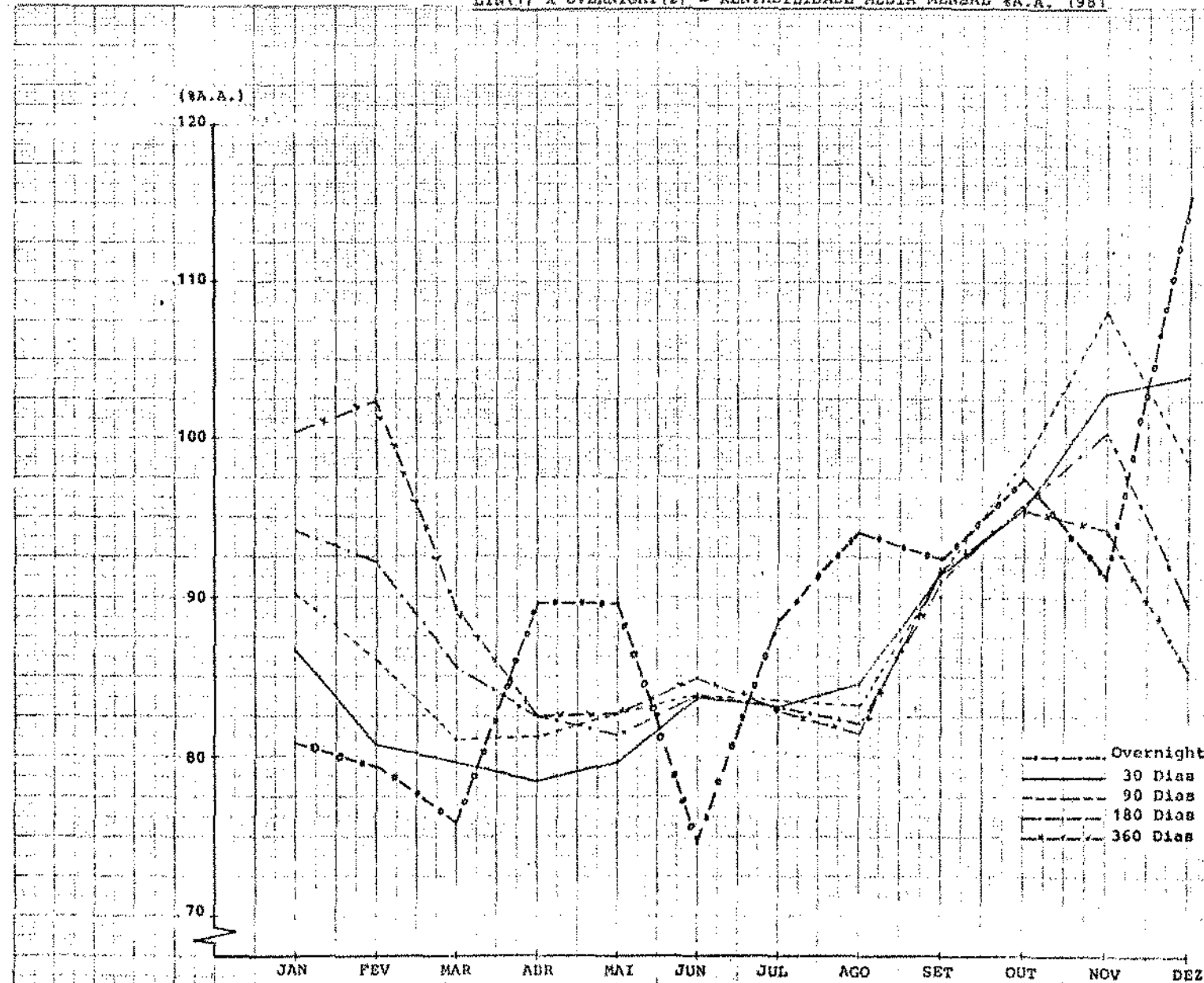
A observação dos gráficos IV, V e VI permite atestar a estreita correlação entre os juros do "over" e os juros das LTNs negociadas no mercado secundário.

No caso das ORTNs cambiais e monetárias, por sua vez, é menos visível a vinculação dos juros pagos por esses papéis aos juros do "over". Como para esses papéis o parâmetro de negociação é seu preço unitário presente, não fica definido "a priori" qual os juros que pagarão. A taxa de rentabilidade dos mesmos permanece em aberto e é sempre uma taxa esperada até o momento em que sejam vendidos pela instituição em mercado ou definitivamente resgatados pela autoridade monetária. Assim, quando se cristaliza no mercado a opinião de que as correções cambial ou monetária deverão se acelerar, o que implica valorização, aumento do preço futuro esperado para as ORTNs, logo as instituições acorrem à compra dos mesmos, elevando suas cotações presentes. Este "agiamento" dos papéis persiste até o ponto em que a taxa de retorno esperada que passem a oferecer, definida pela relação preço futuro esperado/preço presente, se aproxime do custo estimado para financiá-los no "over", tornando pouco atrativa a aplicação nesses títulos. Cabe lembrar mais uma vez, que a expectativa do custo futuro do "over" é essencialmente formada a partir do seu custo vigente, de suas taxas presentes.

É bem verdade que, algumas vezes, o giro de compra e venda de determinadas ORTNs pode descolar da avaliação racional de sua taxa de retorno e ganhar autonomia especulativa. Sem se orientar por parâmetros téc-

GRÁFICO IV

LTN(1) X OVERNIGHT(2) - RENTABILIDADE MÉDIA MENSAL %A.A. 1981

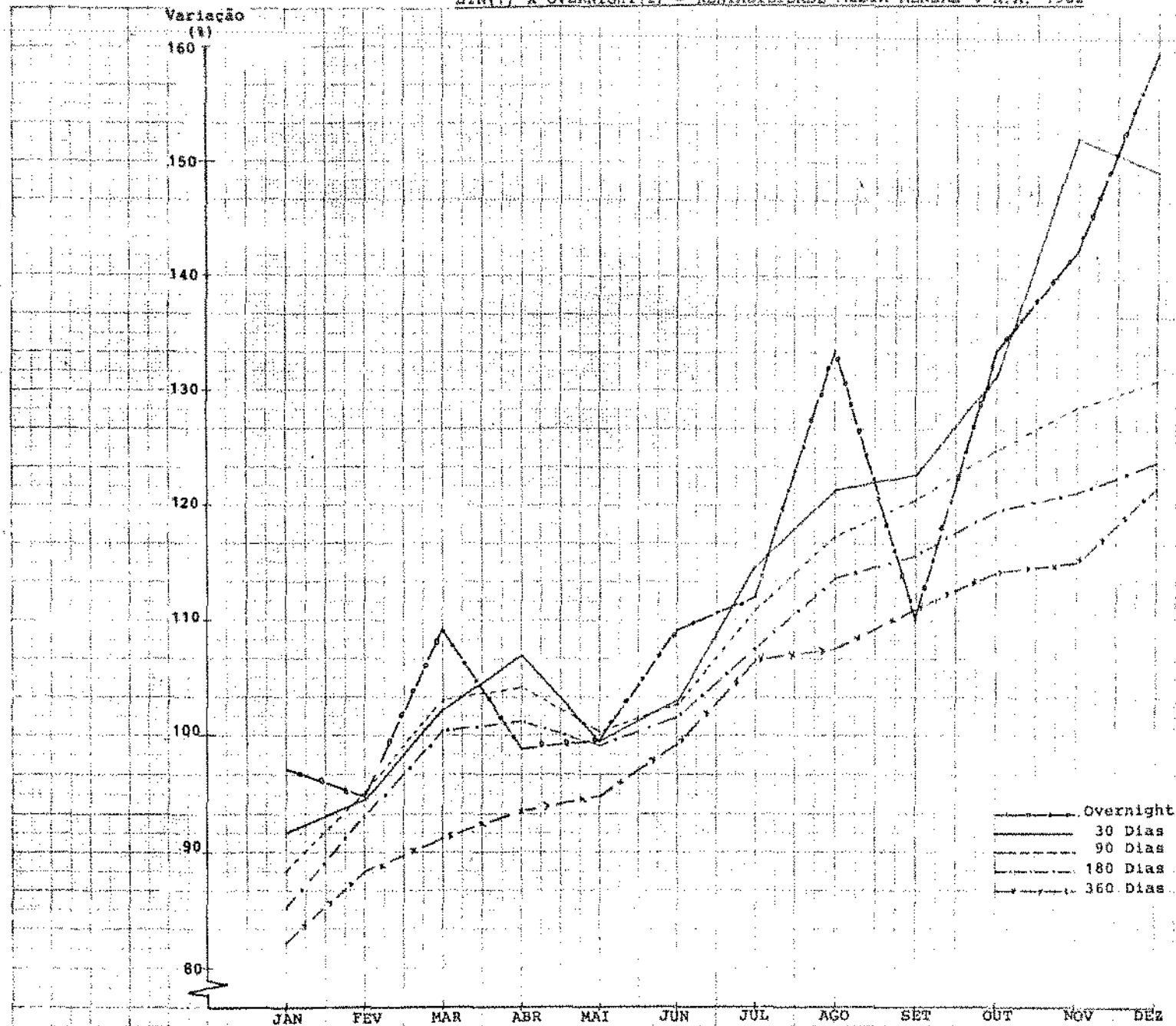


- (1) Mercado secundário; as médias resultam das cotações coletadas às 4hs. feiras; as LTN não são tributadas na fonte
- (2) Taxas médias mensais efetivas anualizadas (SELIC)

FONTE: ANDIMA, Depto Téc. Open Market do Bco. Auxiliar e Mercado

GRÁFICO V

LTN(1) X OVERNIGHT(2) - RENTABILIDADE MÉDIA MENSAL % A.A. 1982



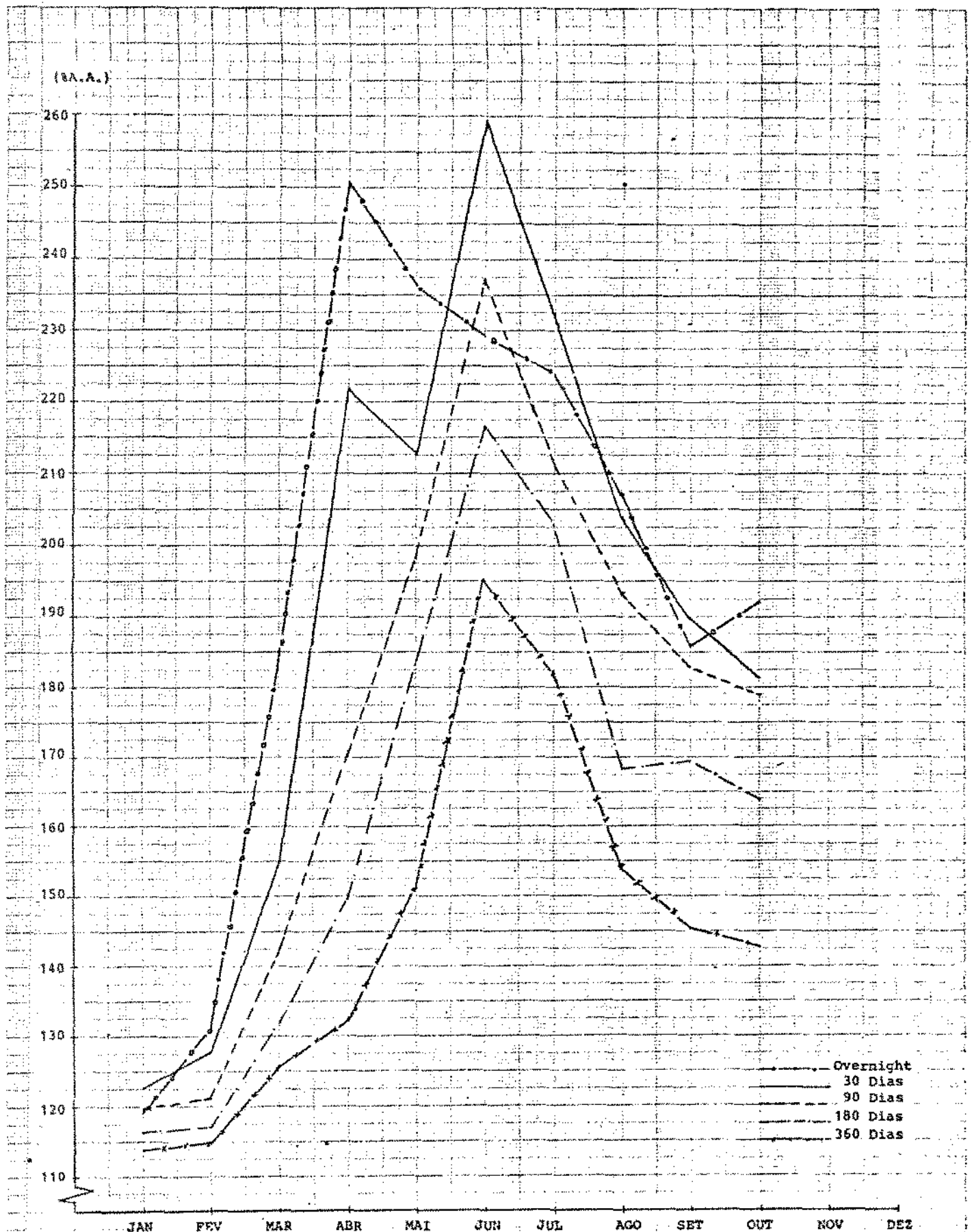
(1) Mercado secundário; as médias resultam das cotações coletadas às 4^{as} feiras; as LTN não são tributadas na fonte

(2) Taxas médias mensais efetivas anualiza das (SELIC)

FONTE: ANDIMA, Depto Téc. Open Market do Bco. Auxiliar e Mercado

GRÁFICO VI

LTN(1) X OVERNIGHT(2) - RENTABILIDADE MÉDIA MENSAL % A.A. 1983



- (1) Mercado secundário; as médias resultam das cotações coletadas às 4ªs feiras; as LTN não são tributadas na fonte
 (2) Taxas médias mensais efetivas anualiza das (SELIC)

FONTE: ANDIMA, Depto. Téc. Open Market do Bco. Auxiliar

nicos de avaliação e de forma semelhante a fenômenos que ocorrem no mercado acionário, as negociações passam a ser motivadas única e exclusivamente por tendências convencionais/especulativas "cristalizadas" pelo próprio mercado. Estes desvarios, como todo movimento financeiro que promete ganhos que vão além dos limites de sua sustentação econômica real, costumam acabar gerando perdas consideráveis àqueles que "micam" com os papéis quando seus preços vêm abaixo ao se desfazer a textura da opinião que promoveu sua valorização anterior. Nestas situações, dependendo da concentração e magnitude das perdas acumuladas, podem surgir focos de crise no sistema financeiro.

Por outro lado, é preciso ressaltar também que, à medida em que o mercado amadurece tecnicamente, diminui a probabilidade de ocorrência dessas crises, já que as instituições tendem a pautar suas decisões de compra e venda por critérios racionais de avaliação.

Ainda com referência aos preços de mercado das ORTNs, faz-se necessário esclarecer que também sofrem influência de mais um fator digno de nota. Trata-se do próprio interesse do conjunto das instituições financeiras que as detêm em valorizá-las diariamente, tomando por base mínima para a correção de seus preços o custo de financiamento diário no over. Isto explica porque, muitas vezes, mesmo não havendo negócios com aqueles papéis, eles se valorizam automaticamente.

A partir do que expusemos nos parágrafos anteriores deve-se ter claro que, a despeito de não existir transparência na correlação entre os juros pagos pelas ORTNs e os juros de seu "carregamento" no "over", esta correlação existe e se manifesta nos limites que, dado o preço futuro esperado em cada momento para aqueles papéis, as taxas vigentes no

"over" antepõem à elevação de suas cotações presentes.

Antes de irmos adiante nos parece oportuno dispersarmos alguns comentários adicionais às ORTNs com cláusula de correção cambial. Como se sabe, estes papéis vêm sendo alvo de críticas que os consideram, especificamente pelo fato de estarem indexados ao dólar, fator de pressão altista sobre os juros (5).

Pode-se sintetizar o argumento crítico nas linhas que se seguem. Vivendo uma situação de crise cambial onde se faz necessário acentuar a desvalorização do cruzeiro para se amplificar os saldos positivos em nossa balança comercial, a alta rentabilidade esperada nesses papéis estaria pressionando a alta dos juros ao fazer com que atraíssem recursos que, de outra forma, sustentariam os empréstimos ofertados pelo sistema financeiro. Mais do que isso, a expectativa constante, de ganhos elevados com esses títulos também estaria definindo nominalmente um patamar comparativo para as taxas daqueles empréstimos. Expressas as idéias centrais, o argumento finaliza com a proposta de eliminação destes papéis, objetos de especulação daninha.

Ora, pelo que se pode deduzir das considerações sobre as ORTNs que desenvolvemos em parágrafos anteriores, esta colocação crítica nos parece equivocada. Pois, a não ser o impacto negativo sobre a liquidez quando de sua colocação original pela autoridade monetária - o que, aliás, também ocorre com as ORTNs monetárias e com as LTNs - não há porque imaginar que a negociação secundária das ORTNs cambiais implique significativa pressão altista sobre os juros. E isto porque, conforme análise que já desenvolvemos, é a taxa de juros esperada para este papel que se ajusta aos juros vigentes e não o contrário. Tendo em conta que as nego

ciações secundárias destes títulos não acarretam retirada de reservas do sistema monetário - pois estas simplesmente "trocam de mãos" - parece lícito concluirmos também que, tão logo as cotações presentes das ORTNs cambiais se elevem a ponto de aproximar seu retorno esperado às taxas do "over", cessa o interesse pela aquisição destes papéis e extingue-se qualquer fluxo destacado de reservas que, transitoriamente, tenha sustentado a continuidade do giro de compra e venda destes ativos.

Assim, senão muito transitoriamente, não há desvios de reservas para aqueles títulos em detrimento daquelas que sustentariam os empréstimos normais das instituições financeiras. Além do mais, também não é correto supor que a rentabilidade esperada das ORTNs cambiais puxe para cima, e por comparação, o custo daqueles empréstimos. Como enfatizamos, aquela rentabilidade é que rapidamente se ajusta aos custos vigentes no "over".

