

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA

A OPERACIONALIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA  
NO BRASIL NO CONTEXTO DA MOEDA INDEXADA

- 1985/1990 -

Elba Cristina Lima Rêgo

Dissertação de Mestrado apresentada ao  
Instituto de Economia da Universidade  
Estadual de Campinas sob a orientação  
do Prof. Luiz Carlos Mendonça de Barros.

UNICAMP  
BIBLIOTECA CENTRAL

Campinas, dezembro de 1991

*Este trabalho  
corresponde ao ori-  
ginal da tese defendida  
pela autora Elba Cris-  
tina Lima Rêgo em  
orientação pelo Prof. Dr. Luiz  
Carlos Mendonça de Barros.*

*ELBR*

1991



UNICAMP

Para Francelina,  
minha avó e fada-madrinha.



UNICAMP

Eu sempre sonho que uma coisa gera,  
nunca nada está morto.  
O que não parece vivo, aduba.  
O que parece estático, espera.

Adélia Prado, poetisa

... é indiferente que eu tenha  
razão ou que tenha razão o senhor;  
o importante é chegar a uma  
conclusão, e de que lado da mesa  
vem isso, ou de que boca, ou de que  
rostro, ou a partir de que nome, é o  
de menos.

Jorge Luis Borges, escritor



UNICAMP

## AGRADECIMENTOS

Essas notas não constituem uma mera formalidade. Elas procuram expressar a minha profunda gratidão para com aqueles que contribuíram, de alguma forma, para a concretização deste trabalho e para o meu crescimento profissional e, sobretudo, pessoal nos últimos anos.

Fazer esta dissertação só foi possível graças aos apoios mais diversos que recebi, ainda que a tarefa tenha sido eminentemente solitária. Sem esses apoios dificilmente eu teria conseguido viver, parodiando Juscelino Kubitschek, 50 meses em 5. Ou seja, conciliar, nos últimos 5 meses, a feitura deste trabalho com as minhas atividades no Centro de Estudos de Conjuntura (CECON) do Instituto de Economia da UNICAMP, um curso e a articulação de um projeto de doutorado em uma área completamente nova para mim.

Agradeço a Luiz Carlos Mendonça de Barros pelo empenho na orientação deste estudo, principalmente no que se refere ao Capítulo III. Sem os seus conhecimentos sobre funcionamento dos mercados financeiros e a sua insistência quanto à necessidade de fazer esse Capítulo, certamente o mesmo não teria saído. Agradeço-lhe também por se dispor a discutir versões preliminares em sábados, domingos e feriados, em função do meu propósito de concluir a empreitada até o final deste semestre.



Aos colegas do CECON: Ricardo Romano, Mário Fresser, Fabrício Oliveira e, especialmente, a Maurício Mendonça Jorge, Rogério Pereira de Andrade, Geraldo Biasoto Jr. e Alda Regina Araújo. Maurício e Rogério leram atentamente os originais do trabalho e propuseram alterações absolutamente pertinentes. Biasoto fez a penúltima e imprescindível leitura do mesmo e viu o que eu não conseguia ver, dado o meu envolvimento. Alda me apoiou emocionalmente, mesmo achando que eu tinha perdido o juízo ao fazer tantas coisas ao mesmo tempo.

A André Cabanelas, amigo e ex-colega do CECON, que leu todo o trabalho com o rigor que lhe é peculiar e contribuiu para tornar o texto mais coerente, ao evitar que inúmeros equívocos e imprecisões permanecessem.

A Maria Alejandra Madi, Ana Rosa de Mendonça, José Geraldo Portugal Jr. e a Ricardo Carneiro, pelas discussões exaustivas de versões preliminares do Capítulo III, o mais difícil de ser feito. A partir de suas leituras atentas, deram sugestões valiosas (incorporadas na medida do possível) e impediram que várias incongruências fossem mantidas. Agradeço a Ricardo também pelas observações que fez no exame de qualificação e por contribuir, através de nossas inúmeras discussões no CECON, para que eu compreendesse melhor várias questões referentes à economia brasileira.

A Júlio Sérgio Gomes de Almeida, por ajudar, durante o exame de qualificação, a definir com mais precisão o escopo desta

dissertação. A Maria Cristina Penido de Freitas, a Bernard Appy e Lídia Goldenstein, pela participação em uma das discussões do Capítulo III. A Antonio Márcio Buainain, Bernardo Gouthier Macedo e Fernando Nogueira da Costa, por todos os debates travados no CECON.

A Roberto Nami Garibe Filho e, particularmente, a Manuelito Pereira Magalhães Jr., pelo auxílio na confecção de algumas tabelas. Agradeço a Manuelito também por todos os problemas que ajudou a resolver com as planilhas de cálculo.

A Sandra Brandão, amiga que mais de uma vez fez com que textos preliminares chegassem às mãos de meu orientador, por todas as palavras de incentivo e pelo apoio emocional indispensável.

A Rosa Maria Viana de Castro, Ruth Brasil Mesquita e Jorge Bérard. Esses amigos queridos nada entendem de Economia e muito menos de política monetária. Sem eles, todavia, esta dissertação não teria sido feita. Agradeço a Jorge por todo o carinho e por todos os argumentos que usou para me convencer a não desistir de fazê-lo. A Ruth, por me ensinar a vencer as resistências em concretizá-lo. A Rosa Maria, por me mostrar como concluí-lo. Sem o seu auxílio eu também não teria conseguido dar conta, em meio a tantos afazeres, do projeto de doutorado. Sou-lhe imensamente grata todas as portas e janelas que ela tem ajudado a abrir.



UNICAMP

A Sara Marriot, por servir de guia em um momento absolutamente decisivo. A Elaine Makray, amiga querida, por todos os *insights* e pela dica que deu um novo rumo a minha vida. A Marcelo Proni, amigo com quem compartilho várias utopias, por todo o conforto e pelo convite que me fez há alguns verões atrás.

A Bethânia Lima, amiga sempre presente, apesar de estar do outro lado do oceano. Senti muito não tê-la por perto na reta final da jornada.

A Cláudio Dedecca, por todas as conversas pelos bares da vida.

A Paulo Brandão, por me mostrar o caminho da UNICAMP. A José Sérgio Gabrielli de Azevedo, pela "operação convencimento" quanto à oportunidade de fazer o mestrado.

A Sandra Faleiros, Oswaldo e Augusto, pelo trabalho que fizemos juntos. A seu Zé, por não ser condescentente e sempre dizer o que é preciso.

A Sandra Shepard, Gema, Leila, Ingrid, Cleide, Cissa, Maria Célia, Eva e Nicole, pela cumplicidade e pelos ensinamentos.

A Vitória Mendonça de Barros, pela acolhida. A ela, peço desculpas por todo o incômodo causado. A Clara Martins, pela solicitude e pelo bom humor. A Ana Flávia, pelos exercícios respiratórios.



UNICAMP

A Alberto e Márcia, da Secretaria da Pós-Graduação do Instituto de Economia, que, por todos os galhos e árvores que quebraram, correm o risco de ser processados por alguma sociedade protetora do meio-ambiente. A Machado e Lídia, pelo auxílio na secretaria do DECON. A Jê e Kate, pelos inestimáveis serviços prestados durante todas as fases deste trabalho.

A Carlos, pelo carinho, pelas caminhadas, por toda a poesia. Pelo bem-querer.

A minha super-família, Maria, Evandro, Francelina, Vando, Eduardo, Lia e Dany, pela confiança irrestrita, pelo apoio imprescindível, pelo amor incondicional. Enfim, por tudo. A Cardoso e Gau, por todo o afeto; pela torcida.

A todos, com carinho e gratidão, uma bênção em nome de todos os santos baianos.

Elba Cristina

Campinas, dezembro de 1991.



## SUMÁRIO

	Página
LISTA DE TABELAS .....	4
LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS .....	7
INTRODUÇÃO .....	9
<b>CAPÍTULO I - DAS REFORMAS FINANCEIRA E BANCÁRIA DOS ANOS</b>	
<b>60 À CONSTITUIÇÃO DA MOEDA INDEXADA .....</b>	<b>13</b>
1.1. A Reestruturação Financeira da Década 60 .....	13
1.1.2. O Desenvolvimento do <i>Open Market</i> e o	
<i>Dinheiro Financeiro</i> .....	20
1.2. O Ajuste Monetário do Balanço de Pagamentos de	
1981 a 1984 .....	28
1.3. Conseqüências Macroeconômicas da Política de Ajuste	
do Balanço de Pagamentos .....	33
1.3.1. O Ajustamento das Empresas Não-Financeiras .....	33
1.3.2. A Inadimplência do Setor Público .....	35
1.3.3. A Reestruturação do Sistema Financeiro	
e a Constituição da Moeda Indexada .....	36
1.3.4. Os Impactos sobre a Gestão Monetária .....	40
<b>CAPÍTULO II - AS POLÍTICAS MONETÁRIAS DO GOVERNO SARNEY .....</b>	<b>45</b>
2.1. A Gestão Francisco Dornelles .....	45
2.2. A Gestão Dilson Funaro .....	49
2.2.1. O Plano Cruzado .....	50
2.2.2. A Política Monetária e o Fracasso do	