NOTAS

- (1) Ver a propósito o capítulo II, páginas 76 a 91 da tese de livre docência de Affonso Celso Pastore - "Observações Sobre a Política Monetária no Programa Brasileiro de Estabilização" - FEA/USP - mimeo - São Paulo - 1973
- (2) Para uma análise do comportamento dos itens do Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias, ver o capítulo II, páginas 126 a 136 da tese de Affonso Celso Pastore citada na nota anterior e os capítulos III, IV, V e VI do trabalho de Edésio Fernandes Ferreira - "A Política Monetária no Brasil: O Banco Central como Banco de Fomento e a Atual controvérsia sobre o Modelo Institucional" - XVI Reunião de Técnicos de Bancos Centrais do Continente Americano - mimeo - São José (Costa Rica) - 1979
- (3) Cada banco individualmente, pode firmar, junto ao Banco Central, um contrato para abertura de crédito com limite definido por percentual incidente sobre a média de seus depósitos à vista, tomado com referência a um determinado período do ano. É praticamente automática a incorrência nessa faixa de crédito intra-limite. Para os empréstimos de liquidez que a excedam o Banco Central estipula, como balizamento, uma nova faixa de valor igual ao da primeira, onde são maiores as taxas cobradas e as dificuldades de acesso. Eventualmente, os bancos podem incorrer em empréstimos que excedam essas duas faixas iniciais. Para isso, contudo, ficam na dependência de acertar tratamento especial junto ao Banco Central

- (4) Para o conhecimento dos vários conceitos de reservas bancárias utilizados pelo Banco Central do Brasil ver o capítulo III, páginas 45 a 55 do livro de José Alfredo Lamy - "Mercado Aberto e Política Monetária: A Experiência Brasileira Recente" - Andima - Rio de Janeiro - 1982
- (5) Ver, por exemplo, críticas constantes no "Manifesto dos Empresários" (de 11/08/1983) entregue ao presidente interino da república, Sr. Aureliano Chaves, e o artigo do Economista Celso L. Martone - "A Taxa de Juros, a 'Desvinculação' e as Pseudo-Soluções" - Gazeta Mercantil, página 4 - 31/01/1983

3. DETERMINANTES DA LIQUIDEZ SECUNDÁRIA

Do que expusemos ao longo do item 2 deve-se ter claro que o termo liquidez primária diz respeito às variações da base monetária. Mais especificamente e, focando sua principal variável de avaliação, podemos para efeito de análise, identificar liquidez primária com as reservas bancárias livres. O grau de liquidez primária seria medido pelo nível das reservas livres.

Já o termo liquidez secundária diz respeito ao volume de depósitos à vista criados pelo sistema bancário. A criação dos depósitos à vista, é função do poder de "alavancagem" que os bancos comerciais têm sobre a base de suas reservas livres e que advém, por um lado, da faculdade de emissão própria que detêm, e, por outro, do fato de compensarem entre si o grosso dos pagamentos sacados pelos demais agentes econômicos, através da emissão de cheques ou documentos equivalentes.

Tendo por base suas reservas livres, a "alavancagem" na criação secundária de liquidez, de depósitos à vista, depende primordialmente do grau de liquidez primária, do nível dessas reservas livres. Mas depende também do "poder de emissão própria" de cada banco e da capacidade do sistema bancário em compensar cheques ou documentos equivalente, sacáveis contra cada banco componente desse sistema.

Para analisarmos, porém, maiores detalhes da mecânica bancária de criação secundária de liquidez é preciso, em simultâneo, repassarmos criticamente alguns conceitos que, embora arraigados no pensamento econômico institucionalizado, não nos parecem corretos.

3.1. Os Bancos Comerciais e a Criação de Depósitos: Uma Revisão Crítica das Idéias Tradicionais

É bastante comum a idéia de que os bancos comerciais são agentes intermediários que captam recursos passíveis de saque à vista e originários das empresas e pessoas que os tenham disponíveis. Captando e liberando assim, contínua e renovadamente, a moeda primária que, de outra forma, ficaria dispersa entre os inúmeros agentes econômicos, o conjunto dos bancos multiplicaria o volume dos depósitos à vista e dos empréstimos para além do que efetivamente captaram e retêm como reservas.

Igualmente difundida também é a noção, mais associada à captação de depósitos a prazo, de que os bancos comerciais também desempenhariam importante papel redistributivo, captando recursos dos agentes com capacidade de gerarem poupança maior do que suas necessidades de gasto futuro e os realocando junto àqueles com programas de dispêndio superiores aos seus recursos disponíveis (1).

A despeito de se encontrarem muito sedimentadas, estas concepções não são adequadas para uma efetiva compreensão da dinâmica do sistema bancário. Pois não só nos parecem inteiramente falsas nos dias de hoje, como certamente obscurecem o entendimento nuclear do funcionamento atual daquele sistema.

Talvez possamos melhor abordar e revolver este complexo tema, começando por questionarmos a validade das formulações anteriores através de algumas perguntas que nos parecem inquietantes.

A primeira delas diz respeito à própria idéia de que as institui-

ções bancárias captam recursos. Será que as instituições bancárias realmente captam recursos que, de outra forma, ficariam retidos nos demais agentes econômicos?

Por incrível que pareça a resposta é não, não captam. Se não nos deixarmos iludir com a observação isolada de um banco tomado individualmente e considerarmos o sistema bancário globalmente, não será difícil entender que as reservas bancárias de que os bancos necessitam primariamente para desenvolver suas operações, tendo origem na autoridade monetária, terão sempre por primeiro receptáculo o próprio sistema bancário. É daí que posteriormente, e dependendo das necessidades de moeda manual para as transações correntes do público não bancário, serão drenados, através dos saques em contas correntes, os recursos que constituirão o papel moeda em poder do público. Aquilo que não vazar constituirá sempre reserva bancária interna ao sistema.

A concepção tradicional, onde se sugere que os bancos captam recursos que, de outro modo, poderiam permanecer entesourados com o público, é compatível com os primórdios históricos da atividade bancária, quando os bancos realmente captavam as moedas metálicas de curso legal junto aos demais agentes econômicos. Essas moedas captadas constituíam, então, a base sobre a qual os bancos multiplicavam a emissão própria de cheques, notas e letras. Por outro lado, ficavam retidas pelos bancos como precaução para saldar os pagamentos, efetuados com documentos de sua própria emissão, que não compensassem integralmente (2).

Hoje em dia, porém, a situação é diametralmente oposta. Pois em função das modificações institucionais que acompanharam o desenvolvimento dos bancos ao longo da história, a distribuição e renovação das notas

e moedas (moeda manual) junto ao público passaram a ser uma importante, ainda que secundária, função da rede de agências bancárias. Assim, a moeda manual de curso legal, emitida pela autoridade monetária, passou a vazar para o restante da economia através dos saques em conta corrente realizados contra o próprio sistema bancário.

O sentido atual, portanto, do fluxo de moeda primária é simplesmente o inverso do que geralmente se supõe: os bancos não captam e, sim, fornecem recursos ao público.

Mas, poderia se perguntar, e a "captação" bancária de recursos no mercado monetário, o que representa? Representa mera troca de reservas e de créditos escriturais - por diferentes prazos - entre os bancos, reservas e créditos que já se encontram no interior do sistema bancário. Esta troca de reservas e de créditos escriturais - por diferentes prazos -, que pode se dar de forma direta - "banco a banco" - ou indireta - "banco com cliente que tem conta em outro banco" -, atende às necessidades que cada banco individualmente tem de balacear seu fluxo de caixa presente (trocas através do "over") e futuro (trocas com prazos fixos de permanência mais dilatados). Lembre-se que o fluxo de caixa para cada instituição bancária sempre tem por parâmetro nivelador as necessidades de cobertura do volume compulsório de reservas, do voluntário junto ao Banco do Brasil e do volume de moeda manual em caixa nas agências.

Passemos agora a uma segunda e igualmente importante questão. Esta diz respeito à suposta função redistributiva de recursos financeiros que está implícita na idéia tradicional acerca do papel econômico do sistema de bancos comerciais. Os bancos realocariam os recursos daqueles que os tivessem em excesso para aqueles que deles carecessem, frente

às respectivas necessidades de dispêndio. A pergunta que salta à razão, face à colocação anterior, é a seguinte: como explicar e compatibilizar a idéia do papel redistributivo, que supostamente desempenhariam, com a lógica prática e inequívoca da atividade bancária que procura sempre selecionar, para as operações de crédito, os clientes mais solventes e com maiores lastros patrimoniais, ou seja, via de regra aqueles com maior capacidade de gerarem recursos líquidos, de gerarem poupança? Ora, se fugirmos da análise estática convencional, que além de pressupor que os bancos captam recursos ainda distingue e isola "poupadores" de "investidores", e adotarmos uma perspectiva de análise dinâmica das operações creditícias, tornar-se-á mais fácil compreender que o sistema bancário não redistribui coisa alguma. Simplesmente administra, com o espírito maximizador de lucro e minimizador de risco, a alocação dos empréstimos que cria pró-ativa e originalmente sob a forma escritural de créditos à vista. É este o núcleo da atividade bancária.

Feitas essas considerações, acreditamos ficar mais inteligível o por que da tendência dos bancos em concentrarem a concessão de seus empréstimos justamente para aquelas empresas e pessoas que, com maior poder econômico-financeiro, menos necessitariam de créditos adicionais. Compreende-se, então, por que é que aqueles que conseguem acumular patrimônio original são os que mais podem se utilizar do crédito bancário como alavanca para o próprio desenvolvimento. Tenha-se presente, portanto, que a dicotomia "poupador-investidor" é, na verdade, falsa. Geração de poupança e realização de investimentos costumam ser, ao longo do tempo, face e contraface sucessivas de um mesmo processo.

Claro está que se considerarmos um banco comercial individualmente, poderemos dizer que este banco pode captar, de um determinado agente

não bancário, cheques sacáveis contra outros bancos e reemprestar este crédito captado a outro agente não bancário, com o que estaria redistribuindo recursos monetários. Mas o que nos interessa aqui é analisar a dinâmica do sistema bancário como um todo para que se realce o principal dessa dinâmica e se dissipem as falsas impressões que a observação das atividades corriqueiras de um banco comercial, tomado individualmente, costuma gerar.

Fica registrada, portanto, nossa conclusão de que o sistema bancário comercial, ao invés de redistribuir recursos entre diferentes agentes não bancários, como geralmente se pensa, na verdade, oferta, continuamente, crédito adicional à economia, concentrando sua alocação entre aqueles agentes de maior poder econômico-financeiro. Este é o veio básico da dinâmica dos bancos comerciais.

Analisemos agora, com maior detalhe, a mecânica pela qual os bancos criam pró-ativa e originalmente grande parte de seus próprios depósitos. Revisemos o conceito tradicional do multiplicador bancário.

Como se sabe, em sua versão mais simplificada, o conceito tradicional do multiplicador de depósitos bancários pressupõe que, a partir de um depósito original em moeda primária realizado junto a um certo banco, se desencadeia, entre um determinado número de bancos, um processo de sucessivos empréstimos e depósitos de partes progressivamente menores daquele montante original. Este processo, que resulta num valor total de depósitos criados que é múltiplo do valor do primeiro depósito que iniciou a seqüência, só se extingue quando o montante de moeda primária que originou esse primeiro depósito acabar por ficar retido como reserva pelo sistema bancário em proporção, tomada com relação aos depósitos criados por esse sistema ,

que iguale àquela exigida compulsoriamente pela autoridade monetária.

Recorde-se que na seqüência de multiplicação, cada um dos bancos envolvidos pode emprestar grande parte do que captou em função da pequena probabilidade de que seus depositantes saquem seus recursos simultânea e integralmente. Estes depositantes, por sua vez, tendo recebido os empréstimos anteriormente (com exceção daquele que fez o depósito original), são induzidos a redepósitar os recursos por motivos de precaução e comodidade. Dessa forma, completam os elos da cadeia de multiplicação (3).

Importante realçar que o multiplicador de depósitos bancários, assim concebido, se assemelha ao multiplicador usual da renda, onde o giro de frações progressivamente menores de um determinado montante original de recursos monetários implica a geração de produto em valor múltiplo ao montante inicial daqueles recursos.

De nossa parte, afirmamos que esta explicação lógica da mecânica do multiplicador é absolutamente improcedente; não condiz com a realidade. Além do mais, nesta formulação tradicional fica posto também, e erroneamente, que todos os empréstimos bancários dependem, são criados a partir de depósitos captados em moeda primária.

Pois bem, se não é assim, como pode então o sistema bancário criar depósitos muito além das reservas primárias que possui? Em síntese a resposta é a seguinte: a origem dos depósitos, sempre sob forma escritural, se dá a partir dos próprios empréstimos e inversões realizados pelos bancos. O que torna viável a existência contínua de grande parte dessa massa de depósitos escriturais, o que lhes dá base de sustentação,

é, por um lado, o poder de emissão própria que cada banco individualmente possui e, por outro, a capacidade que o sistema bancário tem de compensar diariamente o grosso dos pagamentos, efetuados através de cheques ou documentos equivalentes, originários dos empréstimos e inversões que realizou.

O saldo não compensado, remanescente nessa gigantesca "câmara de compensação" que é o sistema bancário, é liquidado através da transferência de reservas dos bancos devedores para os bancos credores. Dependendo do impacto que essas transferências tiverem sobre o total de reservas de cada um dos bancos, tornando-as excessivas ou insuficientes face às suas necessidades, estes bancos serão induzidos a, respectivamente, ofertarem ou demandarem recursos em suas operações diárias no mercado monetário.

Deve ser ressaltado que a criação de depósitos, da forma como a conceituamos acima, decorre do próprio volume de empréstimos e inversões "a priori" realizados pelos bancos. Note-se que, inversamente ao que se pressupõe na visão tradicional do multiplicador, não são os empréstimos e inversões que dependem dos depósitos, mas sim o contrário, ou seja, são os depósitos que dependem dos empréstimos e inversões bancários. Estes últimos têm prioridade lógica na ordem de causação, de geração daqueles depósitos.

Exemplificando o que afirmamos, talvez possamos melhor esclarecer este ponto. Sem perda de poder explicativo, simplifiquemos nosso exemplo para facilitar nossa visualização, supondo que o sistema bancário seja composto pela autoridade monetária e por dois únicos bancos comerciais, A e B. Suponhamos também, que, de início, tanto o banco A quanto

o B estejam em situação estável, com suas necessidades de reservas satisfeitas. A seguir, admitamos que o banco A expanda em Cr\$ 500 bilhões seus empréstimos a tomadores diversos e o banco B em Cr\$ 400 bilhões.

Atente-se para o fato de que esses novos empréstimos, sempre concedidos sob a forma escritural de créditos em conta corrente para os tomadores, criam, de imediato, novos recursos passíveis de saque à vista através de cheques ou quaisquer outros documentos equivalentes. Estes recursos, então, disponíveis tanto no banco A quanto no banco B, constituirão depósitos imediata ou imediatamente. Imediatamente, se forem contabilizados como depósitos à vista no próprio banco que concedeu o empréstimo. Mediatamente, quando os cheques com os quais os tomadores sacarem aqueles recursos retornarem a cada um dos bancos sob a forma de depósitos à vista ou a prazo.

Para compreendermos melhor o que se afirmou até agora, sigamos adiante em nosso exemplo. De posse dos recursos, tanto aqueles agentes econômicos que tomaram emprestado do banco A quanto os que o fizeram do banco B procederão à efetuação de pagamentos, trocando entre si cheques sacáveis contra cada um daqueles bancos. Feitos os pagamentos, cada um dos agentes depositará os cheques que recebeu no banco com que trabalhar. Neste momento, estarão criados todos os depósitos à vista ou a prazo oriundos da expansão original dos empréstimos dos bancos A e B.

Dos cheques que cada banco receber, uma parte poderá ser de emissão de correntistas do próprio banco e outra parte será de correntistas do outro. Aquela parte que for sacada contra o próprio banco depositário implicará para o mesmo a compensação interna e/ou a mera transferência dos saldos escriturais entre seus próprios correntistas. A outra

parte de cheques, sacáveis contra o outro banco, será encaminhada à câmara de compensação diária para troca com os cheques, sacáveis contra aquele primeiro banco, que o segundo banco igualmente detiver. Essa troca então, ocorrendo de igual maneira entre ambos os bancos, lhes possibilitará a quitação recíproca de grande parte dos cheques emitidos pelos agentes econômicos que lhes tomaram os empréstimos originais. O montante que não for compensado, quitado, permanecerá como saldo devedor ou credor de cada banco para com o outro.

Pois bem, tanto os cheques que retornam ao próprio banco contra o qual foram sacados, o que confere a este último um "poder de emissão própria" semelhante ao da autoridade monetária, bem como aqueles que são quitados na compensação entre os dois bancos, correspondem a depósitos à vista ou a prazo que foram autonomamente criados pelos bancos A e B, sob forma escritural, e sem que houvesse qualquer lastro em moeda primária.

Deve-se ter claro assim, que, tanto em virtude desse "poder de emissão própria", que cada banco individualmente detem, quanto da capacidade de compensação do sistema bancário como um todo, torna-se possível a esse sistema criar e manter, contínua e autonomamente, volume expressivo de créditos escriturais à vista e, em correspondência, depósitos à vista ou a prazo, sem qualquer contrapartida de moeda primária em reserva.

Mas, poderia se perguntar, e as reservas bancárias, não têm nenhuma influência sobre o processo de criação dos depósitos à vista ou a prazo, de créditos em conta corrente? Claro que têm, mas vejamos mais de perto como isto se dá.

Retomando os números do exemplo que adotamos, suponhamos que dos Cr\$500 bilhões em cheques sacados contra o banco A, Cr\$100 bilhões retornem em depósito ao próprio banco A e Cr\$400 bilhões sejam depositados no banco B. Por outro lado, suponhamos também que dos Cr\$400 bilhões em cheques sacados contra o banco B, Cr\$200 bilhões retornem ao próprio banco B e Cr\$200 bilhões sejam depositados no banco A. Note-se que até este momento, em virtude do que chamamos de "poder de emissão própria", Cr\$300 bilhões em depósitos (Cr\$ 100 bilhões do banco A e Cr\$ 200 bilhões do banco B) já teriam "consolidado" sua existência escritural originada a partir dos empréstimos concedidos pelos bancos A e B e sem qualquer fundo de reservas para lhes darem sustentação. Mas a "consolidação" do volume de depósitos criados "a priori" pelos empréstimos bancários não para por aí. Pois, em virtude agora da compensação de cheques entre os dois bancos em questão, mais Cr\$400 bilhões (Cr\$200 bilhões do banco A e Cr\$ 200 bilhões do banco B) em cheques poderão ser quitados, "consolidando" a existência de mais Cr\$ 400 bilhões em depósitos, sem qualquer contrapartida de moeda primária.

Vimos então, em nosso exemplo, que dos Cr\$900 bilhões em depósitos originalmente criados pelo crédito bancário, Cr\$ 700 bilhões já "consolidaram" sua existência escritural. Mas, e os Cr\$ 200 bilhões restantes, correspondentes ao saldo devedor do banco A para com o banco B?