Plano Cruzado ..... 67

2.2.3. Os Novos Instrumentos de  
Gestão Monetária..... 70

2.3. A Gestão Bresser Pereira ..... 73

2.3.1. O Plano Bresser ..... 73

2.3.2. A Conclusão do Processo de Reordenação Financeira  
do Setor Público ..... 77

2.4. A Gestão Mailson da Nóbrega ..... 81

2.4.1. 1988: O Retorno da Ortodoxia ..... 81

2.4.2. 1989: A Política Monetária no Limiar  
da Hiperinflação ..... 85

**CAPÍTULO III - OPERACIONALIDADE E MECANISMOS DE TRANSMISSÃO  
DA POLÍTICA MONETÁRIA ..... 97**

3.1. Interação entre o Banco Central e os Setores Financeiro  
e Não-Financeiro ..... 98

3.1.1. Interação entre o Banco Central e os  
Bancos Comerciais ..... 99

3.1.2. Interação entre o Banco Central e os Bancos  
Comerciais no Contexto da Moeda Indexada ..... 103

3.2. Transmissão da Política Monetária ao Setor  
Não-Financeiro ..... 106

3.2.1. Transmissão da Política Monetária ao Setor  
Não-Financeiro no Final do Governo Sarney ..... 112

**CAPÍTULO IV - A REFORMA E A POLÍTICA MONETÁRIA DO GOVERNO**

**COLLOR EM 1990 ..... 115**

4.1. A Reforma Monetária e a Liquidez da Economia ..... 116



4.2. O Novo Papel da Política Monetária .....	126
CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	133
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	141
FONTES DE PESQUISA .....	148

## LISTA DE TABELAS

### CAPÍTULO I

Tabela 1.1 - Passivo das Autoridades Monetárias - 1981/1990

Tabela 1.2 - Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira -  
1976/1986

Tabela 1.3 - Principais Fatores Condicionantes da Base Monetária  
- 1981, 1982 e 1983

Tabela 1.4 - Principais Fatores Condicionantes da Base Monetária  
- 1984

Tabela 1.5 - Comportamento da Base Monetária e dos Meios de  
Pagamento em Relação ao PIB - 1980/1985

### CAPÍTULO II

Tabela 2.1 - Taxa de Juros - 1985

Tabela 2.2 - Principais Fatores Condicionantes da Base Monetária  
- 1985

Tabela 2.3 - Base Monetária - 1985

Tabela 2.4 - Principais Haveres Financeiros - Número índice  
(1985)

Tabela 2.5 - Principais Haveres Financeiros - Crescimento Real  
(1985)

Tabela 2.6 - Principais Indicadores Pós-Plano Cruzado - 1986

Tabela 2.7 - Taxas de Juro - 1986

Tabela 2.8 - Empréstimos Totais ao Setor Privado - 1986

Tabela 2.9 - Principais Haveres Financeiros - Número índice  
(1986)

- Tabela 2.10 - Principais Haveres Financeiros - Crescimento Real (1986)
- Tabela 2.11 - Principais Fatores Condicionantes da Base Monetária - 1986
- Tabela 2.12 - Base Monetária - 1986
- Tabela 2.13 - Taxas de Juro - 1987
- Tabela 2.14 - Principais Haveres Financeiros - Número índice (1987)
- Tabela 2.15 - Principais Haveres Financeiros - Crescimento Real (1987)
- Tabela 2.16 - Principais Fatores Condicionantes da Base Monetária - 1987
- Tabela 2.17 - Principais Indicadores Pós-Plano Bresser - 1987
- Tabela 2.18 - Taxa de Juros - 1988
- Tabela 2.19 - Principais Haveres Financeiros - (1988)
- Tabela 2.20 - Principais Haveres Financeiros - Crescimento Real (1988)
- Tabela 2.21 - Principais Fatores Condicionantes da Base Monetária - 1988
- Tabela 2.22 - Taxa de Juros - 1989
- Tabela 2.23 - Principais Indicadores Pós-Plano Verão - 1989
- Tabela 2.24 - Base Monetária -1988/1989
- Tabela 2.25 - Principais Fatores Condicionantes da Base Monetária - 1989
- Tabela 2.26 - Principais Haveres Financeiros - Nº índice (1989)
- Tabela 2.27 - Principais Haveres Financeiros - Crescimento Real (1989)

Tabela 2.28 - Principais Haveres Financeiros - Participação Relativa (1985/1987)

Tabela 2.29 - Principais Haveres Financeiros - Participação Relativa (1988/1990)

Tabela 2.30 - Comportamento da Base Monetária e dos Meios de Pagamento em Relação ao PIB - 1980/1985

Tabela 2.31 - Indexadores e IGP - 1981/1990

### CAPÍTULO III

Tabela 3.1 - Impacto Monetário das Operações com Títulos Públicos Federais - 1984/1990

Tabela 3.2 - Base Monetária, M1 e Títulos Públicos - 1984/1990

Tabela 3.3 - Empréstimos Totais ao Setor Privado - Outros Países

Tabela 3.4 - Empréstimos Totais ao Setor Privado - Brasil

Tabela 3.5 - Empréstimos Totais do Sistema Financeiro - Número índice (1981/1990)

Tabela 3.6 - Empréstimos Totais ao Sistema Financeiro - Composição Relativa (1981/1990)

### CAPÍTULO IV

Tabela 4.1 - Fatores Condicionantes dos Meios de Pagamento - 1990

Tabela 4.2 - Principais Indicadores Pós-Plano Collor I - 1990

Tabela 4.3 - Taxa de Juros - 1990

Tabela 4.4 - Principais Haveres Financeiros - Nº índice - (1990)

Tabela 4.5 Principais Haveres Financeiros - Crescimento Real (1990)

Tabela 4.6 - Base Monetária (1990)

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

- ACC - Adiantamentos de Contratos de Câmbio
- BACEN - Banco Central do Brasil
- BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social
- BTN - Bônus do Tesouro Nacional
- BTNF - BTN fiscal
- CDB - Certificado de Depósito Bancário
- CDI - Certificado de Depósito Interbancário
- CETIP - Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos
- CMN - Conselho Monetário Nacional
- CDPAG - Comissão do Plano de Governo
- IGP-DI - índice Geral de Preços no conceito Disponibilidade Interna da Fundação Getúlio Vargas
- IPC - índice de Preços ao Consumidor da Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (FIBGE)
- LBC - Letras do Banco Central
- LFT - Letras Financeiras do Tesouro
- LTN - Letras do Tesouro Nacional
- M1 - Papel Moeda em Poder do Público + Depósitos à Vista nos Bancos Comerciais
- M2 - M1 + Títulos Públicos Federais em Poder do Público (em 1991, foi alterado, passando a incorporar também os títulos estaduais e municipais)
- M3 - M2 + Depósitos de Poupança

M4 - M3 + Depósitos a Prazo (em 1991, passou a incorporar também as letras de câmbio e as imobiliárias)

OGU - Orçamento Geral da União

OM - Orçamento Monetário

ORTN - Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional

OTN - Obrigações do Tesouro Nacional

OTNf - OTN fiscal

SBPE - Sociedade Brasileira de Poupança e Empréstimo

SELIC - Serviço de Liquidação e Custódia dos Títulos Federais

STN - Secretaria do Tesouro Nacional



## INTRODUÇÃO

O raio de manobra do Banco Central brasileiro na execução da política monetária reduziu-se progressivamente ao longo dos anos 80, sobretudo no biênio 1988-89. Ao final do governo Sarney, a oferta de moeda era totalmente endógena, cabendo à Autoridade Monetária apenas sancioná-la. Isto ocorria devido à existência de um conjunto de contratos lastreados em títulos públicos e com liquidez garantida pelo Banco Central, firmados entre os bancos e os agentes não-financeiros. Esses contratos, que ficaram conhecidos como moeda indexada, embora travestidos de operações de compra e venda de títulos, possuíam poder liberatório semelhante ao dos depósitos à vista, confundindo-se com os meios de pagamentos convencionais (M1).

No auge do sistema da moeda indexada (1988-89), a liquidez da economia era quase inteiramente determinada pelos agentes (públicos e privados), ficando ao seu critério a repartição dos recursos financeiros domésticos entre moeda convencional (M1) e aplicações que rendem juros. Esta repartição podia ser alterada a cada instante, ao ter praticamente custo zero, em função de mudanças nas expectativas daqueles agentes. Com isto, a Autoridade Monetária limitava-se a tentar fixar as taxas de juros em patamares elevados, independentemente do nível de liquidez, para impedir que os recursos aplicados no sistema financeiro fossem direcionados para o consumo e/ou para mercados

especulativos. Ao serem estabelecidos unilateralmente por aquela Autoridade, os juros da economia deixavam de guardar qualquer vinculação com a demanda e a oferta de dinheiro no mercado financeiro.

O propósito desta dissertação é discutir a redução do espaço operacional do BACEN na execução da política monetária no contexto institucional da moeda indexada entre 1985 e 1990. A operacionalidade da política monetária é entendida como a capacidade do bancos centrais influenciarem as condições de liquidez de seus países através de instrumentos clássicos de gestão monetária, como as operações de redesconto, os requerimentos compulsórios sobre os depósitos à vista e as operações de *open market*.