Estes Cr\$200 bilhões terão que ser pagos em moeda primária pelo banco A ao banco B. Ou seja, estes Cr\$ 200 bilhões em novos empréstimos criados, e cujos cheques que os movimentaram não foram compensados entre os bancos A e B, terão que possuir lastro em reservas, em moeda primária. Estas reservas, necessárias à liquidação do saldo devedor do banco A para com o B, terão de ser compostas pelas reservas livres dis-

poníveis no sistema bancário mais a parcela dos empréstimos de liquidez que a autoridade monetária refinarciar continuamente.

Se o saldo não compensado entre os bancos for maior que as reservas livres mais os empréstimos de liquidez que a autoridade monetária estiver disposta a refinarciar continuamente, pouco adiantaria ao banco A recorrer, momentaneamente, a empréstimos de liquidez adicionais ou, ainda, se utilizar de saques no compulsório sobre seus depósitos à vista, a ser cumprido como valor médio durante determinado período. Pois afora o caráter limitado de tais expedientes, também continuaria a existir uma exigibilidade pendente sobre o banco A que o recolocaria, num momento seguinte, ante a necessidade de quitá-la. Nesta situação, se a autoridade monetária não emitir reservas livres ou aumentar suficientemente o nível dos empréstimos de liquidez que estiver disposta a refinarciar continuamente, o banco A não poderá "honrar" parte dos créditos que criou e "quebrará". Note-se, portanto, que cada um dos bancos sempre precisará, sob pena de "quebrar", dosar seus empréstimos em conformidade com a situação de liquidez definida pelas reservas livres disponíveis no sistema mais os empréstimos de liquidez normalmente refinarciados pela autoridade monetária. Conclui-se, assim, que tanto através do nível de reservas livres que sancionar quanto do grau de austeridade que adotar na concessão dos empréstimos de liquidez, a autoridade monetária pode influenciar decisivamente o curso da oferta de crédito.

Extrapolando para o mundo real o exemplo que seguimos até aqui, podemos firmar agora uma importante conclusão, válida para todo e qualquer sistema bancário: as reservas livres mais os empréstimos de liquidez continuamente refinarciados pela autoridade monetária são necessários para liquidar o saldo não compensado entre os bancos. Ao nível

destas reservas e empréstimos se ajustará, tendencialmente, o nível da-
quele saldo não compensado. Quão maior ou menor o volume de reservas
livres e de empréstimos de liquidez continuamente refinanciados, respec-
tivamente, maior ou menor poderá ser o montante não compensado.

Podemos derivar da conclusão acima exposta uma outra de igual impor-
tância: como o saldo não compensado, considerado em termos absolutos ,
além de depender da capacidade de compensação interbancária, também é
função do próprio volume de empréstimos e inversões criados pelos ban-
cos, podemos concluir, então, que o volume desses empréstimos e inver-
sões se correlaciona com as reservas livres mais os empréstimos de li-
quidez continuamente refinanciados pela autoridade monetária, guardando
proporção tendencial com os mesmos. As reservas livres e tais emprésti-
mos de liquidez, de um lado, e os empréstimos e inversões bancários, de
outro, interagem continuamente, determinando-se de forma recíproca e
iterativa.

Em síntese, podemos amarrar e concluir nossos argumentos chamando a
atenção para o fato de que o volume total de empréstimos e inversões de-
pende do "poder de emissão própria" de cada banco componente do siste-
ma bancário, da capacidade de compensação interbancária desse sistema e
do nível existente de reservas livres mais a parcela continuamente refi-
nanciada dos empréstimos de liquidez.

Como já foi apontado, o "poder de emissão própria" reflete o poten-
cial que tem cada banco de reabsorver o próprio crédito escritural que
cria. Quão maior esse poder para cada um dos bancos, maior o potencial
de criação autônoma de empréstimos e inversões do sistema bancário como
um todo.

Por sua vez, a capacidade de compensação dos bancos, nas trocas de cheques ou documentos equivalentes que diariamente promovem entre si, depende não só do grau de eqüidade na distribuição, entre cada banco, do poder de captação de cheques ou documentos equivalentes sacáveis contra os demais - fator estrutural -, como também do grau de simetria nos movimentos dos bancos ao expandirem ou contraírem seus empréstimos e inversões - fator conjuntural. Quão maior a eqüidade na captação daqueles cheques ou documentos equivalentes e quão mais simétricos forem os movimentos conjunturais de expansão ou contração dos empréstimos, menor tende a ser a magnitude do saldo de cheques ou documentos equivalentes não compensado pelo sistema bancário.

Quanto às reservas livres e à parcela continuamente refinanciada dos empréstimos de liquidez, por serem resultantes da interação entre a oferta e demanda de reservas são, por isso mesmo, fundamentalmente dependentes da execução da política monetária.

Como se vê, a não ser pelo "depósito" de reservas livres e de empréstimos de liquidez continuamente refinanciados que as autoridades monetárias, especificamente, venham a fazer no sistema bancário, a explicação lógica da criação de depósitos à vista e a prazo nada mais tem a ver com aquela seqüência que, envolvendo determinado número de bancos, implicava sucessivos depósitos de frações progressivamente menores de um depósito original em moeda primária. Como procuramos demonstrar, só o montante de crédito bancário - fonte criadora dos depósitos - correspondente ao saldo de pagamentos não compensado pelos bancos é que necessita de contrapartida, de lastro, em volume de moeda primária de igual magnitude. O volume restante dos empréstimos e inversões bancários, apesar de estar relacionado com a magnitude absoluta daquele saldo não com

pensado e, por tabela, com a existência de reservas livres e empréstimos de liquidez que o financiem continuamente, corresponde, por outro lado, ao poder autônomo do sistema bancário em criar e liquidar créditos sacáveis contra si próprio.

Interessante, então, é ressaltarmos que os depósitos à vista, correspondentes à maior parte de nossos meios de pagamento, resultando da criação de relações de crédito e débito entre o sistema bancário e os demais setores da economia - industrial, comercial, agrícola, etc - também dependem, em grande parte, da própria demanda por crédito desses outros setores junto aos bancos. Em medida significativa, portanto, a oferta de meios de pagamento é endôgena ao próprio nível e ritmo da atividade econômica global.

Antes de irmos adiante, é importante neste momento, atentarmos para um fato digno de nota. Trata-se da possibilidade de se bloquear a criação de depósitos à vista bloqueando-se diretamente os empréstimos bancários. A partir do que expusemos nas páginas anteriores, deve-se ter claro este ponto.

3.2. O Papel das Demais Instituições Financeiras: Uma Rápida Consideração

Tendo analisado o conteúdo econômico das atividades dos bancos comerciais, criadores de meios de pagamento, voltemos nossa atenção para as demais instituições financeiras e façamos uma rápida consideração acerca do papel essencialmente distinto que desempenham.

Neste e no próximo item, realçaremos o fato de que estas outras ins

tituições financeiras têm natureza e função econômicas marcadamente diferentes das que têm os bancos comerciais. Ao contrário destes últimos não criam crédito original mas tão somente o redistribuem. Além do mais, inversamente ao que sugere a visão que se apóia na errônea idéia do "espectro de liquidez", não é correto imaginar que aquelas instituições emitem títulos que, só por uma questão de grau de liquidez, e não de natureza econômica, diferem dos depósitos à vista criados pelos bancos comerciais. Pois aqueles títulos, não funcionando como meio de circulação - como é o caso dos depósitos à vista -, não podem ser considerados ativos monetários ou "quase monetários", com propriedades semelhantes às que possuem os depósitos à vista. Isto porque não é suficiente, para que possam ser considerados moeda ou "quase moeda", que tais títulos financeiros sejam imediatamente conversíveis em meios de circulação, meios de pagamento usuais. Para ser moeda em título tem que ser, ele próprio, meio de circulação. Tem que ser trocável direta e usualmente pelo universo de bens e serviços reais produzidos na economia, fato que só ocorre, no âmbito das obrigações emitidas pelas instituições financeiras, com os depósitos à vista (4).

Como já antecipamos no parágrafo anterior, as demais instituições financeiras, onde se incluem os bancos de investimento, as corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as sociedades de crédito imobiliário e as associações de poupança e empréstimo, têm por papel econômico a redistribuição entre os bancos comerciais, em primeira instância, e entre os demais agentes econômicos, em segunda, das reservas primárias e dos créditos e depósitos escriturais criados pelos próprios bancos comerciais.

Quanto às caixas econômicas, cabe ressaltarmos que representam um

"misto" de banco comercial, banco de fomento e de sociedade de crédito imobiliário. Por isso mesmo não só criam como também redistribuem depósitos.

O conjunto de todas estas outras instituições, então, realmente capta e redistribui recursos monetários que, no entanto, permanecem sem pre dentro da rede de bancos comerciais. Observe-se que, para estas instituições, é compatível a visão tradicional que lhes atribui a função de intermediadoras de recursos entre aqueles que deles podem dispor e aqueles que têm condições cadastrais de os demandar.

3.3. Os Depósitos à Vista e o Multiplicador de Depósitos a Prazo

Este é um item que julgamos muito importante. Nele procuraremos com plementar nossa visão acerca da criação original dos depósitos à vista e a prazo, por um lado, e, por outro, chamar a atenção para o processo através do qual os depósitos a prazo, especificamente, podem se multi- plicar. Vale esclarecer que por depósitos a prazo entendemos não só os depósitos explicitamente identificados - depósitos de poupança - como também os demais títulos de captação que correspondem efetivamente a de pósitos a prazo - CDBs, LCs, etc.

Desde logo, convém esclarecermos que é errônea e enganosa a idéia de que os depósitos à vista se multiplicam. Pois, se na concepção tradi cional do multiplicador havia identidade entre o termo linguístico e o processo lógico que ele descrevia, na forma como conceituamos a mecâni- ca de criação dos depósitos à vista no item 3.1, onde demonstramos se- rem oriundos diretamente do crédito bancário, o termo "multiplicação" não mais se coaduna com a lógica daquela mecânica.

Quando um banco comercial oferta crédito original aos demais agentes econômicos esse crédito, que existirá para sempre, pode ter dois destinos: transformar-se em depósito à vista ou em depósito a prazo.

Para efeito de exemplificação, vamos supor que aquele crédito original se transformou integralmente em depósitos à vista. Enquanto permanecerem como tais, estarão disponíveis e deverão ser utilizados como meio de circulação para os bens e serviços produzidos na economia. Ao funcionarem como meio de circulação estarão sempre trocando de mãos e, possivelmente, de banco depositário, mas nunca se multiplicando.

Se os juros, entretanto, passarem a ser suficientemente atrativos, parte daqueles depósitos à vista poderá, num segundo momento, se transformar em depósitos a prazo.

A parte que se transformar em depósitos a prazo corresponde a créditos cedidos por vários agentes econômicos às instituições captadoras, que, uma vez os tendo captado, procurarão reemprestá-los imediatamente. Do montante reemprestado, uma parte poderá se transformar novamente em depósitos à vista e outra parte em novos depósitos a prazo. Os novos depósitos a prazo, por sua vez, poderão ter destino semelhante àqueles primeiros e assim por diante.

Este processo então, cujo início acabamos de descrever, poderia se suceder inúmeras vezes, instaurando assim um movimento multiplicador de depósitos a prazo. Note-se que aquela parte dos depósitos à vista que se dirigir à contínua constituição de depósitos a prazo estará deixando de girar bens e serviços "reais" e, por isso mesmo, estará diminuindo a liquidez da economia.

Vale destacar, então, que o crédito original do sistema bancário comercial pode multiplicar depósitos a prazo mas não depósitos à vista .
Ou seja, Cr\$ 100 bilhões de crédito adicional criado pelos bancos comerciais poderá gerar mais que Cr\$ 100 bilhões de depósitos a prazo mas nunca mais de Cr\$ 100 bilhões de depósitos à vista.

Concluindo, podemos sintetizar nossos argumentos da forma como segue: o crédito original do sistema bancário comercial pode criar diretamente mas não multiplicar depósitos à vista. Por outro lado, pode criar diretamente e ainda multiplicar depósitos a prazo. Tendo origem nos bancos comerciais, os recursos com que se constituem os depósitos a prazo, quando são reemprestados pelas instituições que os captaram anteriormente, podem retornar, em parte, para essas próprias instituições .
Através de um simples processo de multiplicação - semelhante ao de multiplicação usual da renda -, que pode assim ser instaurado, o saldo daqueles depósitos pode crescer mais que proporcionalmente aos recursos , sempre oriundos do crédito bancário comercial, que os movimentam.

NOTAS

- (1) Para uma visualização teórica das idéias que fundamentam estas concepções tradicionais ver, por exemplo, o artigo de J.G.Gurley e E. S.Shaw "Financial Aspects of Economic Development" (páginas 515 a 522) - The American Economic Review (volume XLV) - setembro de 1955. Ver também o capítulo IV e V, páginas 61 a 97, do livro de R. Hilferding "El Capital Financiero" - Editorial Tecnos - Madrid - 1973
- (2) Para uma exposição histórica, sob um enfoque bancário, da evolução das práticas monetárias ver o livro de J.K.Galbraith "A Moeda: De Onde Veio, para Onde Foi" - Editora Pioneira - São Paulo - 1977
- (3) Pode-se, por exemplo, encontrar explicações dessa visão tradicional do processo de multiplicação de depósitos no capítulo 16, páginas 445 a 458 do livro de P.A.Samuelson "Introdução à Análise Econômica" (Tomo I) - Editora Agir - Rio de Janeiro - 1973; no capítulo 9, páginas 200 a 222, do livro de R.L.Heilbroner "Elementos de Macroeconomia" - Zahar Editores - Rio de Janeiro - 1972; e no capítulo 13, páginas 256 a 260, do livro de William H. Branson "Macroeconomic Theory and Policy" - Harper and Row - New York - 1972
- (4) Note-se que discordamos radicalmente da posição de James Tobin, manifesta em seu artigo "Commercial Banks as Creators of Money" - in Banking and Monetary Studies - R.D. Irwin - 1963. Neste artigo Tobin admite não existir diferença significativa de natureza econômica entre os bancos comerciais, de um lado, e as demais instituições financeiras, de outro, bem como entre os títulos que emitem

4. POLÍTICA ANTIINFLACIONÁRIA: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA RECENTE (1981-1983)

No início deste trabalho deixamos posto o fato de o governo tratar a inflação brasileira como sendo decorrente da pressão de uma excessiva demanda agregada sobre a capacidade de produção de nossa economia.

Observamos também que tal tratamento se processa através da contenção dos meios de pagamento, da liquidez, com o que se procura conter a demanda agregada.

Esclarecemos, então, que a contenção da liquidez implicava a contração da sua expansão primária e secundária.

Nos dois itens anteriores - 2 e 3 - revisamos, criticamente, os conceitos e mecanismos atinentes à criação e multiplicação dos meios de pagamento.

Tendo em conta essa revisão crítica anterior, passemos a analisar, agora, a prática e os números da política monetária executada durante os anos de 1981, 1982 e 1983.

Desde meados de 1980, quando a inflação acumulada em doze meses começou a se acelerar, o governo passou a dedicar maior empenho em contrair a base monetária, dando início a uma reversão na orientação da política econômica que adotara desde agosto de 1979.

A aceleração inflacionária tinha, então, por principais impulsos primários os choques de custos, provocados pela legislação salarial ins

tituída em novembro de 1979 e pela maxidesvalorização do cruzeiro em dezembro do mesmo ano, e os movimentos especulativos originários da pré-fixação da correção monetária e cambial e do tabelamento dos juros em níveis reais negativos. Por outro lado, sancionando esses impulsos primários, se encontrava uma maior expansão de liquidez, dos meios de pagamento, que se acentuara bruscamente a partir de dezembro de 1979.

Em fins de 1980, face a algumas dificuldades surgidas na captação de recursos externos, o governo acaba com o tabelamento dos juros nas taxas de captação - o tabelamento das taxas de aplicação seria eliminado em janeiro de 1981 - e opta decididamente por uma política recessiva calcada na contenção e encarecimento dos agregados monetários (base monetária e meios de pagamento).

Com essa finalidade passaram a ser tomadas medidas de austeridade - contenção de gastos e acréscimo de receitas - atinentes aos três grandes orçamentos públicos existentes no país: o orçamento das empresas estatais, o orçamento monetário e o orçamento da União. A redução do déficit global do setor público, então, além do apelo de "asseio" contábil que já possuía, passou a incorporar o objetivo maior de viabilizar a contração da base monetária para se reduzir a inflação (1).

4.1. A Contração Real da Base Monetária

Ainda que com alguma - mas não significativa - imprecisão, utilizaremos os dados e o conceito oficiais referentes à base monetária. Essa imprecisão, lembre-se, decorre do fato de que a definição de base monetária instituída pelas autoridades monetárias brasileiras inclui o total dos depósitos à vista do Banco do Brasil, ao invés de só incluir o total de suas reservas.

Como pode ser observado no quadro III, as variações da base monetária, tomadas em valores reais com base em 1974, caíram Cr\$ 222 bilhões em 1981, Cr\$ 422 bilhões em 1982 e Cr\$ 2.570 bilhões de janeiro a agosto de 1983.

O principal fator responsável pela contração real da base monetária em 1981 foi a massiva colocação líquida de títulos da dívida pública. Esta colocação líquida, que espelha o valor total dos títulos vendidos pelo Banco Central além daqueles que pagaram o serviço da dívida já contraída, alcançou Cr\$ 552 bilhões naquele ano. Além da geração de recursos próprios pelas autoridades monetárias - Cr\$ 326 bilhões -, outro fator contracionista de expressão significativa foram as transferências orçamentárias do Tesouro Nacional - Cr\$ 259 bilhões - resultantes de uma maior austeridade tributária que continuou sendo perseguida.

No ano de 1982 estas transferências do Tesouro foram o principal fator de contração real da base - Cr\$ 686 bilhões -, seguido pelas operações cambiais - Cr\$ 528 bilhões - e pelos recursos próprios gerados pelas autoridades monetárias - Cr\$ 487 bilhões. Apesar do vigoroso crescimento inercial do saldo da dívida pública durante este ano, não houve colocação mas sim resgate líquido de títulos públicos - Cr\$ 217 bilhões - que passaram, então, a pressionar a expansão primária de moeda.

Já em 1983, em virtude da crítica situação cambial que estamos vivenciando, as operações cambiais vêm se constituindo no principal instrumento para a contração real da base monetária. De janeiro a julho deste ano, tais operações viabilizaram a drenagem de Cr\$ 1.956 bilhões de moeda primária corrente em nossa economia, enquanto que as transfe-

FILED IN THE CLERK OF COURT'S OFFICE 1974-1983

(1) CONSTATAR SE EM ALCUMAS DAS PARTICULARES DOS PRECATORIOS MEMORIAS DO NOMOCANALIA DOS PADRES; POR EXEMPLO, A QUALQUER DE TIPO. MANEJO, EN ALGUNS CASOS, OBTENHA OS RESULTADOS ESENCIALMENTE AS MESMAS TRANSFERENCIAS.

13) CORRESPONDE A DIFERENÇA ENTRE OS SALDOS INFLACIONÁRIOS DA BASE MOETÁRIA, TONOS, DI DEFENSO DE CADA ANO, YENDO POR RESTAR O SALDO DE MEZ 79

Fonte: Relatório Anual - Banco Central - 1976, 78, 79, 80, 82 - Informativo Mensal - Banco Central - Set 83

rências do Tesouro, segundo mais expressivo fator contracionista ao longo deste período, carregaram Cr\$ 1.073 bilhões.

Atente-se para o fato de que, com a precipitação da crise cambial em setembro de 1982, as operações cambiais tornaram-se oportuno e poderoso instrumento de contração da liquidez. Cabe lembrar que tais operações, além de refletir as variações nas reservas cambiais do país e os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central, incorporam, na crítica situação por que estamos passando, efeitos de um outro procedimento que o governo pode adotar e que pode ser descrito da seguinte forma: de um lado, o Banco Central, continua a receber a contrapartida em cruzeiros do total dos pagamentos vencíveis das empresas devedoras em dólar, o que mantém o fluxo de vazão de cruzeiros do sistema monetário; de outro, quer pela escassez dos novos créditos externos, quer pelo fato de o governo poder graduar a emissão do contravalor em cruzeiros dos novos créditos em dólares que obtem - possibilidade decorrente de ser o próprio governo o tomador dos recursos que negocia - o Banco Central retrai a oferta primária de cruzeiros derivada do fluxo de entrada de dólares.

Para o governo, o caráter oportuno desse procedimento se traduz pela alternativa que representa a colocação líquida de títulos da dívida pública. Tal colocação, em termos líquidos, vem se tornando progressivamente problemática porque o vultoso montante que a dívida interna atingiu já exige massiva colocação de títulos para a simples rolagem de seu serviço - principal mais juros. A propósito, tenha-se em conta que de janeiro a setembro de 1983, tal como já ocorrera em 1982, houve resgate líquido de papéis - Cr\$ 844 bilhões.

Ademais, quando o governo procede da forma descrita no penúltimo pa

râgrafo, as operações cambiais revelam-se também poderoso instrumento de contração da liquidez em virtude da própria magnitude da dívida externa brasileira e, por conseguinte, dos pagamentos mensais de suas prestações.

Outro ponto que merece destaque, dentre os fatores que vêm contraindo a base monetária, considerada em termos reais, é a crescente contribuição das transferências orçamentárias do Tesouro, reflexo da contenção de despesas e da maior arrecadação tributária derivada da elevação de alíquotas, antecipações de recolhimentos e maior rigor na cobrança de impostos. Estas contribuições do Tesouro, a julgar pelo encaminhamento futuro da política econômica que se está delineando, deverão continuar ganhando importância dentre os fatores contracionistas nos próximos anos.

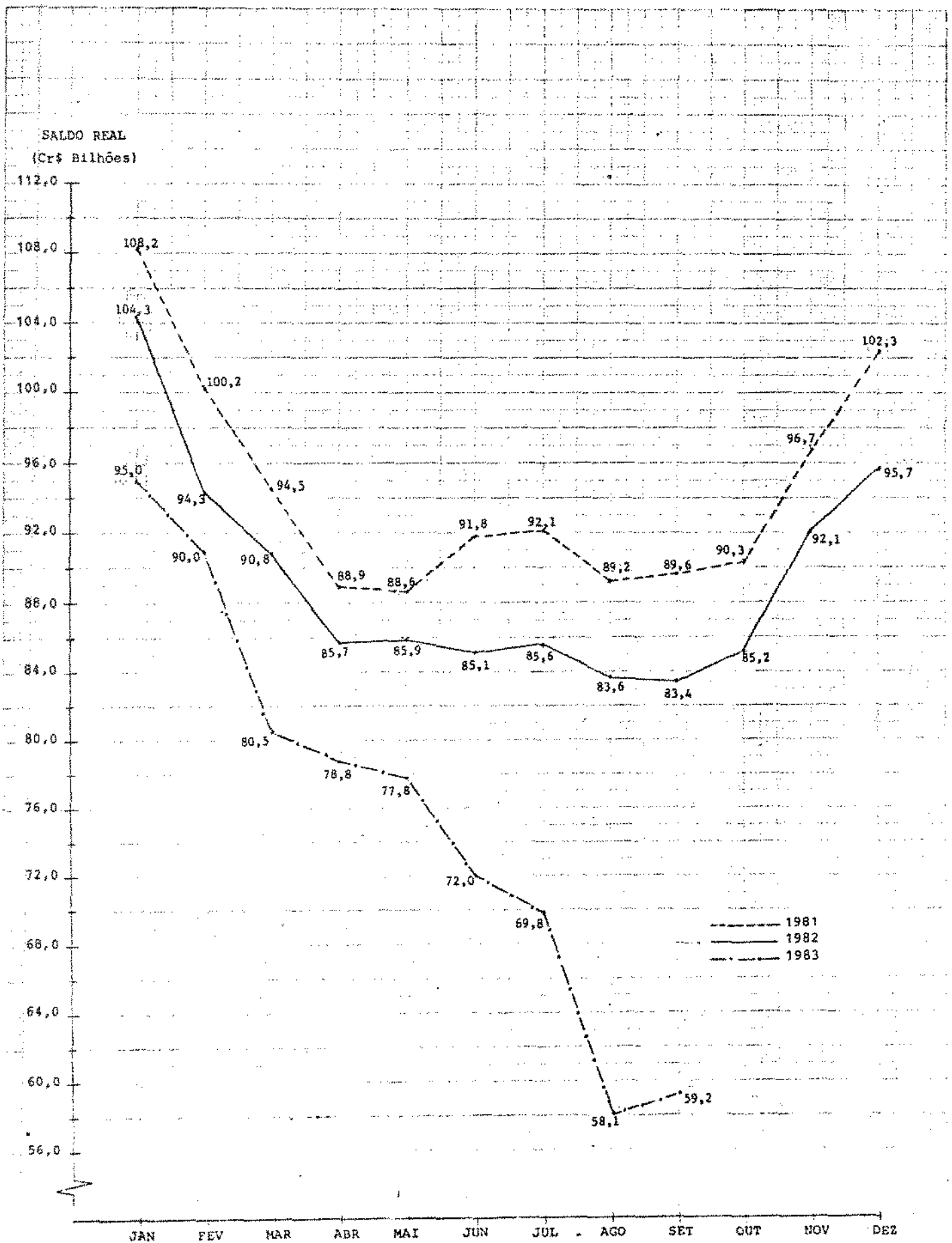
Observemos agora o gráfico VII. Fica patente a forte contração real da base monetária que a atual política monetária vem promovendo durante os três últimos anos. Tendo-se em conta a sazonalidade, impressiona o progressivo aprofundamento dessa contração - expresso no posicionamento das curvas em patamares sucessivamente mais baixos para cada um daqueles anos - e, especialmente, sua acentuação a partir de maio de 1983.

4.2. As Reservas Livres: Saldos Negativos Durante 1981, 1982 e 1983

A partir da contração real que vimos ter ocorrido com a base monetária é natural esperarmos que as reservas totais dos bancos comerciais também tenham se reduzido em termos reais. De fato, a observação do gráfico VIII permite-nos constatar que as reservas totais dos bancos comer

GRÁFICO VII

BASE MONETÁRIA - SALDOS REAIS(1) CR\$ BILHÕES 1981-1983



(1) Deflator = IGP-DI Base 1977 = 100

FONTES: Boletim Mensal - Banco Central
Set 83

SALDO REAL
(Cr\$ Bilhões)

50,0

40,0

30,0

20,0

JAN FEVER MAR ABR MAI JUN JUL AGO SET OUT NOV DEZ

(1) Saldo em fim de período;
Deflator = IGP-M, base 1977 = 100FONTE: Boletim Mensal - Banco Central
- 1981, 82
Boletim Mensal sobre a Execução do Orçamento Monetário - Banco Central - 1983

ciais também se contraíram progressivamente durante os anos de 1981, 1982 e 1983.

A redução real das reservas totais dos bancos comerciais, de um lado, aliadas às elevações dos percentuais de recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista e à criação de tais recolhimentos sobre os depósitos a prazo que, por outro lado, foram estipuladas pelas autoridades monetárias ao longo dos últimos anos, produziram, como consequência natural, o posicionamento dos saldos das reservas livres em níveis reais negativos durante a maior parte dos meses no decorrer dos últimos três anos.

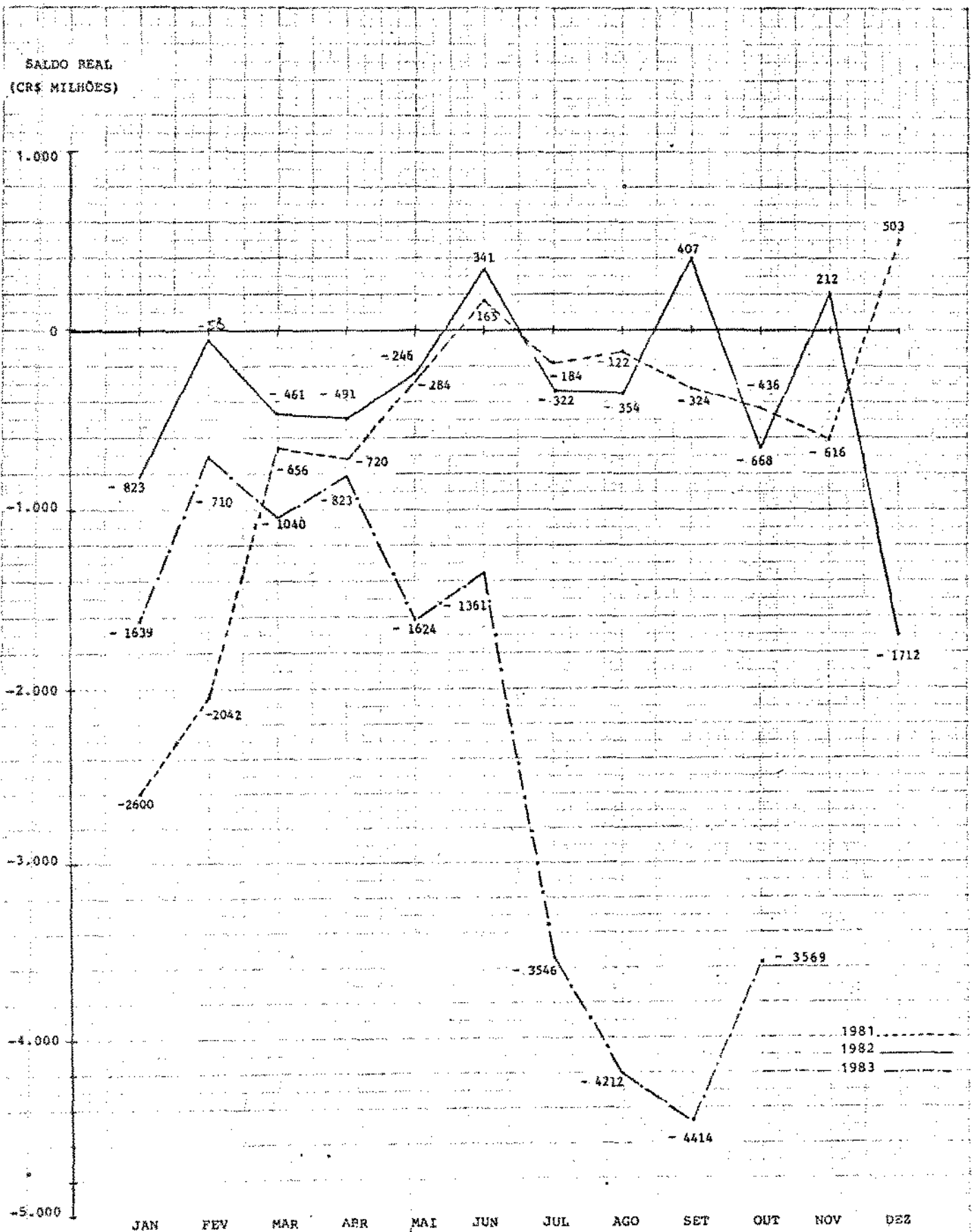
É o que pode ser constatado no gráfico IX. Atente-se, ademais, para a rápida e agravante contração real desses saldos negativos que vem ocorrendo desde abril de 1983.

O aprofundamento da situação de iliquidez a partir de abril de 1983 pode também ser diretamente observado no comportamento dos empréstimos de liquidez solicitados pelo sistema bancário. No gráfico X, onde se indicam os fluxos mensais médios desses empréstimos ao longo dos três últimos anos, pode-se constatar, tendo-se em conta a sazonalidade baixista, a impressionante elevação desses fluxos que vem ocorrendo desde abril do ano corrente.

Do que expusemos nos itens 2.3.3 e 3.1 deste trabalho, pode-se esperar que, em respectiva correspondência aos sucessivos saldos negativos das reservas livres, por um lado, e ao posicionamento real de seus níveis absolutos ao longo dos vários meses, por outro, dois movimentos distintos tenham se instaurado: um primeiro, de elevação das taxas efe-