Ressalta-se que não é objetivo deste estudo discutir a eficácia da política monetária enquanto elemento ativo de combate à inflação.

Parte-se da hipótese de que o sistema da moeda indexada eliminava, graças ao mecanismo da *zeragem automática*, praticamente toda a capacidade do Banco Central afetar o volume de reservas e as operações ativas dos bancos. Através da *zeragem automática*, peça básica daquele sistema, o BACEN garantia financiamento diário e sem custo punitivo às carteiras de papéis públicos das instituições financeiras, acomodando instantaneamente as preferências dos agentes por moeda ou por títulos. Em consequência, ficava fragilizada a transmissão da

política monetária para o setor não-financeiro através de alterações no volume de crédito disponível.

Outra hipótese é que a eliminação da *armadilha da zeragem automática* por si só não devolveria ao Banco Central o raio de manobra necessário para afetar as decisões e a capacidade de gasto dos agentes através das operações creditícias. Isto devido às características específicas do sistema financeiro nacional, principalmente do seu segmento de crédito, e da economia brasileira como um todo. Como uma daquelas especificidades, poder-se-ia citar a vinculação dos custos dos contratos imobiliários do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) à política salarial e não ao nível dos juros no mercado financeiro.

A discussão da política monetária no Brasil no contexto do sistema de indexação é efetuada em quatro capítulos.

No Capítulo I, procura-se fazer uma reconstituição *à* *ovo* do arcabouço institucional da moeda indexada. Ou seja, a partir da criação dos contratos financeiros indexados pelas reformas de 1964-65. Ênfase especial é dada às alterações operacionais e institucionais sofridas pelo sistema financeiro durante o processo de ajustamento monetário do Balanço de Pagamentos entre 1981-84.

No Capítulo II, analisam-se as linhas gerais das políticas monetárias implementadas pelas diversas equipes econômicas que passaram pelo governo Sarney, destacando-se as gestões de Dilson Funaro e de Mailson da Nóbrega. Acompanham-se

também as modificações institucionais realizadas por essas mesmas equipes com o objetivo de tornar viáveis as suas políticas.

No Capítulo III, procura-se fazer uma análise comparada entre a operacionalidade e a transmissão da política monetária no Brasil e em economias como a americana. Para tanto, toma-se como base um esquema que explicita o ajuste dos agentes econômicos frente a uma ação da Autoridade Monetária e um modelo do *Federal Reserve (FED)*, banco central dos Estados Unidos. O modelo do *FED*, de inspiração keynesiana, é utilizado pelo para avaliar a influência da política monetária sobre atividade econômica de seu País. Assim, no terceiro Capítulo, faz-se um esforço para entender as especificidades conferidas à gestão monetária no Brasil pelo sistema da moeda indexada e pela conformação das estruturas e relações financeiras nacionais, sobretudo nos dois últimos anos do governo Sarney.

No Capítulo IV, discute-se a Reforma Monetária do governo Collor e as medidas adotadas para desmontar a *armadilha da moeda indexada*. Deste modo, analisam-se o congelamento dos cruzados novos no Banco Central, o relançamento das LTN enquanto instrumento básico da política de *open market* e a eliminação da *zeragem automática* do ponto de vista da tentativa de recuperação da operacionalidade da política monetária.

Por fim, a título de conclusão, recupera-se sinteticamente as principais questões discutidas ao longo do trabalho.

## CAPÍTULO I

### DAS REFORMAS FINANCEIRA E BANCÁRIA DOS ANOS 60 À CONSTITUIÇÃO DA MOEDA INDEXADA

A estrutura e as relações financeiras da economia brasileira sofreram profundas e significativas alterações a partir de meados dos anos 60. Uma das modificações mais importantes foi certamente a criação da moeda indexada na primeira metade da década de 80. O objetivo deste Capítulo é reconstituir geneticamente o seu arcabouço conceitual e institucional e as suas implicações sobre a gestão monetária. No primeiro item, discute-se a reestruturação financeira promovida pelas reformas bancária e financeira de 1964-1965, com destaque para a introdução dos contratos financeiros indexados e para o desenvolvimento do *open market*. No segundo, o ajuste monetário do Balanço de Pagamentos e a constituição propriamente dita do sistema da moeda indexada entre 1981 e 1984.

#### 1.1. A Reestruturação Financeira da Década de 60

A grande modernização por que passou a estrutura produtiva da economia brasileira na segunda metade dos anos 50 não foi acompanhada por uma modernização equivalente de sua estrutura financeira. Até o início da década de 60, o sistema

financeiro nacional era composto basicamente por bancos comerciais. A intermediação financeira não-bancária limitava-se ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE)<sup>4</sup>, à Caixa Econômica Federal e às Sociedades de Crédito e Financiamento. A inflação e a Lei da Usura, que limitava as taxas de juros a um teto máximo de 12% ao ano, faziam com que os depósitos a prazo fossem insignificantes e com que os bancos concentrassem suas operações no curto prazo. Os créditos de longo prazo eram fornecidos por instituições oficiais (BNDE, Banco de Nordeste do Brasil, Banco da Amazônia, Banco do Brasil), principalmente, e por fontes externas.

Além disso, o País não possuía uma Autoridade Monetária clássica, sendo o controle da moeda exercido, precariamente, pela SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito), criada em 1945. O Banco do Brasil centralizava as principais operações do Tesouro Nacional (TN) e utilizava a emissão primária de moeda como mecanismo de financiamento de seus déficits de caixa, decorrentes tanto do excesso de suas aplicações quanto dos déficits do Tesouro<sup>5</sup>.

A inadequada estrutura financeira do País não impediu o seu crescimento econômico até o início dos anos 60. "O reinvestimento de lucros, o investimento estrangeiro direto, o crédito dos bancos comerciais e de agências oficiais e as despesas governamentais, todos ajudados pela inflação, foram

<sup>4</sup>Transformou-se em Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no governo Figueiredo.

<sup>5</sup>OLIVEIRA, João C. - *Reordenamento Financeiro do Governo Federal: Implicações da Lei Complementar n. 12*. UnB-SEPLAN, fev/86, mimeo, p. 4.

capazes de prover as necessidades de financiamento para o crescimento do produto nacional"<sup>3</sup>.

A inflação perdeu a sua funcionalidade nesse processo quando os agentes passaram a "antecipar e a extrapolar conjuntamente a tendência inflacionária", dificultando as transferências intersetoriais de recursos através de modificações nos preços relativos<sup>4</sup>. Tornou-se necessário, pois, reestruturar os padrões de financiamento da economia, adequando-os às necessidades dos setores público e privado. Isto foi feito pelo Estado, através das Reformas Bancária e Financeira de 1964 e 1965. Pretendia-se com essas reformas, reproduzir aqui uma estrutura financeira semelhante à das economias capitalistas avançadas<sup>5</sup>.

Nesse sentido, partindo de dois pilares básicos, um institucional e outro operacional, procurou-se, com aquelas reformas, atingir os seguintes objetivos:

a) criar as condições necessárias à execução de uma política monetária independente, de modo a evitar novos surtos de aceleração inflacionária;

---

<sup>3</sup>MONTORO FILHO, André F. - *O Sistema Financeiro no Desenvolvimento Econômico do Brasil*. IPE/USP, 1979, mimeo, p. 27.

<sup>4</sup>TAVARES, Maria da Conceição - Notas sobre o Problema do Financiamento numa Economia em Desenvolvimento - O Caso do Brasil. In \_\_\_\_\_ *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro - Ensaio Sobre Economia Brasileira*. Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1982, Décima Edição, p. 131.

<sup>5</sup>TAVARES, Maria da Conceição - O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente. In BELLUZZO, L. G. & COUTINHO, R. (org.) - *Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 2*. S. Paulo, Ed. Brasiliense, 1983, p. 100.

b) "criar novos instrumentos de mobilização financeira e instituições especializadas no provimento dos vários tipos de crédito"<sup>6</sup>;

c) separar o mercado financeiro de curto prazo do mercado de capitais;

d) criar um mercado para títulos da dívida pública mobiliária para financiar os déficits do Tesouro e possibilitar o desenvolvimento do *open market* e

e) permitir a cobrança de taxas de juros reais mesmo em um ambiente inflacionário, através da introdução do *contrato financeiro indexado*<sup>7</sup> com a criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN).

O Banco Central (BACEN) foi criado no bojo das referidas reformas, com atribuições de autoridade monetária e de banco de fomento. O Banco do Brasil, por sua vez, não perdeu o seu poder emissor. Dada a sua força e influência política, continuou como caixa e agente do Tesouro, depositário das reservas bancárias voluntárias, responsável pela compensação de cheques do sistema bancário e com a chamada *conta movimento*. Esta conta lhe permitia nivelar automaticamente as suas reservas junto ao Banco Central, o que equivalia, na prática, à possibilidade de emissão autônoma de base monetária. Assim, o País ficou com duas Autoridades Monetárias ambivalentes, ou seja, com funções outras

---

<sup>6</sup>Loc. cit.