GRÁFICO IX

RESERVAS LIVRES DO SISTEMA BANCÁRIO - SALDOS MÉDIOS REAIS CR\$ MILHÕES (1) 1981-1983

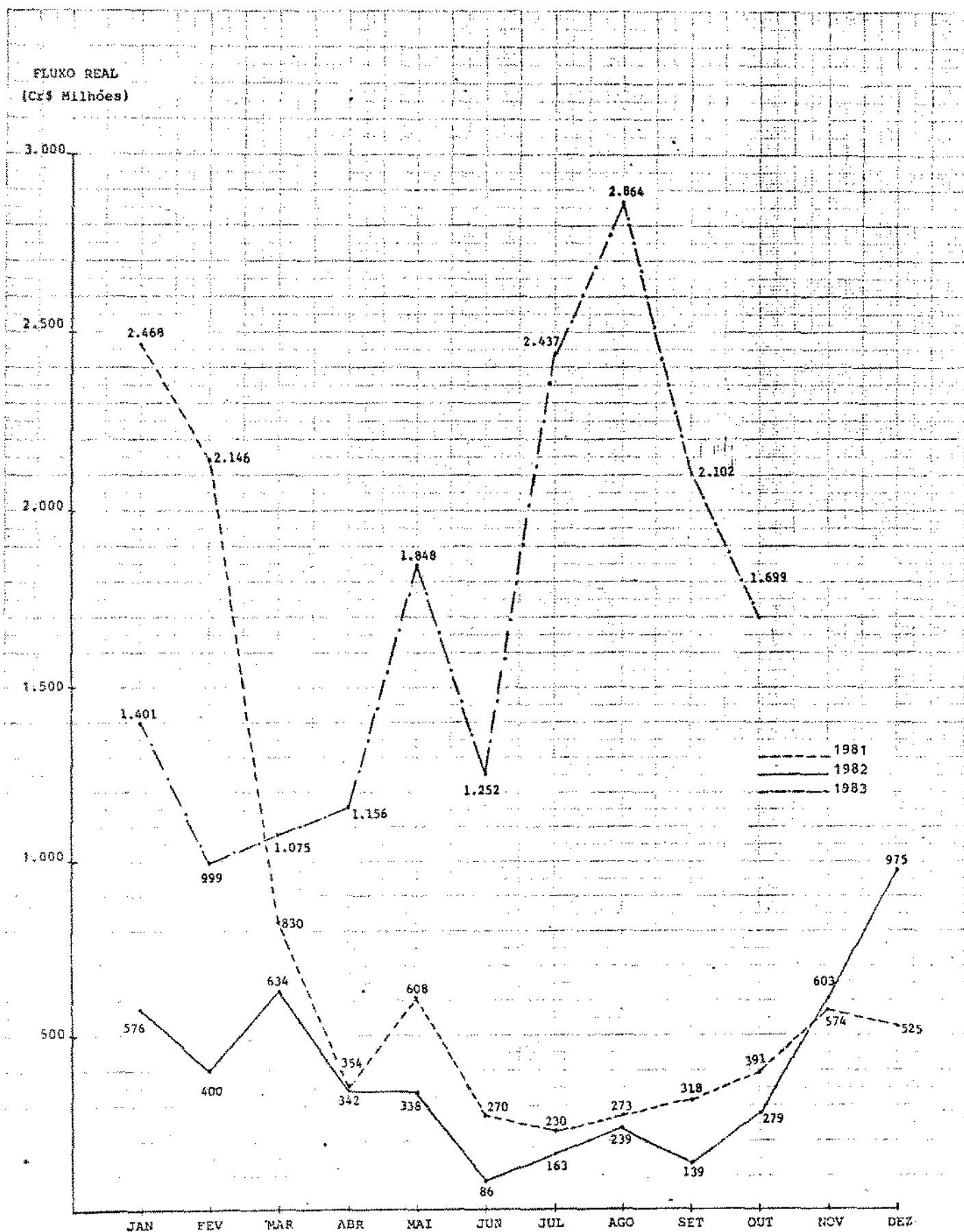


(1) Deflator = IGP-DI Base 1977 = 100

FONTE: Informe II - Banco Central
Jan 81 - Out 83

GRÁFICO X

EMPRÉSTIMOS DE LIQUIDEZ - FLUXOS MÉDIOS REAIS(1) - CR\$ MILHÕES 1981-1983



(1) Média dos Fluxos Diários no Mês;
Deflator = IGP-DI, Base 1977 = 100

FONTE: Informe II - Banco Central
Jan.81-Out.83

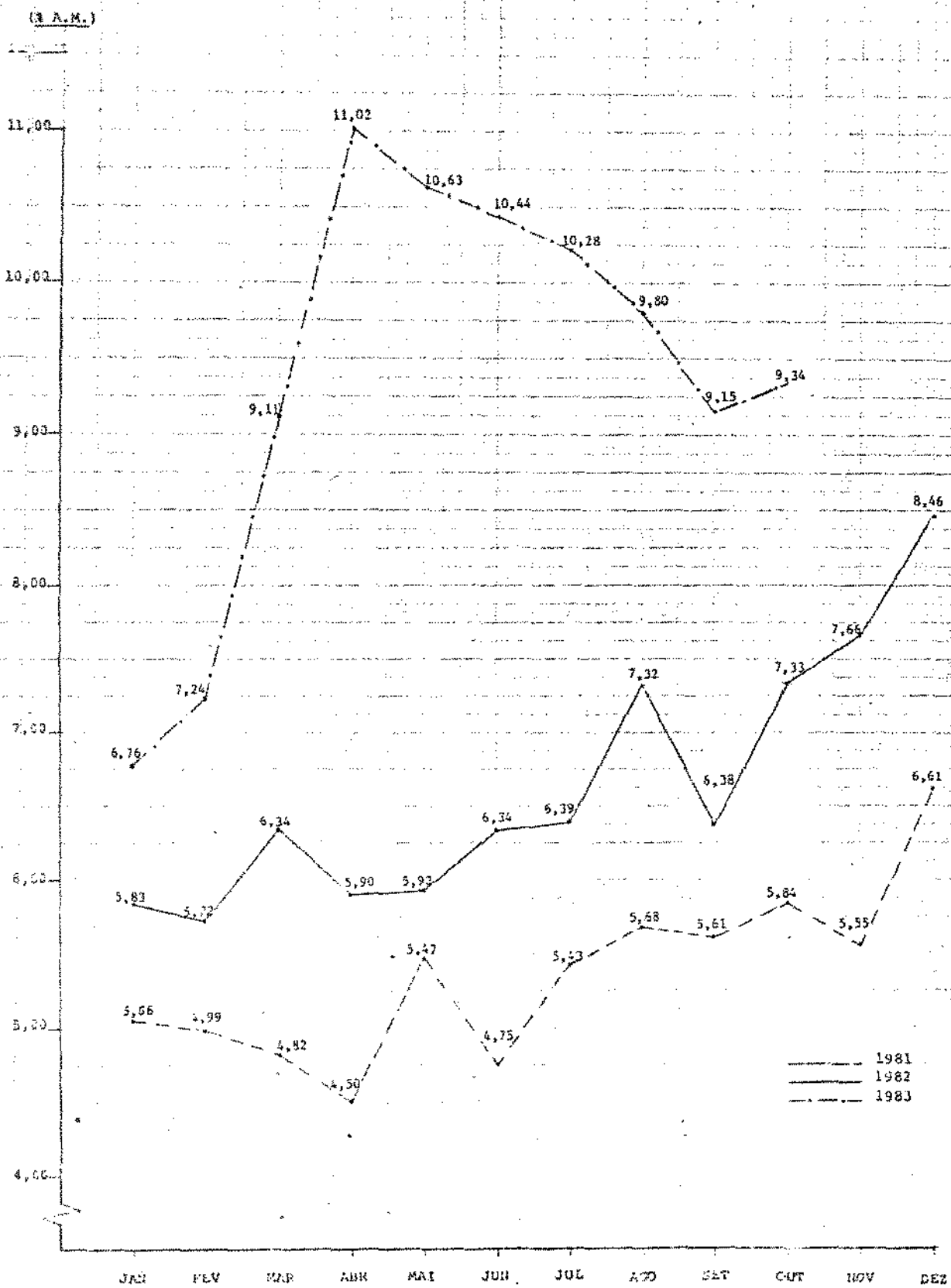
tivas no "overnight", e um segundo, de evolução dos empréstimos do sistema bancário comercial com delineamento semelhante àquele definido pelos níveis das reservas livres.

Pois bem, observando-se o gráfico XI podemos confirmar a existência do movimento de elevação das taxas do "over". Neste gráfico, que dispensa maiores comentários, observam-se progressivas elevações do patamar das taxas de juros efetivas vigentes no "overnight" em cada um dos últimos três anos.

Já no gráfico XII, onde se observam os empréstimos totais dos bancos comerciais - exclusive Banco do Brasil -, e no gráfico XIII, onde se observam os empréstimos dos bancos comerciais - exclusive Banco do Brasil - ao setor privado, podemos constatar também que tais empréstimos evoluíram guardando semelhança de movimentos com os níveis das reservas livres expostos no gráfico IX, anteriormente. Comparando-se aqueles dois primeiros gráficos, de um lado, com este último, de outro, pode-se observar que as curvas traçadas para cada um dos anos considerados comportam-se de modo similar, no que concerne às suas componentes tendenciais. Por outro lado, as disparidades pontuais existentes se explicam não só pela defasagem temporal nos ajustes entre estes dois agregados como também pelos diferentes graus de austeridade das autoridades monetárias na concessão dos empréstimos de liquidez ao longo dos vários meses abordados.

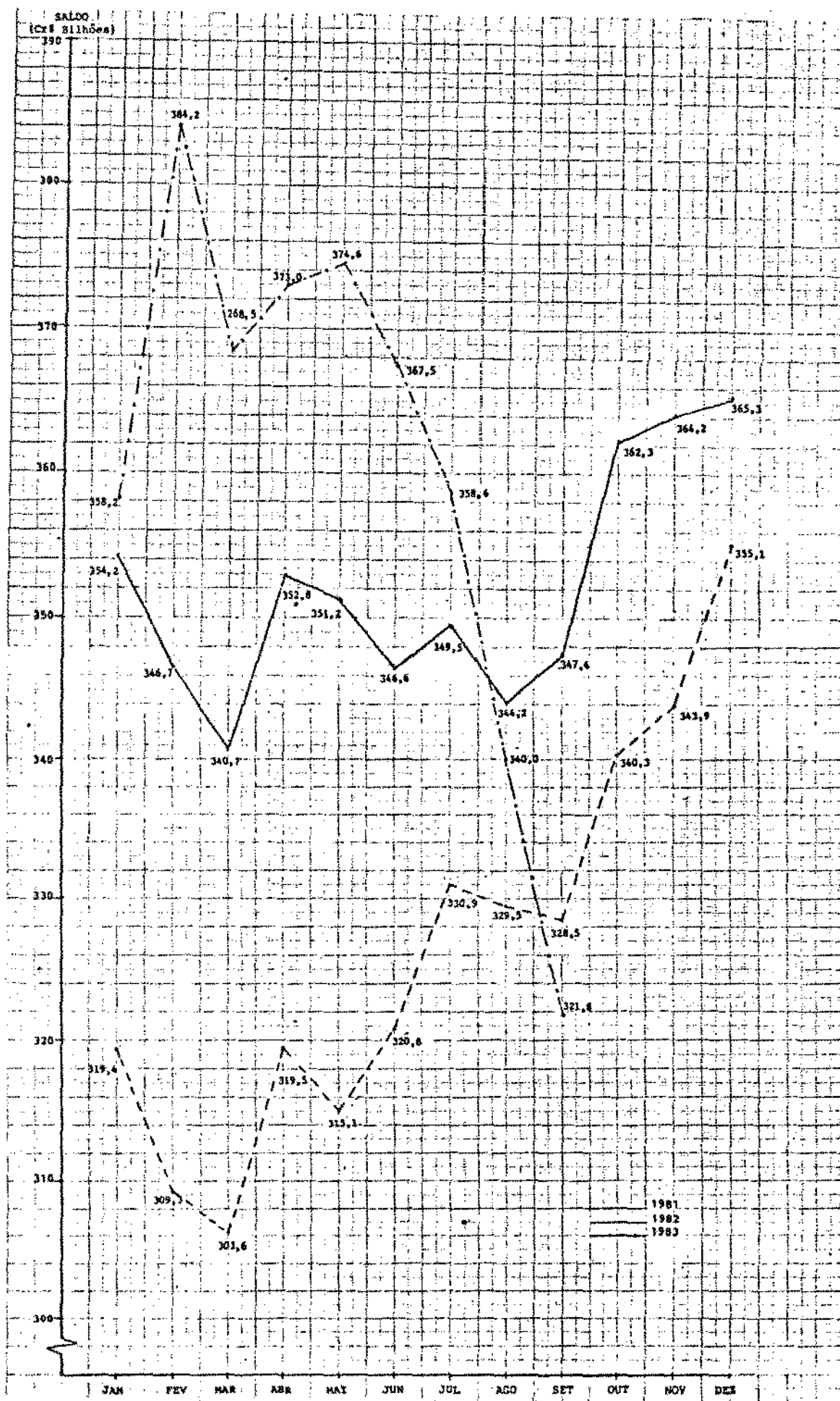
Ainda com referência aos gráficos XII e XIII, vale esclarecer que a exclusão dos empréstimos do Banco do Brasil se deve à condição de autoridade monetária deste último, o que confere outra dinâmica à expansão ou contração de seus empréstimos. Lembre-se, ademais, que, para efeito

OVERNIGHT - RENTABILIDADE MÉDIA MENSAL A.A.M. - TAXAS EFETIVAS (SELIC) 1981 - 1983



Fonte: ANSIRA, Depto. Tão. Open Market
do BCB/Auxiliar

GRÁFICO XII
EMPRÉSTIMOS TOTAIS DOS BANCOS COMERCIAIS(1) - SALDOS REAIS CR\$ BILHÕES(2) 1981-1983

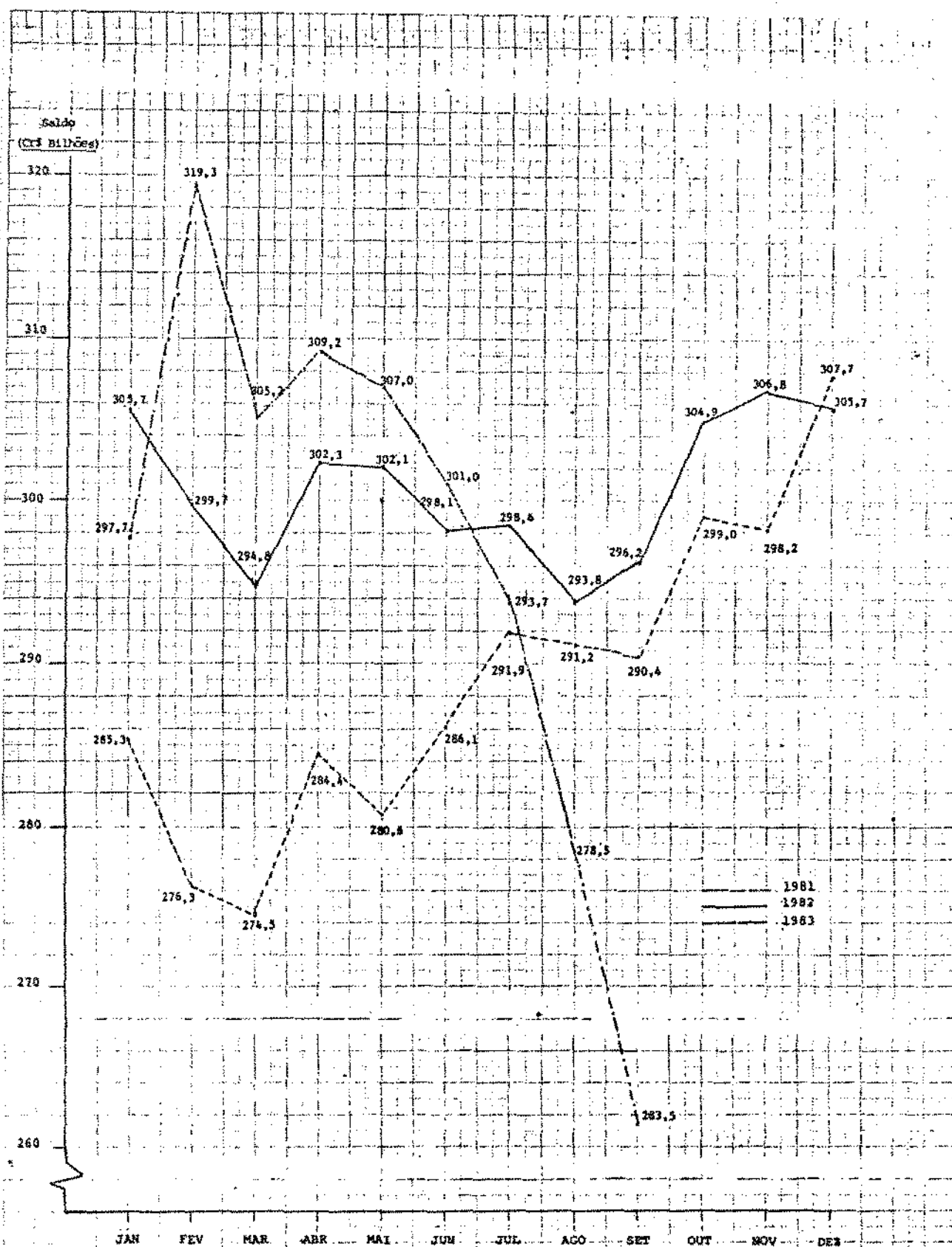


(1) Exclusive Banco do Brasil
 (2) Saldos em final de período;
 Deflator = IGP-DI Base 1977 = 100

FONTE: Relatório Mensal sobre a
 Execução do Orçamento Mo-
 netário - Dez 82 Set 83

GRÁFICO XIII

EMPRÉSTIMOS DOS BANCOS COMERCIAIS (1) AO SETOR PRIVADO - SALDOS REAIS CR\$ BILHÕES (2) 1981-1983



(1) Exclusive Banco do Brasil
(2) Saldos em final de período;
Deflator = IGP-DI Base 1977 = 100

FONTE: Informativo Mensal sobre o Mercado
Financeiro - Banco Central - Set B1

de comparação com o gráfico das reservas livres, não poderíamos incluir tais empréstimos porque os dados referentes àquelas últimas não incluem "reservas livres" do Banco do Brasil.

Analisemos, agora, o impacto da política monetária contracionista, da qual vimos tratando, sobre os meios de pagamento.

4.3. A Contração Real dos Meios de Pagamento

Os meios de pagamento (M_1) - papel moeda em poder do público mais depósitos à vista dos bancos comerciais - são os ativos mais comumente aceitos para a liquidação financeira das transações econômicas correntes - aceitos como meio de circulação. Por isso mesmo, são os ativos monetários, por excelência. A expansão ou contração dos mesmos, consideradas em termos reais, indica estar ocorrendo, respectivamente, aumento ou diminuição da liquidez macroeconômica.

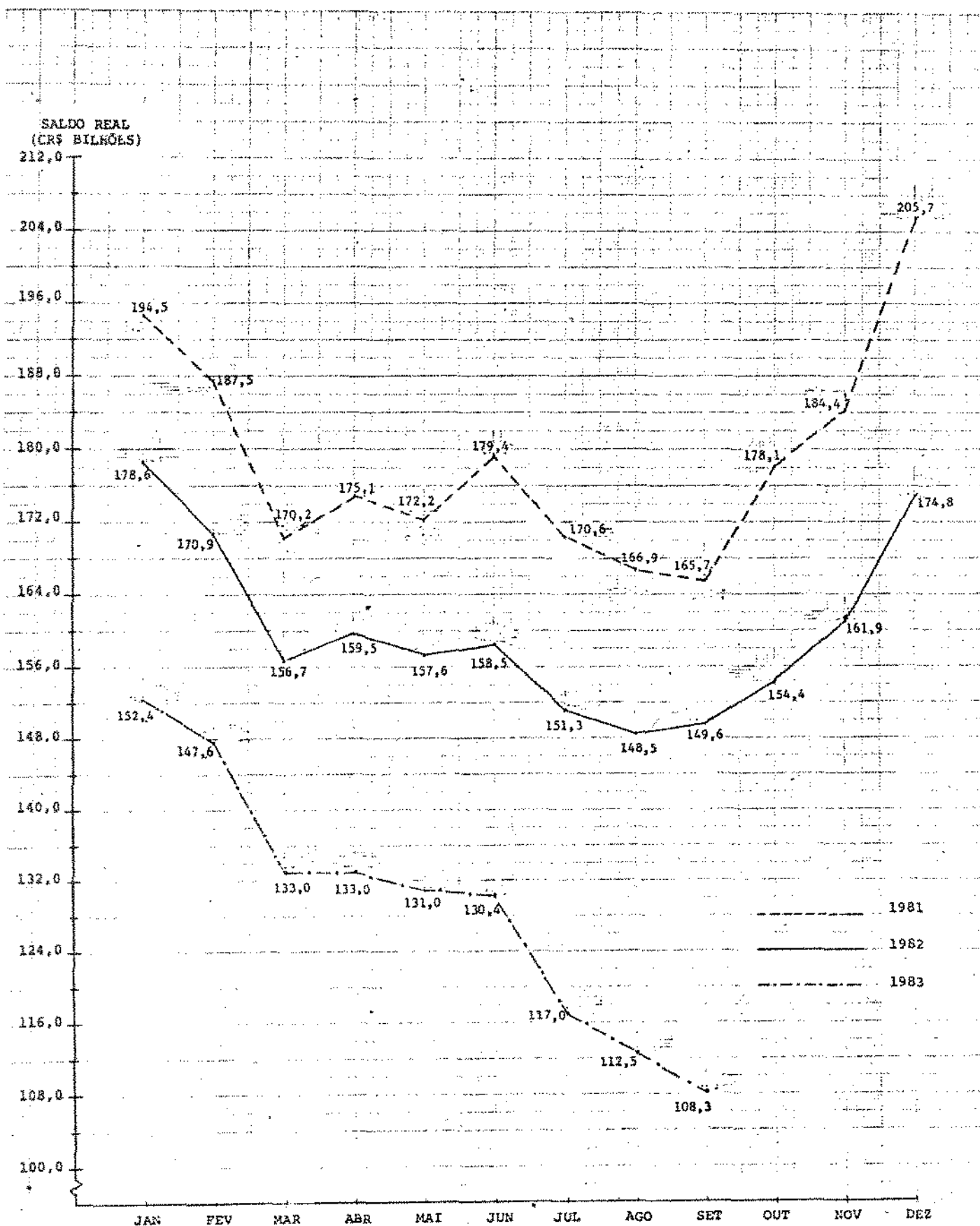
Em consequência da orientação contracionista da política monetária, cujos reflexos sobre as reservas livres e as taxas de juros de "captação" já pudemos observar, os meios de pagamento vêm apresentando acentuado declínio real nos três anos objetos de nossa análise.

No gráfico XIV, pode-se constatar, tendo-se em conta o fator de sazonalidade, a progressiva queda real desse agregado. Queda esta decorrente de uma maior retração dos depósitos à vista - 27% em termos reais durante 1981 e 1982 - relativamente à que ocorreu com o papel moeda em poder do público - 9,8% em termos reais durante aqueles dois anos.

Este último, por se destinar às transações correntes em moeda ma-

GRÁFICO XIV

MEIOS DE PAGAMENTO M1 - SALDOS REAIS (1) CR\$ BILHÕES 1981 - 1983



(1) Deflator = IGP-DI, BASE 1977 = 100

FONTE: Boletim Mensal - Banco Central
Set 83

nual, é menos suscetível ao nível das taxas de juros, vinculando-se mais rigidamente ao nível nominal PIB. Como se evidencia no quadro IV, esta estreita relação com o PIB reflete-se na mínima variação - quase constância - da proporção percentual que mantêm entre si.

Já os depósitos à vista declinaram não só em virtude da contenção dos empréstimos do sistema bancário, sua fonte criadora, mas também em consequência da elevação das taxas de juros de "captação", movimento que correu paralelo à retração real da base monetária, ao maior recolhimento compulsório que se exigiu dos bancos e aos consequentes saldos negativos das reservas livres. Nesse contexto, os depósitos e demais títulos financeiros com prazos de resgate pré-fixados passaram a concorrer com os depósitos à vista, provocando a contínua transformação, a contínua aplicação, de grande parte do crédito e reservas bancários naqueles títulos e depósitos a prazo. Como consta do quadro IV, os depósitos à vista prosseguiram declinando como percentual do PIB no período que compreende os anos de 1981 a 1983. Em contrapartida, os depósitos bancários a prazo, os depósitos de poupança e as ORTNs cresceram como proporção do PIB durante esse período considerado.

Finalmente, para termos uma visão global do quão profunda vem sendo a diminuição da liquidez real de nossa economia, provocada pela atual política monetária, observemos o quadro V, onde estão dispostos os saldos e as participações percentuais dos haveres monetários e não monetários no total dos haveres financeiros ao longo dos últimos anos. Chama a atenção o fato de que os haveres monetários, que em dezembro de 1980 representavam 32,9% do total de haveres financeiros, passaram a representar somente 13,3% em julho de 1983. Reversamente, os haveres não monetários, que tinham participação de 67,1% no total de haveres financei

QUINQUENAL
PIR. Y HAYES FINANCIALS 1972-1972

DESCRIPCION	72		73		74		75		76		77		78		79		80		81		82	
	Saldo (Cif. Nuevos)	Reajuste (C)	Saldo (Cif. Nuevos)	Reajuste (C)	Saldo (Cif. Nuevos)	Reajuste (C)	Saldo (Cif. Nuevos)	Reajuste (C)	Saldo (Cif. Nuevos)	Reajuste (C)	Saldo (Cif. Nuevos)	Reajuste (C)	Saldo (Cif. Nuevos)	Reajuste (C)	Saldo (Cif. Nuevos)	Reajuste (C)	Saldo (Cif. Nuevos)	Reajuste (C)	Saldo (Cif. Nuevos)	Reajuste (C)	Saldo (Cif. Nuevos)	Reajuste (C)
PIR	363	-	509	-	740	-	1,052	-	1,680	-	2,523	-	3,730	-	5,239	-	11,104	-	26,833	-	53,350	-
HOJES FINANCIERAS	123	31.4	217	42.6	291	39.3	466	44.3	685	40.8	1,017	40.3	1,544	41.4	2,577	41.3	4,342	39.1	10,567	39.4	24,038	45.2
- Practicas	44	12.0	94	10.4	125	16.4	180	17.2	249	14.4	343	13.7	485	12.9	838	13.4	1,428	10.4	2,501	9.3	4,246	8.0
- Practicas	12	3.3	16	3.1	21	2.8	31	3.0	46	2.7	65	2.6	94	2.5	167	2.7	290	2.2	523	2.0	1,009	1.9
- Der. a Vicio	32	4.7	78	15.3	104	14.1	149	14.2	203	12.1	278	11.1	391	10.5	671	10.7	1,134	8.7	1,978	7.3	3,237	6.1
- Rob Practicas	79	21.5	123	24.2	166	22.4	286	27.2	436	26.0	674	26.7	1,059	24.4	1,739	27.9	2,918	27.2	8,066	30.1	19,732	37.2
- GON	18	4.3	21	4.1	31	4.5	60	5.7	84	5.0	119	4.7	163	4.3	251	4.0	583	4.5	1,086	7.4	8,397	12.0
- Der. RUMCA	8	2.2	10	2.0	20	3.9	55	5.2	108	6.4	177	7.0	289	7.4	524	8.4	985	7.5	2,485	9.3	5,770	10.8
- Der. RUMCA	17	4.6	26	5.1	34	4.6	55	5.2	73	4.4	133	5.2	227	6.1	410	6.8	839	4.9	1,560	5.8	3,060	6.3
- URMCA en Ocaso	21	5.7	35	6.9	42	5.7	56	5.3	68	4.0	82	3.3	128	3.4	187	3.0	275	2.1	494	1.8	1,786	3.4
- UN	10	2.7	17	3.3	15	2.0	37	3.5	70	4.1	121	4.9	194	5.2	270	4.3	259	2.0	1,102	0.1	1,463	2.4
- Tri. Der. RUMCA en Ocaso	2	0.5	3	0.6	5	0.7	10	1.3	23	1.4	31	1.2	47	1.3	84	1.3	151	1.2	413	1.5	1,028	1.7
- Der. Practicas	5	1.4	7	1.4	8	1.1	9	0.9	10	0.6	11	0.4	11	0.3	13	0.2	16	0.1	26	0.1	30	0.1

(C) Datos de final de periodo

Fonte: BOLIVIAN MONETARY - Banco Central - Jun 83

QUADRO V

HAVERES FINANCEIROS - COMPOSIÇÃO⁽¹⁾ 1980-1983

DISCRIMINAÇÃO	80		81		82		83 ⁽²⁾	
	SALDO	PART. PERC.	SALDO	PART. PERC.	SALDO	PART. PERC.	SALDO	PART. PERC.
	(CR\$BILHÕES)	(%)	(CR\$BILHÕES)	(%)	(CR\$BILHÕES)	(%)	(CR\$BILHÕES)	(%)
HAVERES FINANCEIROS	4.342	100,0	10.567	100,0	24.039	100,0	40.850	100,0
- HAVERES MONETÁRIOS	1.428	32,9	2.501	23,7	4.247	17,7	5.433	13,3
.. DEPÓSITOS À VISTA	1.137	26,2	1.978	18,7	3.237	13,3	4.344	10,6
.. PAPEL MOEDA	291	6,7	523	5,0	1.010	4,2	1.089	2,7
- HAVERES NÃO MONETÁRIOS	2.914	67,1	8.066	76,3	19.791	82,3	35.415	86,7
.. ORTN	589	13,6	1.986	18,8	6.399	26,6	12.683	31,0
.. DEPÓSITOS POUPANÇA	985	22,7	2.485	23,5	5.720	23,8	9.641	23,6
.. DEPÓSITOS PRAZO FIXO	639	14,7	1.561	14,8	3.360	14,0	5.654	13,8
.. LETRAS CÂMBIO	275	6,3	494	4,7	1.785	7,4	3.117	7,6
.. LTN	259	6,0	1.102	10,4	1.463	6,1	2.492	6,1
.. TÍTULOS DIV. PÚB. ESTADUAL	151	3,5	413	3,9	1.034	4,3	1.773	4,3
.. LETRAS IMOBILIÁRIAS	16	0,3	27	0,2	30	0,1	55	0,1

(1) DADOS DE FINAL DE PERÍODO

(2) DADOS ACUMULADOS ATÉ JUL 83

FONTE: BOLETIM MENSAL - BANCO CENTRAL - JUN 83

ros em dezembro de 1980, aumentaram tal participação para 86,7% em julho de 1983.

Importa esclarecer que a interpretação da contração de liquidez expressa nos números do quadro V deve ser feita da forma como segue: as reservas e os créditos escriturais bancários vêm se destinando menos à constituição de haveres monetários, necessários à circulação dos bens e serviços "reais", que à constituição/aquisição dos haveres não monetários. A não ser no caso dos títulos do Tesouro Nacional, cuja aquisição original sempre implica vazão de reservas do sistema monetário (bancos comerciais mais Banco do Brasil), os demais haveres não monetários crescem através de processo de multiplicação já descrito no item 3.3. deste trabalho. Neste processo de multiplicação, o crédito escritural bancário ao invés de girar bens e serviços "reais" gira, contínua e renovadamente, títulos e depósitos a prazo.

4.4. Os Resultados da Política Antiinflacionária: Uma Avaliação Crítica

Não é novidade que, a despeito da contração de liquidez que vem promovendo, a política antiinflacionária do governo vem se demonstrando custosa e ineficaz. Custosa pelas conseqüências negativas sobre a renda e o emprego e ineficaz por não estar conseguindo reverter o ritmo de alta dos preços.

De uma inflação de 110,2%, no ano de 1980, conseguiu-se alguma redução para 95,2% em 1981. Em 1982, porém, registrou-se novo aumento da taxa anual que se situou em 99,7%. Já em 1983, a inflação reacelerou-se vigorosamente, tornando concreta a expectativa de que fechará o ano acu

mulando variação em torno dos 200%.

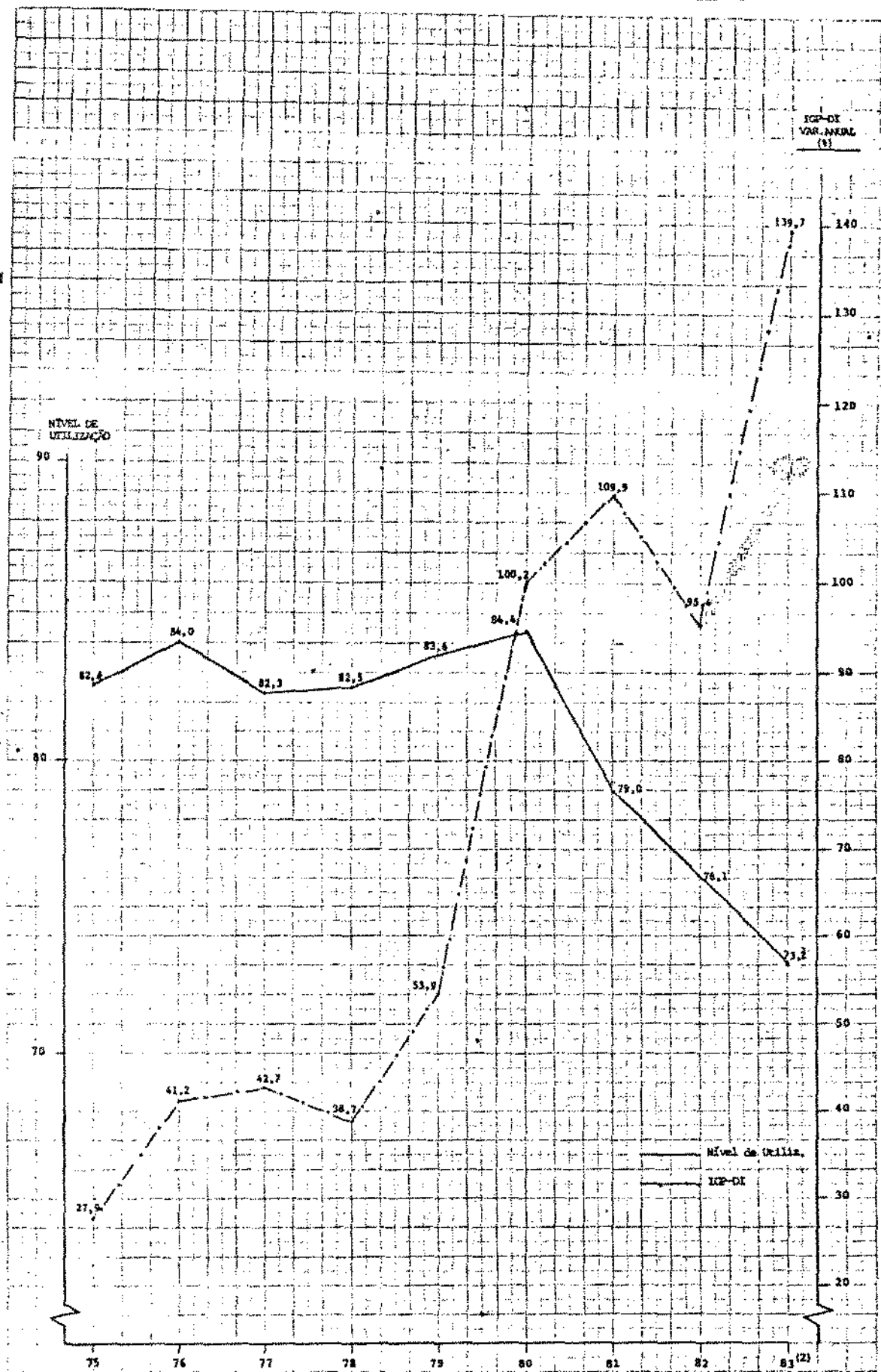
A explicação para tal efeito às avessas não se resume, mas, deve começar pelo ridículo diagnóstico oficial que inspirou o tratamento antiinflacionário nestes últimos anos. Pois a idéia de que a inflação brasileira era consequência de uma demanda agregada excessiva não resiste à simples observação dos dados indicativos da existência de capacidade ociosa de produção industrial já nos anos que antecederam à execução da quele tratamento. Como atesta o gráfico XV, durante os anos de 1975 a 1980 o nível médio de utilização da capacidade de produção industrial instalada no estado de São Paulo ficou ao redor de 83,2%. Tendo-se em conta também a conhecida existência de terras não cultivadas e disponíveis para plantio, bem como a abundância de mão de obra expressa pelo subemprego e pelo vultoso afluxo anual de novos integrantes à "população economicamente ativa", jamais poderia ser levada a sério a "pregação" de que nossa inflação era de demanda.

Foi, entretanto, com esse pressuposto que o governo fez da contenção dos agregados monetários o meio básico em que concentrou esforços para conter a demanda e baixar a inflação. Lembre-se ainda que, adicionalmente à retração da liquidez que promoveu, o governo sempre procurou conter diretamente dois dos componentes da procura agregada: os gastos públicos, através de maior austeridade orçamentária, e o consumo privado, através de "apertos" na política salarial.

É bem verdade que, reforçando esta conduta terapêutica, sempre esteve presente o argumento monetarista que, quando não estabelecia direta relação causal entre oferta de moeda e preços, ressaltava ao menos a praticidade instrumental de se utilizar a contenção monetária como for-

GRÁFICO XV

NÍVEL DE UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA NO ESTADO DE SÃO PAULO X INFLAÇÃO (1) 1975 - 1983



(1) Variação do IGP-DI Médio Anual

(2) Nível de Utilização: Dados Até Ago 83
IGP-DI : Dados Até Out 83

FONTE: FIESP

ma de combate à inflação.

Mas também sob este prisma meramente instrumental a contração dos agregados monetários é bastante questionável do ponto de vista exclusivamente técnico e, numa economia como a brasileira, injustificável no que concerne a suas nefastas repercussões no plano social. Senão vejamos.

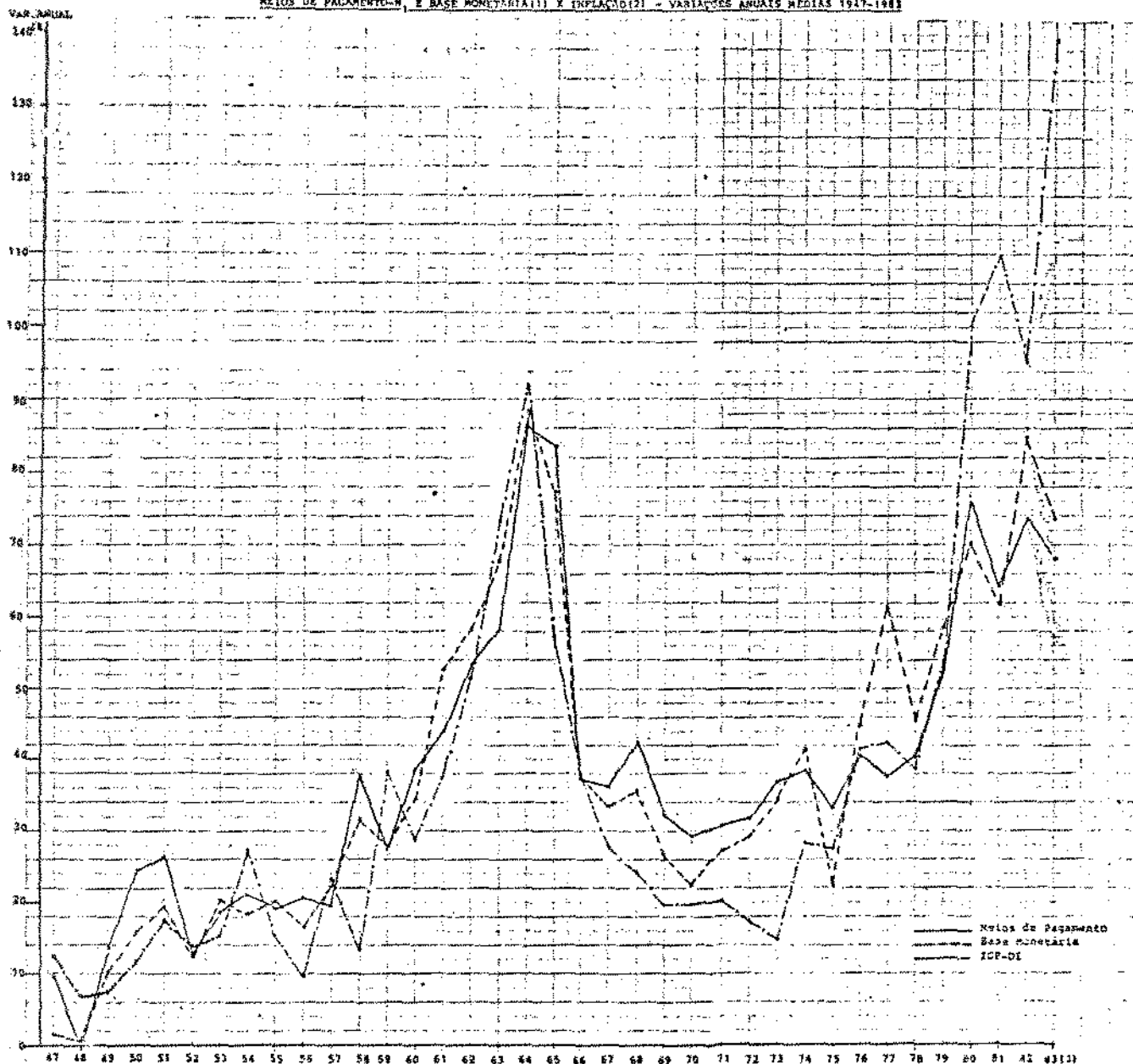
A despeito das frequentes celeumas sobre o assunto, é indiscutível o fato de sempre ter existido, para a economia brasileira, uma estreita e não casual correlação no médio prazo entre a expansão dos meios de pagamento (M_1) e da base monetária, de um lado, e o ritmo inflacionário, de outro. O gráfico XVI, onde constam as variações médias daquelas variáveis para cada um dos anos considerados, demonstra de forma clara e definitiva o quão estreita e regular costuma ser aquela correlação.