<sup>7</sup>MENDONÇA DE BARROS, Luiz Carlos - *A Moeda Indexada. 1990*, mimeo, *passim*.



que não as de um banco central típico - gestor das políticas monetário-creditícia e cambial.

As contas das duas Autoridades seriam compatibilizadas no Orçamento Monetário (OM), orçamento este arbitrado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). O CMN seria o órgão normativo máximo daquelas políticas, gozaria de relativa autonomia frente ao Poder Executivo e funcionaria, pois, como um autêntico Conselho da economia brasileira<sup>9</sup>. No OM seriam definidas as metas de expansão dos agregados monetários convencionais (base monetária e meios de pagamento no conceito restrito, M1<sup>10</sup>) e do crédito. Os idealizadores do arcabouço institucional das Reformas acreditavam que esse Orçamento atenuaria os impactos negativos sobre a política econômica decorrentes da existência de duas Autoridades Monetárias<sup>11</sup>.

Ainda nos anos 60, no entanto, o Orçamento Monetário passou a incorporar não apenas contas de natureza monetária, mas também inúmeros desembolsos de caráter eminentemente fiscal que deveriam ser alocados no Orçamento da União. A sua complexidade tornou-se maior nos anos 70, com a proliferação dos fundos e

---

<sup>9</sup>FERREIRA, Edésio. - *A Política Monetária no Brasil: o Banco Central como Banco de Fomento e a Atual Controvérsia sobre o Modelo Institucional*. Brasília, 1979, mimeo, p. 3.

<sup>10</sup>A base monetária ou passivo monetário é formada pelo papel moeda em circulação (em poder do público e dos bancos comerciais) e pelas reservas bancárias. Os meios de pagamento no conceito restrito, M1, são formados pelos depósitos à vista nos bancos comerciais e pelo papel moeda em poder do público. No caso brasileiro, a base monetária e o M1 tinham definições mais amplas até 1986, incluindo também os depósitos à vista do público nas Autoridades Monetárias. Ou seja, os depósitos junto ao Banco do Brasil, que além de banco comercial e agente financeiro do Tesouro Nacional, era também Autoridade Monetária. A respeito da retirada dessa última atribuição do Banco do Brasil, vide Capítulo II, itens sobre as gestões dos ministros Dilson Funaro e Bresser Pereira.

<sup>11</sup>TEIXEIRA, Eduardo & BIASOTO JR., Geraldo - *Sector Público nos Anos Oitenta: Desequilíbrios e Ruptura do Padrão de Financiamento*. Campinas, CECOM/UNICAMP, Estudo Especial, s.d., p. 17.

programas geridos pelas Autoridades Monetárias, a criação da conta-petróleo e a disseminação de créditos especiais a empresas estatais e privadas. Os subsídios implícitos em inúmeras dessas operações não eram devidamente contabilizados, impedindo a visualização dos custos financeiros reais impostos ao setor público<sup>11</sup>.

As ORTN, por sua vez, teriam como função fortalecer o mercado de títulos da dívida pública, praticamente inexpressivo, de modo a permitir o financiamento não-inflacionário dos déficits do Tesouro. Além disso, seriam uma espécie de "moeda de referência legal", que indexaria "os contratos de prazos mais longos" e permitiria a prática de taxas de juros reais em uma economia cronicamente inflacionária como a brasileira<sup>12</sup>. Com a criação das (ORTN), títulos corrigidos mensalmente pela variação do IGP-DI<sup>13</sup>, introduziu-se o *contrato financeiro indexado* na economia brasileira.

Ao funcionarem como título e como indexador financeiro e ao possibilitarem a operação da economia com juros reais, as ORTN contribuiriam para o desenvolvimento do sistema financeiro doméstico. A sua utilização como indexador, todavia, foi muito restrita até 1974-75, em razão do Plano de Estabilização implementado à época (o PAEG) ter conseguido reduzir a inflação e dar credibilidade ao cruzeiro. Em outros termos, até 1974-75, o

---

<sup>11</sup>Loc. cit.

<sup>12</sup>MENDONÇA DE BARROS, L. C. - *Idem*, *Ibidem*, pp. 1-3.

<sup>13</sup>Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna da Fundação Getúlio Vargas.

sistema financeiro nacional desenvolveu-se com base em contratos com juros nominais fixos.

No bojo da reestruturação dos padrões de financiamento público e privado, foram aprovadas também inúmeras medidas visando promover uma maior integração entre a economia brasileira e o Sistema Financeiro Internacional, que passava (principalmente a partir de 1968) por grandes mudanças<sup>14</sup>. Em 1964, regulamentou-se a Lei nº 4131, que facultava às empresas estabelecidas no País a contratação direta de empréstimos externos. Com essa medida, foram beneficiadas principalmente as empresas multinacionais, que tinham acesso mais fácil ao mercado internacional de crédito. Posteriormente (1967), instituiu-se a Resolução nº 63, autorizando a captação e o repasse de recursos estrangeiros por parte das instituições financeiras domésticas. Ao se colocar os bancos como intermediários, permitiu-se que as empresas nacionais, inclusive as de menor porte, tivessem acesso aos créditos externos.

A vinculação do sistema financeiro nacional ao internacional, promovida pela Resolução 63, foi reforçada pela adoção do mecanismo de minidesvalorizações cambiais em 1968<sup>15</sup>, que praticamente igualou os riscos de captação externa aos das fontes internas de financiamento, transformando a 'banca'

---

<sup>14</sup>Essas mudanças traduziram-se em um excesso de liquidez no mercado de eurodólar, devido ao término do processo de reconstrução européia. Isto levou os bancos privados e corporações das economias capitalistas avançadas a buscar clientes fora dos Estados Unidos e da Europa, a aumentar significativamente os prazos dos empréstimos e a reduzir as taxas interbancárias e os *spreads* creditícios.

<sup>15</sup>A correção cambial variava de acordo com a diferença entre a inflação oficial interna e a inflação americana.

internacional em uma importante provedora alternativa de recursos<sup>16</sup>.

Foi-se, então, através dessas e de outras medidas, adequando-se os esquemas de financiamento interno às mudanças que ocorriam na economia mundial e atrelando-se os movimentos da demanda por crédito à liquidez no mercado externo. Com isso, lançaram-se as bases para a grande internacionalização financeira que teria lugar nos anos 70. Essa internacionalização teve como principais conseqüências o extraordinário crescimento da dívida externa e a subordinação da política monetária às contas cambiais, como se verá mais adiante.

#### 1.1.2. O Desenvolvimento do *Open Market* e o *Dinheiro Financeiro*

Até 1968, praticamente não houve demanda voluntária por títulos públicos, sendo as ORTN subscritas compulsoriamente por instituições e empresas<sup>17</sup>. Tanto umas quanto outras tinham que carregá-las até o seu vencimento, dado que não existia um mercado secundário que lhes desse liquidez. Do mesmo modo, também não havia mercado para títulos privados, com o que mais de 80% dos haveres financeiros eram formados por depósitos à vista.

---

<sup>16</sup>BAER, Mônica - *A Internacionalização Financeira do Brasil*. Petrópolis, Vozes, 1986, p. 14.

<sup>17</sup>BRANDÃO, Carlos - *A Dívida Pública Interna, Seus Problemas e Soluções, Primeira Parte*. In: *Revista Conjuntura Econômica*, outubro de 1989, p. 48.

Somente no final de 1968, começaram a ser colocadas ORTN de prazo decorrido junto ao mercado para cobrir as despesas com o giro da dívida pública e realizar operações de *open market*. Mesmo assim, a execução da política monetária continuou praticamente restrita ao compulsório e às operações de redesconto, instrumentos "voltados diretamente para o controle das Reservas Bancárias" e pouco "eficientes na captação de recursos em poder de pessoas físicas e jurídicas"<sup>16</sup>.

Em 1970, em vista da confiança dos agentes na moeda e da necessidade de se neutralizar parte da liquidez gerada pela expansão das reservas internacionais, o Banco Central lançou as Letras do Tesouro Nacional (LTN). Com as LTN, títulos prefixados e mais adequados à realização de operações de política monetária, foi implementado efetivamente o Mercado Aberto no Brasil. Progressivamente, os novos papéis foram substituindo às ORTN de prazo decorrido e as operações de *open market* transformadas no principal instrumento da política monetária do BACEN.

As instituições financeiras, ao contarem com uma "reserva de segunda linha" reguladora de seus fluxos de caixa<sup>17</sup>, puderam ampliar a colocação de títulos próprios e passaram a nivelar suas posições através da troca de reservas entre si. Com isto, deixaram de ter que recorrer necessariamente ao redesconto do Banco Central diante de qualquer problema de liquidez e

---

<sup>16</sup>SILVA, Peri Agostinho - *Técnica de Mercado Aberto*. Rio de Janeiro, 1984, IBHEC, 4ª Edição, p. 27.

<sup>17</sup>BRANDÃO, C. - *op. cit.*, p. 51.

passaram a centralizar seu caixa no Rio de Janeiro, local onde eram então realizadas as operações de *open market*.

Poder Executivo ganhou flexibilidade absoluta na administração da dívida pública em 1971, quando, através da promulgação da Lei Complementar nº 12, foram eliminados os limites existentes à emissão de títulos federais para quaisquer finalidades<sup>80</sup>. Antes, o Banco Central podia emitir, sem consulta ao Poder Legislativo, somente até 10% do saldo dos meios de pagamento apurado em 31 de dezembro do ano anterior.

Ao suprimir os limites à expansão da dívida pública, a Lei Complementar nº 12 aumentou significativamente a possibilidade de realização de gastos extra-orçamentários. A execução da política fiscal foi desvinculada das determinações do OGU, que passou a se constituir em uma mera formalidade, e as políticas de dívida pública e monetária tornaram-se meramente acomodáticas às pressões por gastos exercidas sobre o Poder Executivo.

Assim, aquela Lei deu, ao Banco Central, flexibilidade na administração da dívida pública, mas criou dificuldades crescentes à gestão monetária<sup>81</sup> ao conferir ao Banco Central um instrumento importante de captação de recursos e reforçar sua função de fomento<sup>82</sup>.

---

<sup>80</sup>OLIVEIRA, J. C. - *op. cit.*, p. 10 e seguintes.

<sup>81</sup>Loc. cit.

<sup>82</sup>Na verdade, com a Lei Complementar n. 12, o Banco Central ficou muito mais vulnerável às demandas políticas por recursos públicos.

O aumento dos títulos públicos em poder do mercado, propiciado pela Lei Complementar nº 12, foi absorvido quase que inteiramente pelas instituições financeiras em razão da inexistência de outros tomadores finais para os mesmos. Assim, os títulos emitidos passaram a servir, preferencialmente, de lastro para operações de *open market*. Até 1974, essas operações limitaram-se basicamente à troca de reservas por parte daquelas instituições.

Com a aceleração inflacionária e a elevação dos juros nominais, a partir de meados da década de 70, o *open market* passou a atrair também as empresas não-financeiras. O custo de oportunidade de manter recursos ociosos passou a justificar a busca pela proteção conferida pelos contratos indexados<sup>23</sup>.

Assim, à medida que a inflação foi acelerando-se, a economia foi passando a conviver, segundo TAVARES<sup>24</sup>, com dois tipos de liquidez: a monetária e a financeira. A primeira decorria da quantidade de moeda necessária à circulação da produção corrente. A segunda, "da perfeita transacionalidade de um enorme volume de títulos como se fosse dinheiro". Títulos negociáveis através de deságios e "reconvertíveis à forma monetária original no mercado de dinheiro" graças ao mecanismo da *carta de recompra*.

Esses dois tipos de liquidez surgiram como consequência direta das reformas dos anos 60, que instituíram dois tipos de

<sup>23</sup>MENDONÇA DE BARROS, L. C. - op. cit., p. 6.

<sup>24</sup>TAVARES, H. C. - O Sistema Financeiro Brasileiro ... In: op. cit., passim.

dinheiro, o de curso forçado (Mí) e o *dinheiro financeiro* (contrato indexado). Dinheiro este formado por títulos protegidos da desvalorização imposta pela inflação e com liquidez imediata garantida. A circulação financeira desses papéis criou, de acordo com a autora citada, um mercado de "dinheiro endógeno" ao sistema financeiro, dinheiro que se auto-valorizava através de negociações sucessivas.

Em vista do tamanho adquirido pelo mercado de títulos públicos, graças ao aumento da demanda das empresas com elevado fluxo de caixa por aplicações de curto prazo e à conseqüente proliferação de instituições financeiras não-bancárias, criou-se o Serviço de Liquidação e Custódia dos Títulos Federais (SELIC) no final dos anos 70. As operações com títulos públicos passaram, então, a ser processadas eletronicamente, facilitando a operacionalidade do *open market* e reduzindo os riscos de fraude<sup>25</sup>.

Com o SELIC, a movimentação de recursos entre o BACEN e os bancos comerciais passou a ser feita através das Reservas Bancárias. Ou seja, a compensação das transações com títulos federais, estaduais e municipais no mercado passou a realizar-se com recursos imediatamente disponíveis e os cheques a compensar perderam poder liberatório na compra dos mesmos. Desapareceu, pois, a necessidade dos bancos comerciais manterem reservas em

<sup>25</sup>Nessa época (1976), foi editada a Resolução 366, que restringiu as operações de Mercado Aberto e limitou a alavancagem das instituições financeiras nas operações com Acordo de Recompra. Ou seja, em operações em que intermediário financeiro, ao vender títulos de sua carteira, emite uma carta de recompra, comprometendo-se a recomprar os papéis dentro de um determinado prazo. Vide AGOSTINHO DA SILVA, Peri - *Desenvolvimento Financeiro e Política Monetária*, Rio de Janeiro, 1981, Editora Interciência, Capítulo IV.



moeda junto ao Banco Central acima do nível determinado pelos depósitos compulsórios. No caso das instituições financeiras não-bancárias, houve uma perda de flexibilidade na operação com títulos públicos já que estas não participam da compensação bancária<sup>26</sup>.

Com o desenvolvimento do *open market* e a substituição do Mi por títulos públicos, reduziram-se os recursos das linhas de financiamento do Banco Central dependentes do nível dos depósitos à vista<sup>27</sup> e destinadas a atender instituições bancárias com problemas temporários de liquidez. Como a maior parte dos títulos públicos em poder de mercado estava na carteira dos bancos, o BACEN teve que criar um mecanismo de assistência financeira diretamente relacionado com as operações do *open market*. Esse mecanismo ficou conhecido como *zeragem automática*.

Através da *zeragem automática*, o BACEN passou a garantir financiamento diário (pela taxa média do *overnight*) às instituições financeiras com uma quantidade de títulos maior do que a de recursos para financiá-la (ou, no caso contrário, passou absorver os recursos excedentes). Assim, para aquelas instituições, os títulos públicos transformaram-se em substitutos perfeitos da moeda legal.

Ao dar liquidez imediata ao custo do *over* aos títulos do governo, o BACEN passou a conceder às instituições bancárias, e financeiras de modo geral, uma espécie de redesconto ilimitado

<sup>26</sup> BRANDÃO, C. - op. cit., p. 55.

<sup>27</sup> Como saques sobre a média móvel do compulsório e redesconto.

e sem custo punitivo. Com isso, foram eliminados os riscos de liquidez associados ao financiamento de títulos de prazo mais longo com recursos de curto prazo por parte do sistema financeiro.

Os riscos econômicos relacionados com o descasamento entre a remuneração dos títulos<sup>26</sup> e o seu custo de carregamento (taxa do *overnight*) foram eliminados através de dois outros compromissos informais assumidos pelo Banco Central: a) o de manter as taxas do *over* em níveis inferiores aos da remuneração média dos títulos públicos e b) caso não fosse possível momentaneamente manter esse dispositivo, o de realizar leilões de troca dos títulos em poder do mercado por outros com rentabilidade compatível com as taxas do *over*.<sup>27</sup>

Sem o mecanismo da *zeragem automática* e os compromissos informais citados, as instituições carregadoras dos papéis federais estariam sujeitas à insolvência em razão da elevada alavancagem dos mesmos com relação ao seus patrimônios.

Com as mudanças no mercado aberto, transferiram-se quase que inteiramente às instituições financeiras o poder de arbitragem entre títulos e moeda. Com isso, o BACEN passou a sancionar automaticamente aumentos (e reduções) da demanda por M1. Teve-se, pois, que a sua capacidade de atuação sobre os diversos focos autônomos de liquidez<sup>28</sup> através de operações de

---

<sup>26</sup>Determinada pela correção monetária mais juros para as ORTN e por deságios, para as LTN.

<sup>27</sup>MENDONÇA DE BARROS, L. C. - op. cit, pp. 10-11.

<sup>28</sup>Decorrentes, em parte, das características e dos próprios compromissos informais das Autoridades Monetárias.

*open market* foi tornando-se cada vez mais reduzida. Os títulos públicos foram sendo tomados progressivamente como substitutos da moeda, graças à sua elevada liquidez, fruto da generalização do mecanismo da *carta de recompra* e da *zeragem automática*.

Para a consolidação do circuito financeiro exposto, foi decisiva a vinculação da dívida externa à dívida interna a partir de meados dos anos 70<sup>94</sup>. Como incentivo à tomada dos recursos externos necessários ao pagamento dos juros e à amortização da dívida já contratada, recorreu-se ao aumento do diferencial entre os juros domésticos e os internacionais.

O ingresso de recursos acima do requerido para fazer frente imediatamente às obrigações externas (ou seja, o aumento das reservas cambiais) pressionava a emissão de moeda ou de títulos. Ao dar preferência aos últimos e pagar elevadas taxas de juros, o BACEN ampliava a dívida interna e oferecia uma alternativa de aplicação para os recursos ociosos de empresas financeiras e não-financeiras.

O crescimento da dívida interna, sobretudo das LTN, acabou também por ganhar autonomia, em função do estoque de títulos já emitido e dos desequilíbrios do Tesouro. Este processo foi reforçado pela própria política monetária uma vez que esta, ao elevar a taxa de juros, aprofundava os "mecanismos de especulação e de aceleração inflacionária"<sup>95</sup>. Isto porque os juros altos, além de atraírem recursos para a órbita financeira,

<sup>94</sup>Parágrafo baseado em TAVARES, M. C. - O Sistema Financeiro ... In: op. cit., p. 133.