Mas, feita esta constatação, nem por isso se podem derivar conclusões que estabeleçam vínculos unidirecionais de causação entre os agregados monetários e os preços. Ou seja, não se pode dizer qual dessas variáveis determina a outra. Os preços, por um lado, são influenciados por fatores conjunturais próprios que os impulsionam primariamente, e os agregados monetários, por outro, são também dependentes de outros fatores conjunturais específicos que condicionam a sua maior ou menor expansão. Será então a partir do balanceamento dos pesos dos fatores distintos que atuarem especificamente sobre cada variável que se definirá em cada momento qual delas influenciará mais o comportamento da outra.

Como exemplo de fatores primários que podem atuar sobre o ritmo da elevação dos preços podemos citar os choques de custo - maxidesvalori

GRÁFICO XVI

MEIOS DE PAGAMENTO(1) E BASE MONETÁRIA(2) X INFLAÇÃO(3) - VARIAÇÕES ANUAIS MÉDIAS 1947-1983



(1) Variações entre os saldos médios (aritméticos) anuais

(2) Variações do IGP-DI médio anual

(3) M₁ e Base: dados até Set 83

IGP-DI : dados até Out 83

FONTE: Boletim Mensal - Banco Central - Ago 86 e
Set 81
Conf. Econômica - FGV - Abr 83 e Ago 81
Revista Econômica - Mar 81

zações, escassez repentina de alimentos e demais matérias primas básicas, etc - e a própria inércia inflacionária decorrente do que chamaremos "propensão à especulação". Já como exemplo de fatores atuantes sobre a oferta de moeda, podemos citar o grau de coordenação administrativa das autoridades monetárias, as condições políticas para a contenção creditícia "intra" e "extra" muros do setor público, etc.

Isto posto, fica claro perceber que a utilização da contração dos agregados monetários como instrumento de política antiinflacionária já não apresenta garantia de eficácia pelo simples fato de que nem sempre é possível manter elevado o grau de controle sobre a expansão da oferta de moeda.

Esta constatação nos parece especialmente relevante no contexto atual de nossa economia, onde muitas empresas estatais constituíram-se em verdadeiros centros autônomos de poder, tornando problemática a contenção de seus preços e gastos correntes. Nessas circunstâncias, é comum que a uma fase - alguns meses - de contenção monetária e controle de preços mais rígidos para as empresas públicas se suceda uma fase de relativa liberalidade monetária onde, além de se "corrigirem" seus preços "defasados", lhes é dado crédito adicional que extravasa liquidez ao restante da economia, viabilizando maior remarcação dos preços em geral e, portanto, maior repasse das pressões de custo acumuladas na fase anterior. Com isso, a própria política antiinflacionária reimpulsiona, de tempos em tempos, a inflação e reacende, em determinados setores da opinião econômica mais especializada, o clamor, às vezes apocalíptico, de contração drástica do déficit público como única forma de comprimir de vez a oferta monetária.

Mas não param por aí as restrições que, ainda sob um ângulo exclusivamente técnico, podem ser antepostas à utilização da contração da liquidez como instrumento antiinflacionário. Pois mesmo admitindo que, temporariamente, seja absoluto o grau de controle das autoridades mone-tárias sobre a oferta monetária ainda restam problemas pendentes à afir-mação da correlação entre esta última e o ritmo de elevação dos preços que podem, igualmente, comprometer a eficácia da contração de liquidez como política antiinflacionária.

Para analisarmos tais problemas consideremos a inegável identidade econômica $M.V \equiv P.Y$, onde conceituaremos M = meios de pagamento usuais, V = velocidade de circulação dos meios de pagamento, P = índice geral de preços e Y = produto real. Da observação desta identidade pode-se de-duzir que a uma contração de M pode corresponder, em termos lógicos, ma-temáticos, uma contração de igual proporção em P , ou em Y , ou, não ocor-rendo nenhuma das duas, um aumento proporcional de V . Menos visível por não se encontrar explícito na identidade, mas igualmente possível, sem-pre em termos lógicos, é também o surgimento, em proporção equivalente à redução de M , de ativos financeiros que passem efetivamente a substi-tuí-lo. Designaremos tais ativos por M^* .

Dependendo das características específicas de cada conjuntura e es-trutura econômica uma contração autonomamente induzida em M pode provo-car maior ou menor concentração de efeitos equivalentes em P , do que nas outras variáveis Y , M^* e V .

Na realidade empírica da vida econômica, a variável V tem suas va-riações limitadas por fatores institucionais de pouca flexibilidade no curto/médio prazo, sendo basicamente condicionada pelo "aparato" técni-co-legal que rege as práticas habituais de pagamento.

De igual modo, parece-nos lícito supor que a variável M* também tem seu crescimento limitado por fatores técnico-institucionais.

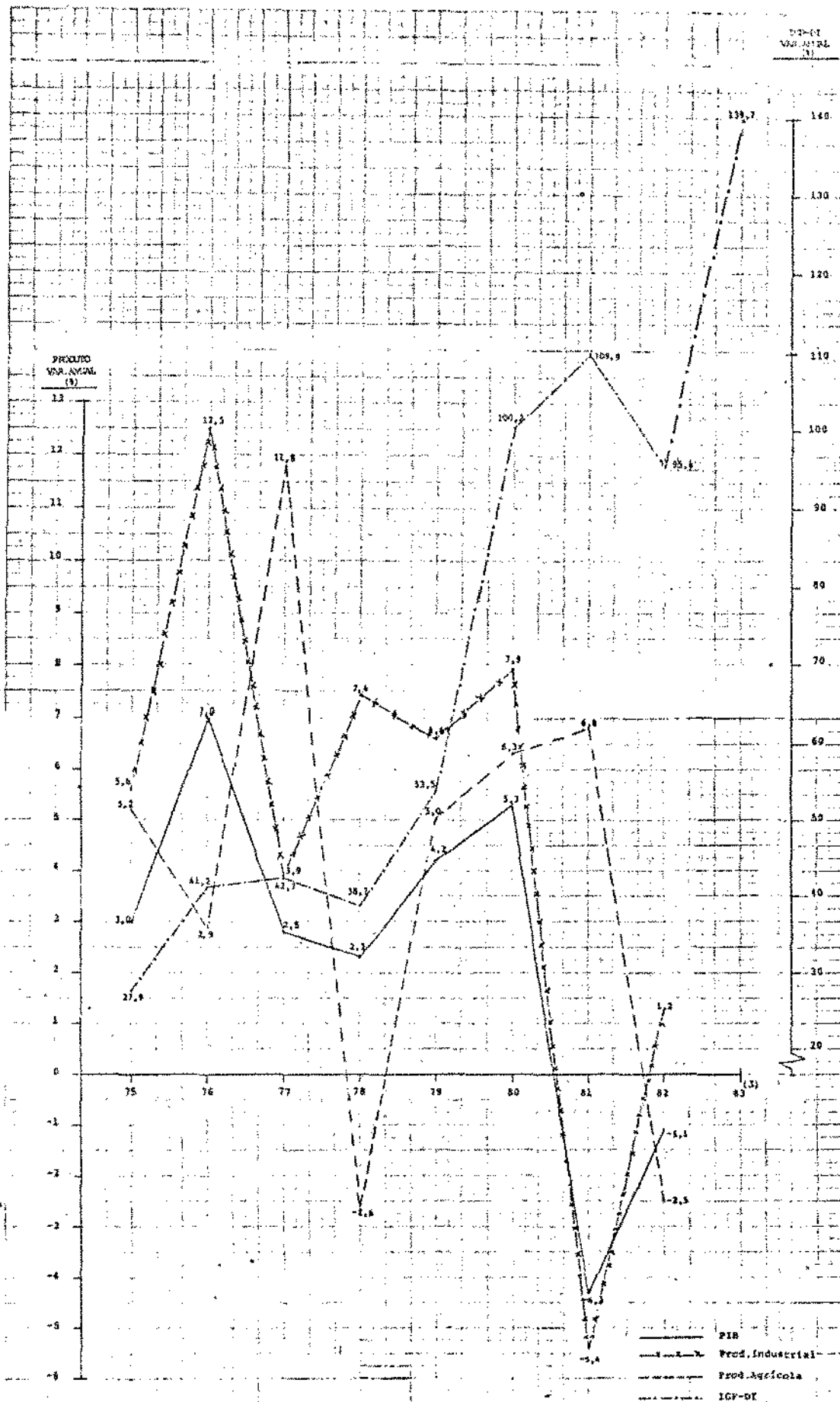
Dessa forma, devemos buscar identificar os efeitos da contração de M principalmente sobre as variáveis P ou Y.

Pois bem, já vimos que a contração dos meios de pagamento não implicou redução significativa da inflação brasileira durante o período que cobre os anos de 1981 a 1983. Pelo contrário, a inflação média saltou de 100,2% em 1980 para 109,9% em 1981, caiu para 95,4% em 1982 e já está ascendendo a 139,7% em 1983.

Por outro lado, conforme se pode esperar da análise das relações entre as variáveis M, M*, V, P e Y, se não houve queda nos preços houve, em contrapartida, acentuada queda do produto real e, por consequência, do emprego. Os gráficos XVII e XVIII ilustram com nitidez o que ocorreu com essas últimas variáveis naqueles anos mencionados.

A propósito do caráter paradoxal que o "descolamento" temporário entre variações dos preços e da oferta de moeda possa aparentar, em contraste com a correlação que apontamos existir entre essas variáveis na economia brasileira, convém reiterarmos que, a nosso ver, tal "descolamento" tende a desaparecer no médio prazo, quando não mais houver margem econômica ou política para que a queda do produto, e do emprego, continue criando "espaço", liberando liquidez, para a elevação dos preços.

De qualquer forma, em ocorrendo este "descolamento" e durante o tempo em que persistir, fica comprometida a eficácia antiinflacionária da política monetária contracionista.



(1) Variações Anuais Reais

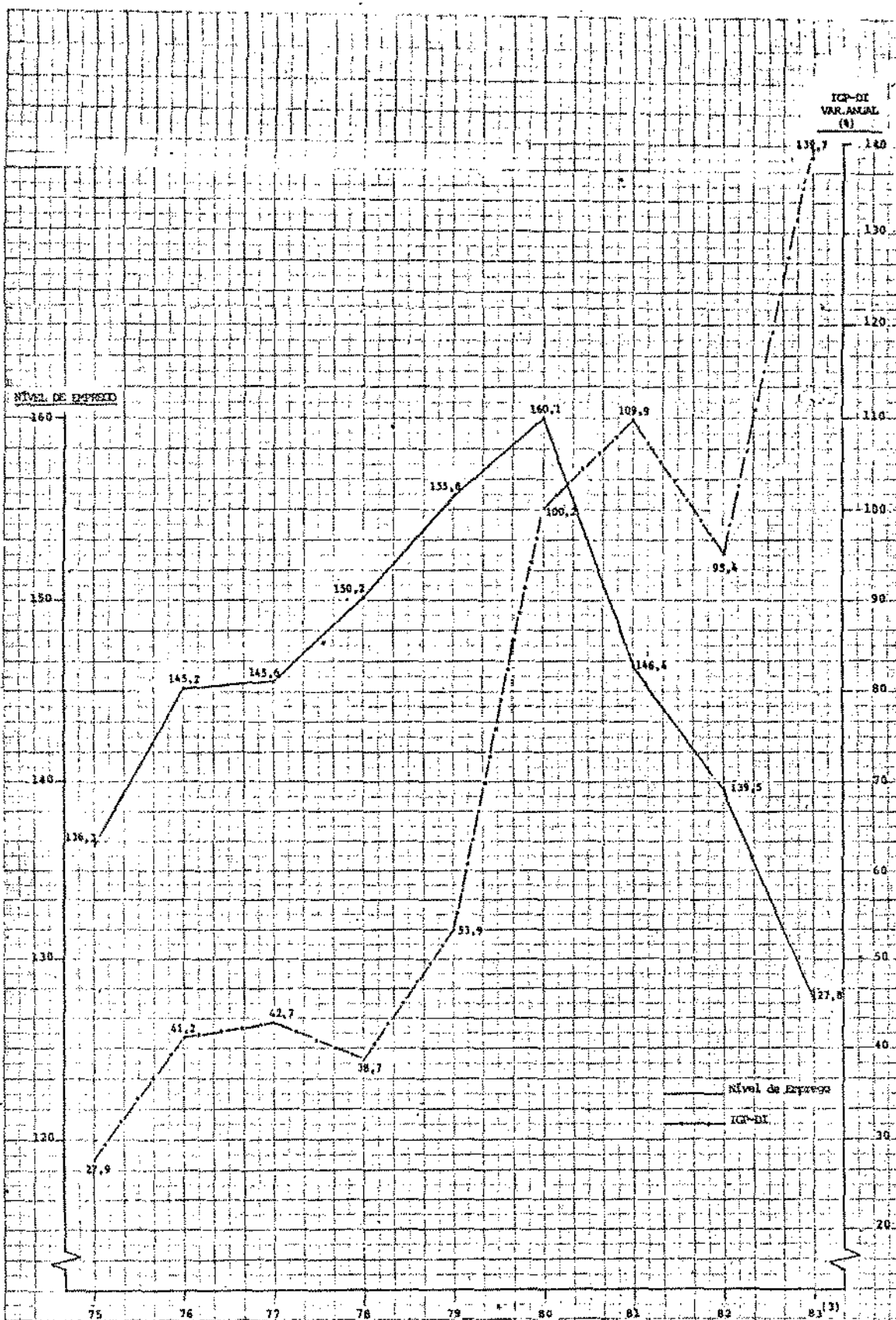
(2) Variações no IGP-DI Médio Anual

(3) Dados até Out 83

FONTE: Relatório Anual - Bco Central - 1982

GRÁFICO XVIII

NÍVEL DE EMPREGO INDUSTRIAL NA GRANDE SÃO PAULO (1) X INFLAÇÃO (2) 1975 - 1981



(1) Índice Médio Anual (Dez 70 = 100)

(2) Var. do IGP-DI Médio Anual

(3) Dados Até Out 83

FONTE: FIESP

Como se pode observar no gráfico XVI durante 1980 e 1981 se abriu tal "descolamento" na economia brasileira. Após ter se estreitado em 1982, voltou a se abrir em 1983. Este fato reflete, mais uma vez, os lentos e custosos resultados da contração da oferta monetária como instrumento inibidor da alta dos preços na situação atual de nossa economia.

Mas, por que estaria havendo dilatação da defasagem entre preços e agregados monetários com conseqüente retardamento dos efeitos antiinflacionários da política contracionista adotada? O que estaria impulsio-nando primariamente a elevação dos preços? Como já antecipamos em parágrafo anterior, a resposta nos parece envolver aspectos estruturais e conjunturais.

Quanto aos aspectos estruturais, é importante realçarmos o caráter oligopólico da política de remarcação de preços dos setores mais concentrados de nossa economia, bem como a ampla abrangência com que a indexação de preços se institucionalizou.

Quanto aos aspectos conjunturais, envolvem choques e pressões contínuas de custo derivados da forma abrupta e descoordenada de certas medidas econômicas tomadas pelo governo - maxidesvalorizações, corte de subsídios, etc -, das altas taxas de juros, da insuficiência de oferta interna e encarecimento de gêneros e matérias primas básicos e da emergência dos custos fixos das empresas em decorrência da retração da escala de produção que a própria recessão lhes impõe.

Tendo em conta todos estes aspectos, é de fundamental relevância que também abordemos um outro fator de propulsão inflacionária, que apesar de incorporar elementos estruturais e conjunturais, deles se desta-

ca, constituindo-se em força com identidade própria. Trata-se do que chamaremos "propensão à especulação".

Esta "propensão à especulação", que normalmente condimenta qualquer atividade que vise o lucro monetário(2), e mais particularmente as de natureza financeira, aumentou bastante nos últimos anos, extravasando aos circuitos do mercado monetário e se generalizando pela economia. Tal exacerbação especulativa manifesta-se, atualmente, na autonômica com que os agentes econômicos remarcam os preços de seus bens e serviços.

A nosso ver, este vigoroso movimento vem sendo impulsionado, em última instância, pelo próprio aprofundamento da recessão e pela instabilidade que vem caracterizando a administração econômica do país. Nessas condições, a perspectiva de retração das vendas e a espessa incerteza que permeia toda e qualquer decisão alocativa estimulam as empresas a auferirem receita maximizando a remarcação de seus preços e minimizando o comprometimento produtivo de seu capital. Esta perversa combinação de aumento de preços com diminuição da produção constitui o processo vicioso da estagflação e reflete a "preferência pela valorização com segurança e liquidez" dos agentes econômicos ante a aleatoriedade do futuro imediato.

Neste quadro, a inadequada política antiinflacionária atual, ao promover a contração da liquidez com consequente elevação dos juros reais, adiciona vapor à ebulição especulativa, premiando com ganhos financeiros àqueles que produzirem menos. Sem que se recorra a qualquer intuição profética, mas simplesmente à objetividade da lógica econômica, não é difícil prevermos que, a persistir o descompasso entre o crescente volume de títulos em valorização financeira e a decrescente geração de riqueza real, sobrevirão crises no sistema financeiro para a inevitável eliminação daqueles papéis que, sem o lastro dos lucros operacionais das atividades produtivas que financiaram, estejam se valorizando ficticiamente.

Note-se, então, que a atual política monetária contracionista, com seus impactos altistas sobre os juros e com suas conseqüências recessivas sobre a produção, bem como a instabilidade da gestão econômica global do país incentivam a especulação que eleva os preços e inibe ainda mais a produção, o que, por sua vez, retroage como estímulo à prática especulativa. Este infernal círculo vicioso, ao que nos parece, talvez esteja na raiz da explicação da persistência do "descolamento" entre preços e agregados monetários, observado no gráfico XVI para os últimos anos. Conclusão decorrente é a de que, face à essa situação, só com muita queda do produto e do emprego é que a contração monetária poderá atingir os resultados antiinflacionários que almeja.

E isto nos remete à mais grave restrição que deve ser feita à atual política monetária. Trata-se de restrição de cunho ético-social e que torna injustificável, num país com gritantes carências sociais como o nosso, que se adote tal política de conseqüências bárbaras sobre a renda e o emprego. Ante o mito de que a inflação é nosso mal maior, é preciso sempre reiterarmos que o maior problema do país é o desemprego, o subemprego e a marginalidade social.

Por outro lado, a partir do que expusemos nos parágrafos anteriores, pode-se concluir que maior oferta real e barateamento do crédito para que se retome o crescimento econômico, respaldado por uma imprescindível recuperação da credibilidade na administração econômica do país e pela definição de diretrizes estáveis de política creditícia, fiscal e cambial, são pré-condições necessárias para uma contenção racional da inflação.