<sup>95</sup>Id., Ibid., p. 135.



pressionavam os custos das empresas e, conseqüentemente, os preços. Deste modo, novas pressões eram exercidas sobre as taxas de juros, obrigando o Banco Central a dar liquidez aos setores mais deficitários para evitar uma inadimplência generalizada. Assim, "o dinheiro criado no interior dos sistema financeiro" passou "a regular não só o volume de liquidez como também o seu preço"<sup>33</sup>.

### 1.3. O Ajuste Monetário do Balanço de Pagamentos de 1981 a 1984

O agravamento dos problemas do Balanço de Pagamentos - provocado pelo segundo choque do petróleo, pela crise do mercado internacional de crédito e pela recessão mundial - e a aceleração inflacionária implicaram uma reorientação da política econômica no final dos anos 70. Ao atribuir os desequilíbrios do Balanço de Pagamentos ao "excesso de demanda por moeda estrangeira" e perseguir o seu ajuste monetário via manejo das taxas de juros e do câmbio<sup>34</sup>, o governo estabeleceu uma vinculação ainda maior entre a política monetária e as contas externas.

A partir de então, com exceção de um breve interregno - do segundo semestre de 1979 a meados de 1980 -, as taxas de juros internas foram mantidas em níveis elevados para incentivar a tomada de recursos externos, reduzir a demanda agregada e

<sup>33</sup>Id., Ibid., p. 136.

<sup>34</sup>BELLUZZO, Luiz. G. - *O Senhor e o Unicórnio*. São Paulo, Brasiliense, 1984, pp. 100-101.

facilitar a rolagem da dívida pública. Assim, entre o final de 1980 e agosto de 1985, a política monetária constitui-se um dos principais instrumentos de ajuste das contas externas.

Em dezembro de 1979, o câmbio foi maxidesvalorizado em 30%, interrompendo pela primeira vez primeira a política de minidesvalorizações cambiais praticada desde o final da década de 1960 e criando expectativas quanto à ocorrência de outras. Na tentativa de aplacá-las, o governo prefixou as variações cambial e monetária em 40% e 45%, respectivamente.

A prefixação da correção monetária comprometeu a sua credibilidade, já abalada pelos expurgos instituídos pelo ministro Simonsen em meados da década de 1970. Isto provocou a retenção especulativa de estoques e intensificou a preferência por aplicações de *open market*, em função da liquidez destas aplicações.

A partir da maxidesvalorização de 1979, os Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira (DRME) voluntários<sup>33</sup> passaram a jogar um "papel essencial no processo de arbitragem das perdas devidas aos problemas com o setor externo"<sup>34</sup>. As empresas

<sup>33</sup> O DRME voluntários foram criados para incentivar a tomada de recursos externos e utilizados, até a maxidesvalorização de 1979, como um simples *hedge* cambial. Os primeiros deles foram criados em 1974, através da Circular 230, para recursos captados por instituições financeiras nos termos da Resolução 63 e ainda não repassados a tomadores finais. Em 1977, os usuários da Lei 4131 também foram beneficiados por depósitos semelhantes, com a Resolução 432. Esta Resolução determinava que até 100% dos empréstimos em moeda estrangeira desses usuários poderiam ser depositados no Banco Central. As expectativas em torno de uma maxidesvalorização do cruzeiro, que pairavam no ar desde o segundo trimestre de 1979, e o vazamento quanto à adoção da medida fizeram com que os DRME aumentassem de modo significativo. Quando a maxidesvalorização foi decretada, estavam depositados no Banco Central algo em torno de US\$ 3,7 bilhões. Os que estavam "a descoberto" puderam abater a perda cambial do imposto de renda.

<sup>34</sup> BIASOTO JR., Geraldo - *Endividamento Externo e Desequilíbrio Financeiro do Setor Público na Primeira Metade dos Anos Oitenta*. Campinas, 1988, Tese de Mestrado/UNICAMP, p. 187.

privadas deram início a um processo de transferência maciça de seu endividamento externo para o Banco Central, trocando seus passivos dolarizados por passivos em cruzeiros (indexados à correção monetária). Ao mesmo tempo, passaram a buscar também ativos dolarizados (ORTN cambiais).

Com o crescimento dos DRME, os movimentos de saque e depósito dos agentes, provocados por mudanças nas taxas de juros internas e externas e por expectativas quanto à trajetória do câmbio, passaram a ter impactos significativos sobre a emissão primária de moeda. Isso subordinou ainda mais a gestão monetária do Banco Central às contas cambiais (ver tabela 1.2).

A suspensão dos créditos voluntários por parte dos bancos privados estrangeiros, a partir da moratória mexicana em setembro de 1982, levou o País a recorrer ao Fundo Monetário Internacional (FMI) e a uma assunção maior dos compromissos externos pelo Banco Central. Com a posterior renegociação da dívida junto aos credores privados, os chamados Depósitos de Projetos foram agregados aos DRME. Isto ocorreu em razão da negociação com os credores ser feita mediante a intermediação do BACEN e não diretamente com os devedores finais. Aprofundou-se, assim, o processo de estatização da dívida externa e de dolarização do passivo do BACEN já que este "passou a ser depositário de grande volume de recursos, tanto ingressos novos

como refinanciamentos de amortizações que eram recursos novos apenas do ponto de vista formal"<sup>37</sup>.

O não-reempréstimo (*relending*) de boa parte dos recursos dos Depósitos de Projetos e o controle dos preços e das tarifas públicas levaram várias entidades públicas à inadimplência<sup>38</sup>. Essa inadimplência passou a rebater sobre o Banco do Brasil através dos Avisos GB 588 e MF 30, empréstimos-ponte criados para financiar àquelas entidades<sup>39</sup>. Muitas delas, "mesmo de posse de recursos para saldar o serviço de sua dívida externa, entravam em inadimplência como forma de preservar sua posição de caixa e aumentar sua capacidade de gasto"<sup>40</sup>. Assim, parte dos Depósitos de Projetos do setor público foi financiada pelas Autoridades Monetárias.

A substituição da dívida externa por dívida interna enquanto fonte de financiamento do setor público tornou mais problemática a identificação dos impactos das contas externas

<sup>37</sup>BIASOTO JR., G., *op. cit.*, pp. 171-172. Sobre a estatização da dívida externa e as suas conseqüências vide também CRUZ, Paulo D. - *Dívida Externa e Política Econômica*. S. Paulo, Editora Brasiliense, 1984.

<sup>38</sup>Na época, a decisão quanto ao reempréstimo ou não dos recursos dos Depósitos de Projetos era da alçada dos bancos credores.

<sup>39</sup>O Aviso GB 588 foi criado em 1967 para socorrer eventuais inadimplentes do Setor Público. A partir de 1982, tornou-se um dos principais fatores de expansão da base monetária. "A criação do Aviso MF 30 deu-se para separar as entidades cujos cronogramas financeiros e orçamentários implicavam em necessidade de obtenção de recursos externos, das empresas que deveriam conter seus gastos para efetuar a liquidação de suas dívidas. Assim, ao mesmo tempo que foi criado o Aviso MF 30 para as entidades previamente autorizadas a buscar operações de *relending*, foi estabelecido o endurecimento no tratamento daquelas entidades que incorressem em inadimplência, e não autorizadas ao endividamento externo, fizessem uso do Aviso GB 588" - BIASOTO JR., G., *op. cit.*, p. 180. Os avisos MF-30 e similares atingiram uma média anual de US\$ 2,7 bilhões entre 1981 e 1983. Entre 1984-1987, esses adiantamentos foram ainda maiores, fazendo com que o total dos juros externos efetivamente pagos pelas Autoridades Monetárias fosse superior aos "recursos decorrentes do aumento de sua própria dívida (DRME, depósito de projetos, empréstimos de organismos internacionais, bônus e outros)". Cf. BONTENPO, Hélio C. - *Transferências Externas e Financiamento do Governo Federal e Autoridades Monetárias*. IESP/FUNDAP - *Dívida Externa*, Texto para Discussão 17, São Paulo, 1988, p. 18.

<sup>40</sup>BIASOTO JR., G., *op. cit.*, p. 182.

sobre a base monetária<sup>41</sup>. Passou a ser necessário considerar, além da variação as reservas internacionais, os DRME, os empréstimos-ponte às empresas estatais e os encargos da dívida do próprio BACEN. O não-pagamento dos juros ou do principal da dívida externa e a não-geração dos recursos para esse pagamento por parte do setor público (principal devedor) pressionavam as "operações com o setor externo", provocando aumento da emissão de moeda ou da dívida pública mobiliária<sup>42</sup>.

A opção preferencial foi pelo aumento da dívida pública, em razão da política monetária restritiva colocar-se como condição necessária ao ajuste monetário do Balanço de Pagamentos. Tal política, centrada na prática de taxas de juros reais elevadas e no contingenciamento do crédito bancário, reduziria o investimento e o consumo interno e viabilizaria a obtenção de elevados superávits comerciais, necessários à transferência de recursos ao exterior.

O aumento das fontes de financiamento não-convencionais do Banco Central (passivo não-monetário) tornou a política monetária mais vulnerável às decisões privadas. Pequenas alterações nessas fontes de financiamento passaram a provocar grandes oscilações da base monetária.

---

<sup>41</sup>Sobre a substituição da dívida externa por dívida interna vide CAVALCANTI, Carlos B. - *Transferência de Recursos ao Exterior e Substituição de Dívida Externa por Dívida Interna*. Rio de Janeiro, 1988, Prêmio BNDES de Economia.

<sup>42</sup>LUNDBERG, E. L. - *O Problema Fiscal da Transferência e a Execução do Orçamento Monetário*, s.n.t.



#### 1.4. Conseqüências Macroeconômicas da Política de Ajuste do Balanço de Pagamentos

A política de ajustamento do Balanço de Pagamentos do Ministro Delfim Netto levou a economia à estagnação e provocou uma significativa deterioração das contas públicas, mas preservou o capital privado. Embora em nível macroeconômico fossem constatadas quedas dos principais indicadores, em nível microeconômico, determinados ajustes permitiram a sustentação da rentabilidade e liquidez correntes de empresas financeiras e não-financeiras.

Nos sub-itens abaixo discute-se, em linhas gerais, a reestruturação das empresas não-financeiras, a deterioração das contas do setor público e o ajuste do setor financeiro diante da nova conjuntura econômica.

##### 1.4.1. O Ajuste das Empresas Não-Financeiras

Durante o período do ajuste monetário do Balanço de Pagamentos, as empresas que se saíram melhor foram aquelas que conseguiram exportar, equilibrar ativos e passivos financeiros e aumentar o seu grau de liquidez. Boa parte delas diminuiu o quanto pôde a sua dependência de recursos bancários e, ao mesmo tempo, procurou aplicar as suas disponibilidades líquidas no

sistema financeiro. Gastos com capital fixo concentraram-se basicamente "na racionalização da estrutura de produção existente"<sup>43</sup>.

Os ajustes mais significativos à nova conjuntura foram empreendidos pelas grandes empresas - nacionais e estrangeiras. Estas, de acordo com a pesquisa de ALMEIDA<sup>44</sup>, conseguiram reestruturar-se patrimonial e financeiramente, compensando a diminuição dos lucros operacionais através do aumento dos ganhos não-operacionais, particularmente de natureza financeira. A partir da maxidesvalorização de 1979, essas empresas procuraram reduzir seu endividamento de longo prazo, de modo a tornar seu passivo mais flexível, e trocaram seus passivos dolarizados por passivos indexados à correção monetária. Além do mais, frente à diminuição do nível de atividade, recorreram ao aumento de seus *mark-ups* e aos créditos subsidiados. Com isso, transformaram-se em credoras líquidas do sistema financeiro e do Tesouro Nacional, beneficiando-se da própria escalada dos juros. Assim, a "grande empresa reagiu à crise e recompôs os padrões de rentabilidade e de liquidez na exata proporção em que se transformou em 'banco que produz'".<sup>45</sup>

Em síntese, o setor privado não-financeiro conseguiu reestruturar-se durante o período do ajuste monetário do Balanço de Pagamentos (1981-84) porque os mentores da política econômica

<sup>43</sup>TAVARES, Maria da Conceição & LESSA, Carlos - *Desenvolvimento da Política Industrial da Década de 70 - Impasses e Alternativas*. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984, mimeo, p. 19 e seguintes

<sup>44</sup>ALMEIDA, Júlio Sérgio G. de - *Estrutura Patrimonial e Desempenho Financeiro: A Empresa Estatal e a Grande Empresa Privada na Crise Atual*. S. Paulo, FUNDAP, 1985.

<sup>45</sup>Id., *Ibid.*, p. 104.

criaram uma série de mecanismos que permitiram uma recomposição de seus *portfolios*. Ao mesmo tempo que transferiam os seus passivos em moeda estrangeira para o BACEN, através dos DRME e das ORTN cambiais, e lançavam mão de créditos subsidiados, as empresas intensificavam as suas aplicações financeiras lastreadas em títulos públicos. Tudo isto contribuiu para aprofundar "as tendências recessivas e inflacionárias da economia", mas preservou, "em plena recessão, suas margens e taxas de lucro"<sup>46</sup>.

#### 1.4.2. A Inadimplência do Setor Público

A contrapartida do ajuste das empresas não-financeiras foi a explicitação e o aprofundamento da crise financeira do setor público. As empresas estatais, utilizadas como instrumento de captação de recursos externos desde meados dos anos 70, não puderam reestruturar-se patrimonial e financeiramente durante o período recessivo. Essas empresas tiveram boa parte de suas dívidas e a sua estratégia financeira global desvinculadas de decisões internas ou de objetivos macroprodutivos<sup>47</sup> e atreladas às necessidades de divisas por parte do País. E assim, aos movimentos das taxas de juros internacionais, à política cambial e à instabilidade geral dos mercados de crédito estrangeiros<sup>48</sup>.

---

<sup>46</sup>TAVARES, Maria da Conceição, ALMEIDA, Júlio Sérgio G. de & TEIXEIRA, Aloisio - *Relatório de Pesquisa Sistema Financeiro e Crédito no Brasil*. FINEP, Rio de Janeiro, 1986, p. 70.

<sup>47</sup>ALMEIDA, J. S. G. de - *Estrutura Patrimonial...*, p. 30.

<sup>48</sup>Loc. cit..

Tiveram que apresentar bons projetos de captação de recursos externos independentemente de prioridades sociais e econômicas.

Para que as estatais funcionassem como captadoras de recursos externos, limitou-se o seu acesso aos créditos internos e subcorrigiram-se os seus preços e tarifas. Esta subcorreção também constituiu um dos principais elementos da política anti-inflacionária do governo. Após a moratória mexicana em 1982 e a interrupção dos fluxos financeiros internacionais, essas empresas tiveram que se endividar junto ao sistema financeiro doméstico, arcando com taxas de juros elevadas. Processo semelhante ocorreu com os governos estaduais e municipais, que também foram induzidos ao endividamento externo.

A "estatização" da dívida externa não se resumiu apenas, como já referido, ao aumento do endividamento das empresas estatais, dos governos estaduais e até dos municipais. Implicou também o aumento das "obrigações em moeda estrangeira" do Banco Central, o que colocou dificuldades crescentes à gestão monetária.

#### 1.4.3. A Reestruturação do Sistema Financeiro e A Constituição da Moeda Indexada

As instituições financeiras reestruturaram-se para atender às novas e crescentes demandas por aplicações rentáveis,

líquidas e seguras. Aplicações estas que ficaram conhecidas como moeda indexada. Com isso, a intermediação financeira propriamente dita voltou aos padrões anteriores às reformas dos anos 60<sup>49</sup>.

Para BELLUZZO & ALMEIDA<sup>50</sup>, a moeda indexada pode ser entendida como um "desvirtuamento do sistema de indexação introduzido pelas reformas de meados dos anos 60. Para esses autores, ela não foi fruto de uma deliberação da política monetária, mas sim da concorrência privada. A não-realização de investimentos<sup>51</sup> fez com que empresas (e pessoas físicas) com liquidez disponível demandassem aplicações alternativas de curto prazo para seus recursos ociosos. O sistema financeiro adaptou-se para atender a essas demandas, desenvolvendo um conjunto de aplicação de curto prazo (em sua maioria operações de um dia) com lastro em títulos públicos e garantidos pelo BACEN. Assim surgiu a moeda indexada.

Para o sistema bancário, os títulos públicos representavam os ativos de menor risco pois permitiam a sua adequação à redução dos prazos exigida pelos aplicadores. Além disso, possibilitavam a obtenção de ganhos expressivos com depósitos à vista e com recursos de terceiros temporariamente em seu poder.

---

<sup>49</sup>BELLUZZO, Luiz G. H. & ALMEIDA, Júlio Sérgio G. de - Crise e Reforma Monetária no Brasil. In: *São Paulo em Perspectiva*, 4 (1): 63-75, 1990, p. 71.

<sup>50</sup>Id., *Ibid.*, pp. 66-67.

<sup>51</sup>Devido aos juros altos, à inexistência de financiamento de longo prazo e ao aumento da incerteza.

As mudanças sofridas pela estrutura de intermediação financeira em função do desenvolvimento da moeda indexada podem ser agrupadas da seguinte forma:

a) diminuição dos depósitos à vista e aumento dos títulos financeiros, por causa da preferência do público pelo dinheiro indexado. Em consequência, houve um encarecimento do passivo bancário. Além dos custos de captação, aumentaram também os custos administrativos e os patrimoniais, "impulsionados pela concorrência e pela modernização"<sup>32</sup>;

b) dolarização do passivo bancário, devido ao aumento das operações de repasse de recursos externos, sobretudo ao setor público (até a crise mexicana), e aos limites impostos pela política econômica à expansão creditícia com base em recursos domésticos ;

c) queda do saldo das operações de crédito e redução da participação dos *spreads* creditícios no lucro total dos bancos<sup>33</sup> após o término do ajuste das empresas privadas não-financeiras;

d) "estatização" do crédito bancário comercial sem que houvesse estatização formal dos bancos ou dominância do Banco do Brasil, que, inclusive, diminuiu sua participação<sup>34</sup>. Os bancos, com a retirada de seus melhores clientes, reduziram o quanto

---

<sup>32</sup>ALMEIDA, Júlio Sérgio G. de - *Problemas da Estrutura Bancária*. Rio de Janeiro. Debate Econômico - CORECON, Julho, 1985.