Motivando e garantindo, às empresas, a obtenção de lucro através da

aplicação produtiva de seu capital, uma política econômica assim orientada contribuiria para quebrar o caráter vicioso da estagflação, com o que arrefeceria a remarcação especulativa de preços.

Medida temporária e de caráter preventivo, uma ampliação da abrangência do tabelamento de preços para insumos e produtos também teria papel importante a desempenhar. Sendo proporcional à inflação decorrida, o tabelamento, cuja eficácia se afirma pela vigilância recíproca entre as próprias empresas, contribuiria para frear a inércia de especulação com os preços, projetando uma inflação futura sempre menor que a passada.

Sem dúvida que reformas institucionais, visando sanear o déficit e a dívida públicos, são complementos de relevância. Cabe, contudo, enfatizar que, não sendo a nossa inflação de demanda, não há porque contrair o déficit para conter, por último, a base monetária. O objetivo deve ser, isto sim, o de cortar gastos excessivos e de baixo retorno que, arrastando uma dívida pública crescente, alimentam e compõem elos da corrente especulativa, impedindo o exercício de uma política monetária responsável e flexível.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Acabamos de analisar o conjunto de medidas com que o governo vem procurando desacelerar a inflação desde fins de 1980.

Como se sabe, estas medidas, além de instrumental de tratamento antiinflacionário, também se conformaram em oportuna estratégia de que o governo se utilizou para o refinanciamento de nossos déficits no balanço de pagamentos, fato que as reforçaram como esteio básico da política econômica que vem sendo executada até o momento.

Ainda em dezembro de 1980, quando possuíamos algo em torno de US\$.. 6,9 bilhões de reservas cambiais, a opção estratégica mais saudável para encaminharmos soluções aos nossos problemas no "front" externo era a renegociação global da dívida, visando um reescalonamento das parcelas a vencer em conformidade às nossas reais condições de pagamento.

Dado o caráter estrutural de nosso déficit no balanço de pagamentos e dada a existência de volume de reservas que poderiam nos ter dado guarida temporária ante eventuais atrasos ou impasses que surgissem no decorrer das negociações, esta opção, além de realista e responsável, abria condições para que nos tornássemos imunes ao absurdo receituário de política econômica recessiva, ministrado por nossos credores internacionais.

Os gestores de nossa política econômica, entretanto, descartaram veementemente a adoção dessa alternativa. Em parte, nos parece que essa rejeição se deveu ao receio de acumularem desgaste político para si e para todo o governo, face ao reconhecimento de insolvência do país em

que implicaria tal estratégia. Lembre-se ademais, que, naquela ocasião, os ministros da área econômica estavam bastante expostos às críticas que pesavam sobre a mal sucedida experiência administrativa transcorrida durante o ano de 1980.

Mas havia também uma outra motivação, de natureza especificamente econômica, para se rejeitar a renegociação global da dívida. Esta motivação se apoiava, por um lado, na efetiva viabilidade, ainda que com alto risco implícito, de se continuar captando novos e vultosos empréstimos externos para o pagamento da dívida contraída e, por outro, na oportunidade de reforço à política antiinflacionária que o estímulo à tomada de empréstimos externos através do encarecimento relativo do crédito interno frente ao externo - estratégia que veio a ser adotada - representava.

Em virtude dessas razões que acabamos de expor o governo opta, então, por adotar uma estratégia de cobertura do déficit no balanço de pagamentos que, mais do que manter os juros ativos internos superiores aos externos, implicava em progressivos encarecimentos do crédito interno toda vez que o afluxo de novos empréstimos precisasse ser revigorado.

Apesar de ter surtido efeito até a precipitação da crise financeira internacional em setembro de 1982 - como pode ser constatado no quadro VI - esta estratégia, além de solidificar as conseqüências negativas da política antiinflacionária, trazia, desde o início duas contradições básicas em seu substrato.

A primeira era a criação, em momentos às vezes cruciais, de descom-

QUADRO VI

CAPTAÇÃO DE RECURSOS EXTERNOS E RESERVAS INTERNACIONAIS 1981 - 1982

MÊS	FLUXO DE RECURSOS EXTERNOS		RESERVAS INTERNACIONAIS (1)	
	MENSAL (US\$ MILHÕES)	ACUMULADO (US\$ MILHÕES)	SALDO (US\$ MILHÕES)	VAR. (%)
JAN/81	1.452	1.452	6.627	-
FEV/81	1.358	2.810	6.584	- 0,6
MAR/81	1.630	4.440	6.474	- 1,7
ABR/81	1.234	5.674	6.272	- 3,1
MAI/81	1.407	7.081	6.370	1,6
JUN/81	1.609	8.690	6.150	- 3,4
JUL/81	1.646	10.336	6.232	1,3
AGO/81	1.092	11.428	6.279	0,8
SET/81	1.272	12.700	6.347	1,1
OUT/81	1.986	14.686	6.408	1,0
NOV/81	1.354	16.040	6.574	2,6
DEZ/81	1.303	17.343	7.507	14,2
JAN/82	1.113	1.113	7.280	- 3,0
FEV/82	1.574	2.687	7.080	- 2,7
MAR/82	1.362	4.049	7.082	0,0
ABR/82	2.027	6.076	7.024	- 0,8
MAI/82	1.046	7.122	6.893	- 1,9
JUN/82	1.601	8.723	6.941	0,7
JUL/82	1.696	10.419	6.951	0,1
AGO/82	1.999	12.418	6.970	0,3
SET/82	762	13.180	-	-
4º TRIM/82	1.176	14.356	-	-

(1) DADOS PRELIMINARES P/ ABR A AGO 82

FORTE: INFORMATIVO MENSAL - BANCO CENTRAL - FEV, MAI, JUN,
SET A NOV 81 - JAN A SET. 82 - FEV, AGO 83

passos entre as taxas de juros e de inflação internas, como foi o caso durante o segundo semestre de 1981. Nessa ocasião, a despeito de a inflação acumulada em doze meses ter delineado tendência de queda desde abril daquele ano, o governo, face à necessidade de reativar a captação externa, "abriu" as taxas de desconto das LTNs nos leilões primários, reativou a colocação desses países e, com isso, pressionou ainda mais para cima a estrutura das taxas de juros internas. Este fato, em virtude da inelasticidade da demanda por crédito no curto prazo, representou uma pressão de custo adicional para as empresas que, obviamente, pesou como fator inibidor a uma mais rápida desaceleração inflacionária.

A segunda era o desestímulo que, em decorrência da recessão que contribuía para aprofundar no médio prazo, se criava para a demanda por crédito em geral e pelo próprio crédito externo em particular.

Em decorrência dessas duas contradições, tivemos oportunidade de sugerir pela imprensa que se mudasse a estratégia de captação externa, ainda que não se alterasse o quadro mais amplo da política econômica - possibilidade pouco provável. A proposta alternativa mencionada era uma variante de sugestão que já havia sido encaminhada às autoridades monetárias pela Fiesp e cujas possibilidades e conseqüências haviam sido pouco exploradas.

A idéia era a de que o governo, mantendo o enquadramento do crédito bancário interno, vigente àquela época, flexibilizasse para cima o limite original de expansão desse crédito, condicionando-o, para cada banco, ao volume de dólares que captasse.

O ponto importante que se ressaltava nessa proposta, era o de que ,

com a possibilidade de os bancos aumentarem suas aplicações e, portanto, sua receita em função do volume de dólares que captassem, o agente a ser estimulado na contratação de crédito externo passaria a ser o banco repassador e não mais, como era, a empresa tomadora final. E o fundamental era que, mudando o agente, mudaria a natureza do estímulo.

De fato, como na estratégia de captação adotada era a empresa tomadora final o agente a ser estimulado a contratar o crédito em dólares, o estímulo necessário era um estímulo de custo, o que pressupunha o encarecimento do custo do crédito interno frente ao externo sempre que se precisasse revigorar o afluxo de divisas. Já com a flexibilização para cima de seus limites de aplicação, como o agente a ser estimulado a buscar dólares seria o banco repassador, o estímulo necessário passaria a ser um estímulo de receita, o que pressupunha que o governo viesse a utilizar como variáveis instrumentais para graduar esse estímulo os limites básicos de expansão do crédito interno e a proporção de aumento desses limites em função do volume da captação externa realizada pelo banco.

Tendo a oportunidade de aumentarem suas receitas os bancos poderiam captar dólares e os mesclar aos cruzeiros para repassá-los, atomizada mente, às empresas em geral, como mais uma outra reciprocidade qualquer. Dessa forma, tenderia a ser superada a necessidade de se encarecer o crédito interno para estimular a entrada de divisas, o que permitiria, ao menos, compatibilizar os juros internos com o ritmo inflacionário.

Naturalmente, esta proposta pressupunha a definição de critérios que, discriminando limites básicos e proporções de aumento desses limi-

tes por faixas de tamanho e capacidade de acesso dos bancos ao crédito externo, evitassem iniquidade na aplicação da medida e criassem normas eficazes de controle e fiscalização, o que, de resto, não apresentava maiores dificuldades.

Com a deflagração da crise de liquidez internacional a partir de setembro de 1982, esta proposta, que não teve maiores ressonâncias junto às autoridades monetárias, deixou de ter efeito prático. Isto porque, em se tratando de sugestão alternativa de estímulo à demanda por dólares, em nada poderia contribuir para resolver as restrições de oferta de crédito externo que, a partir de então, passaram a existir.

Assim, tanto a estratégia vigente de encarecimento relativo do crédito interno frente ao externo quanto a proposta alternativa que acabamos de descrever perderam validade com o refluxo da liquidez internacional.

A crise financeira mundial, detonada pela moratória mexicana, explicitou, então, o quanto havia de arriscado em se procurar girar nosso déficit no balanço de pagamentos através de expedientes quase que unicamente financeiros, o que pressupunha a continuidade da oferta de vultoso montante anual de novos créditos para nossa economia.

O mais incompreensível, entretanto, é que mesmo após o governo ter sido obrigado a assumir a renegociação de nossa dívida, continuou-se a insistir em sua rolagem através da contratação de "pacotes" de empréstimos que, a despeito de contarem com maior prazo de carência para seu futuro pagamento - onde fica implícita a inevitável moratória -, só atendem às nossas necessidades de curto prazo. Dessa forma, não se supera

em definitivo, mas tão somente se postergam para os anos seguintes, os problemas gerados por nossa persistente iliquidez externa. Mais grave ainda, é o fato de que, em função dessa rolagem de curto prazo, vem se submetendo nossa economia a uma série de medidas de caráter recessivo, ao gosto de nossos credores.

Face ao estrangulamento cambial a que continuaremos submetidos, em virtude da natureza estrutural do déficit de nosso balanço de pagamentos, é bem possível que, não se rompendo com tal orientação, sejamos obrigados a continuar suportando a recessão por mais alguns anos.

Este fato aguça inquietações quanto aos desdobramentos que poderá acarretar. Não bastasse o equívoco básico de identificar a inflação brasileira como decorrente da pressão de uma demanda agregada que se julga excessiva, frente à capacidade de produção da economia, a política de ajustamento exigida por nossos credores externos não pondera os riscos que sua manutenção cria para a consolidação da mais nobre realização do atual governo: a abertura democrática.

Não há como sustentar a ilusão de que a afirmação da democracia no campo político possa prosseguir avançando sem que, através da retomada do crescimento econômico, sejam atenuados os fatores críticos que acumulam pressão no campo social.

A realidade do desemprego, somando-se à persistência das carências habitacionais, previdenciárias, nutricionais e educacionais, bem como a crescente marginalidade constituem problemas cuja gravidade não mais permite que se adie o encaminhamento prático de suas soluções.

A deflagração de greves e distúrbios de rua, que já começamos a assistir, não se pode contrapor a repressão policial como solução definitiva. Pois é certo que isto, além de implicar a remontagem de um aparelho repressor incompatível com o enraizamento institucional da democracia que se quer implantar, também acabaria por criar tensão e clima político propícios à radicalização. Caso isto ocorra, será o início de um sério retrocesso no caminho que se vem percorrendo para a efetivação da democracia.

Importa pois, como passo necessário à solução natural dos problemas apontados, que se reverta a política econômica, hoje orientada à redução da demanda agregada, no sentido de torná-la promotora do aumento da renda nacional, do crescimento de nosso mercado interno, através de estímulos imediatos às atividades que absorvam mão de obra, pouco dependam das importações e gerem divisas para o país.

Está claro que a execução de um tal programa fica a depender do fornecimento de crédito externo em volume suficiente para viabilizar a importação dos insumos estritamente necessários à reativação econômica. Para tanto, é preciso que se adote nova postura na renegociação de nossa dívida externa. Postura que nos garanta acordo com os credores para o refinanciamento dos pagamentos de juros e principal pelo prazo que se fizer necessário. Sem o irrealismo dos expedientes financeiros de curto prazo, é preciso que a natureza estrutural de nosso déficit no balanço de pagamentos - déficit em transações correntes mais amortizações do principal da dívida contraída - corresponda um programa de ajuste também estrutural de nossa economia, dando-se prazo mais dilatado para que recuperemos capacidade de pagamento externo através de uma progressiva substituição de nossas importações.

Na eventualidade de não se chegar a acordo razoável, seria o caso de o governo, tendo em conta a necessidade de preservar a soberania do país, assumir a negociação política de uma moratória. Pois só com folga financeira aberta ao crescimento econômico é que o país poderá suprir suas carências sociais e potenciar, dessa forma, condições para uma democrática integração política que o afirme como Nação civilizada.

Tanto a importância geopolítica do Brasil como o impacto financeiro a nível mundial da interrupção de nossos pagamentos - potencializado pela adoção de idêntico procedimento por outros países que provavelmente nos seguiriam - são recursos poderosos de que deveremos nos valer para defendermos a superação positiva da crise a que estamos submetidos.

NOTAS

(1) Para uma competente análise da evolução da política econômica no período que abrange os anos de 1974 a 1981 ver o artigo de Luciano Galvão Coutinho e Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo - "Política Econômica, Inflexões e Crise: 1974-1981" - em Desenvolvimento Capitalista no Brasil: Ensaio sobre a Crise - organizadores: Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo e Renata Coutinho - Editora Brasiliense - São Paulo - 1982

(2) Ver, a propósito, o brilhante artigo de Dudley Dillard "Theory of a Monetary Economy" - Post Keynesian Economics - Edited by Kenneth Kurihara - Allen and Unwin - London - 1955

BIBLIOGRAFIA

1. Branson, William H.

- "Macroeconomic Theory and Policy" - Harper and Row - New York - 1982

2. Calabi, Andrea S.

- "Alguns Aspectos Recentes da Oferta de Moeda no Brasil" - Tese Mestrado - FEA/USP - São Paulo - 1972

3. Coletânea de Textos:

- "Dívida Externa, Recessão e Ajuste Estrutural: O Brasil Diante da Crise" - Organizador: Pêrsio Arida - Editora Paz e Terra - Rio de Janeiro - 1982

4. Coletânea de Textos:

- "A Economia Política da Crise: Problemas e Impasses da Política Econômica Brasileira" - Organizadores: Maria da Conceição Tavares e Maurício Dias David - Co-edição Vozes/Achiamé - Rio de Janeiro - 1982

5. Coletânea de Textos:

- "Desenvolvimento Capitalista no Brasil: Ensaio sobre a Crise" - Organizadores: Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo e Renata Coutinho - Editora Brasiliense - São Paulo - 1982

6. Dillard, Dudley

- "Theory of a Monetary Economy" - In Post Keynesian Economics - Edited by Kenneth Kurihara-Allen and Unwin - London - 1955

7. Ferreira, Edésio Fernandes

- "A Política Monetária no Brasil: O Banco Central como Banco de Fomento e a Atual Controvérsia sobre o Modelo Institucional" - XVI Reunião de Técnicos de Bancos Centrais do Continente Americano - mimeo - São José - Costa Rica - 1979

8. Furtado, Celso

- "A nova Dependência (Dívida Externa e Monetarismo)" - Editora Paz e Terra - Rio de Janeiro - 1982

9. Galbraith, John Kenneth

- "Moeda: de Onde Veio, para Onde Foi" - Editora Pioneira - São Paulo - 1977

10. Gurley, John G. and Shaw, E.S.

- "Financial Aspects of Economic Development" - The American Economic Review, volume XLV - September 1955

11. Heilbroner, Robert L.

- "Elementos de Macroeconomia" - Zahar Editores - Rio de Janeiro 1972

12. Hilferding, Rudolf

- "El Capital Financiero" - Editorial Tecnos S.A. - Madrid - 1973

13. Keynes, John Maynard

- "Teoria General de La Ocupacion, El Interes Y El Dinero" - Fondo de Cultura Económica - México - 1977

14. Keynes, John Maynard

- "A Teoria Geral do Emprego(1937) - em coletânea organizada por Tamás Szirmai - Editora Ática - São Paulo - 1978

15. Lamy, José Alfredo

- "Mercado Aberto e Política Monetária: A Experiência Brasileira Recente" - Andima - Rio de Janeiro - 1982

16. Marx, Karl

- "El Capital" - Fondo de Cultura Económica - Bogotá - 1976

17. Marx, Karl

- "Elementos Fundamentales para La Crítica de La Economía Política (Grundrisse) 1857-1858" - Siglo Veintiuno Editores S.A. - México - 1978

18. Montoro Filho, André Franco

- "O Sistema Financeiro no Desenvolvimento Econômico Brasileiro"- FEA/IPE/USP - mimeo - São Paulo - 1979

19. Pastore, Affonso Celso

- "Observações sobre a Política Monetária no Programa Brasileiro de Estabilização"-Tese de Livre-Docência - FEA/USP - mimeo - São Paulo - 1973

20. Samuelson, Paul Anthony

- "Introdução à Análise Econômica" - Editora Agir - Rio de Janeiro - 1973

21. Schumpeter, Joseph Alois

- "História del Analisis Económico" - Ediciones Ariel - Barcelona - 1971

22. Silva, Adroaldo Moura da

- "Intermediação Financeira no Brasil: Origens, Estrutura e Problemas" - FEA/IPE/USP - mimeo - São Paulo - 1979

23. Silva, Peri Agostinho da

- "Desenvolvimento Financeiro e Política Monetária" - Editora Interciência - Rio de Janeiro - 1981

24. Tavares, Maria da Conceição

- "Ciclo e Crise: O Movimento Recente da Industrialização Brasileira" - Tese para Professor Titular - FEA/UFRJ - mimeo - Rio de Janeiro - 1978

25. Tobin, James

- "Commercial Banks as Creators of Money" - in Banking and Monetary Studies - Edited by Deane Carson - R.D. Irwin - 1963