<sup>33</sup>TEIXEIRA, Natermes - *O Sistema Bancário Brasileiro e suas Transformações frente a Crise Atual*. Campinas, 1985, Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, *passim*.

<sup>34</sup>TAVARES, Maria da Conceição & ASSIS, José Carlos - *O Grande Salto para o Caos: A Economia Política e a Política Econômica do Regime Autoritário*. Jorge Zahar Editor, Rio de Janeiro, 1985, p. 101.

puderam o refinanciamento das empresas privadas mais atingidas pela recessão e ampliaram os seus empréstimos ao setor público. No final de 1984, por exemplo, 60% do crédito bancário comercial estava destinado a entidades públicas<sup>55</sup>. Ao mesmo tempo que ocorria a "estatização" do crédito, o Banco do Brasil e o BNDES socorriam as empresas nacionais privadas mais atingidas pela recessão.

Dessa forma, as instituições financeiras públicas reduziram sua participação no mercado de crédito e direcionaram seus empréstimos preferencialmente ao setor privado em dificuldade. As instituições privadas, por sua vez, aumentaram sua cota no total das operações de crédito e passaram a financiar basicamente o setor público<sup>56</sup>.

As alterações na estrutura e nas relações financeiras provocaram um "profundo desvio quanto às fontes de lucro bancário: as rendas de prestação de serviços e de operações de crédito junto ao público e as empresas foram substituídas pelas rendas e lucros financeiros oriundos da manipulação de massas de recursos com extrema agilidade pelos bancos no giro financeiro de curtíssimo prazo do 'mercado aberto' e na formação de carteiras de títulos públicos. Isto propiciou aos bancos elevadíssima rentabilidade no período, só possível com as altas taxas de

---

<sup>55</sup>Loc. cit.

<sup>56</sup>Loc. cit.

inflação e juros vigentes no mercado financeiro, mas ao preço de crescentes custos de operação".<sup>27</sup>

Em síntese, com a substituição da dívida externa por dívida interna e a redução dos empréstimos bancários, os títulos públicos transformaram-se na base do lucro do sistema financeiro. Os bancos passaram a intermediar a moeda indexada e assistiu-se a um intenso processo de desintermediação financeira, típico de regimes de alta inflação. Aquele sistema afastou-se de suas funções clássicas<sup>28</sup> (funções, aliás, que nunca desenvolveu plenamente) e, graças ao arcabouço institucional gestado desde as reformas dos anos sessenta e ao aval do Estado, transformou-se em *locus* privilegiado de valorização fictícia do capital. Para este processo, foi fundamental o mecanismo da *zeragem automática* (tratado no item 1.2 deste Capítulo). Sem ele, as instituições financeiras não teriam aceitado trabalhar com um volume de títulos públicos várias vezes superior ao seu patrimônio líquido.

#### 1.3.4. Os Impactos sobre e a Gestão Monetária

Até meados dos anos 80, as pressões do superávit comercial e da inadimplência do setor público sobre a emissão primária de moeda foram neutralizadas pela redução das reservas

---

<sup>27</sup>TAVARES, M. C.; ALMEIDA J. S. G. & TEIXEIRA, A. - op. cit., p. 83.

<sup>28</sup>Sobre as funções e características institucionais dos sistemas financeiros nas economias desenvolvidas vide TAVARES, M. C. - O Sistema Financeiro ... - In op. cit., pp. 108-109.





cambiais, pela diminuição das operações ativas Autoridades Monetárias e, sobretudo, pela assunção dos encargos externos por essas Autoridades e pelo Tesouro Nacional. Ou seja, as pressões das operações com o setor externo sobre a base monetária compensadas em grande medida pelo aumento do passivo dolarizado do BACEN (Depósitos de Projetos, DRME e obrigações com organismos internacionais). Com isso, até 1983, os déficits do Setor Público puderam ser financiados essencialmente pela estatização do endividamento externo privado.

Durante o ajuste do Balanço de Pagamentos, ocorreram grandes reduções nos agregados monetários convencionais. Isto não quer dizer, todavia, que a liquidez da economia tenha ficado sob o controle do BACEN. Ainda que não tenha sido tão evidente à época, o que ocorreu foi exatamente o contrário. Os meios de pagamento medidos por conceitos mais amplos (M2, M3, M4) aumentaram em termos do PIB, reduzindo o raio de manobra do Banco Central quanto à condução da política monetária (ver tabelas 1.3, 1.4 e 1.5)

Com o ajuste corrente do Balanço de Pagamentos em 1984, as dificuldades de gestão da liquidez da economia explicitaram-se. Os impactos monetários dos superávits comerciais deixaram de ser neutralizados através dos pagamentos efetuados por detentores de obrigações em moeda estrangeira. Isto porque a maior parte desses detentores (entidades públicas e BACEN) não possuíam os recursos próprios necessários à aquisição dos dólares dos exportadores.

O refinanciamento dos encargos externos das entidades públicas através dos Avisos GB 588, MF 30 e similares exerceu pressão expansionista sobre a base monetária, pressão "neutralizada" via colocação de títulos públicos. Como esses títulos eram girados diariamente no *open market*, "parcela significativa do estoque de dívidas acumuladas na década de 70" passou a ser refinanciada no mercado monetário<sup>59</sup> com sérias implicações para as políticas monetária e de dívida pública<sup>60</sup>.

Com a grande redução dos agregados monetários tradicionais, os agentes econômicos, sobretudo os bancos, passaram a arbitrar unilateralmente a repartição entre a base monetária propriamente dita e os títulos públicos, tornando a oferta de moeda quase que inteiramente endógena. Assim, o desequilíbrio financeiro do setor público, explicitado e agravado pela crise da dívida externa, reduziu a capacidade de gestão monetária do Banco Central. Este expandia a base monetária ou a dívida mobiliária ao ser obrigado a comprar os dólares dos exportadores. Do ponto de vista monetário, tanto uma quanto outra opção acabavam tendo impactos semelhantes devido à elevada liquidez dos títulos públicos.

Em síntese, frente à interrupção dos fluxos financeiros internacionais e à crise das contas cambiais, o governo optou pela realização de um ajuste monetário do Balanço de Pagamentos e

---

<sup>59</sup>BIASOTO JR., G., *op. cit.*, p. 179.

<sup>60</sup>As operações externas das Autoridades Monetárias foram expansionistas em US\$ 12,2 bilhões entre 1984 e 1987. Em 1986, só não o foram devido à redução de quase US\$ 5 bilhões das reservas internacionais. Cf. BONTEMPO, H. C. - *op. cit.*, p. 21.

pela absorção de todo o ônus da crise externa. Os mentores da política econômica acreditavam que a preservação do setor privado e o reequilíbrio daquelas contas isoladamente permitiriam a retomada da trajetória de crescimento<sup>41</sup>. Acreditavam "ser possível enfrentar uma gravíssima crise de financiamento e alterar profundamente a relação externa da moeda nacional e a composição dos mercados (entre o mercado externo e interno) sem violar critérios e padrões que regulavam o risco e as expectativas na economia".<sup>42</sup> O que não ocorreu.

A contrapartida da preservação das empresas foi o agravamento da crise fiscal e financeira do setor público e o comprometimento da gestão da moeda por parte do Estado. A política monetária, principal instrumento da política de ajuste do Balanço de Pagamentos, referendou a constituição da moeda indexada ao transformar os títulos públicos em seu lastro, além de base à "arbitragem entre o 'dinheiro velho' e o 'dinheiro financeiro'"<sup>43</sup>. Arbitragem esta exercida pelos geradores de liquidez ou por aqueles com acesso à mesma - empresas, bancos, exportadores<sup>44</sup>. Ao atuar como árbitro e sancionar praticamente de

---

<sup>41</sup>BELLUZZO, L. G. M. & ALMEIDA, J. S. G. - op. cit., p. 65.

<sup>42</sup>Loc. cit.

<sup>43</sup>Loc. cit.

<sup>44</sup>Loc. cit.

modo integral o poder de criação de moeda do sistema, o Estado manteve, mas apenas do ponto de vista formal, o papel de gestor da moeda.

Tabela 1.1

## PASSIVO DAS AUTORIDADES MONETARIAS

Cr\$ Milhoes

Periodo	Passivo	Passivo	Passivo	(1)/(3)	(2)/(3)	(2)/(1)
	Monet.	Nao-Monet.	Total			
	(1)	(2)	(3)			
1981						
1982	2	5	7	0,32	0,68	2,14
1983	4	20	24	0,18	0,82	4,50
1984	15	82	97	0,15	0,85	5,46
1985	45	456	501	0,09	0,91	10,02
1986	179	1.120	1.299	0,14	0,86	6,26
1987	504	5.916	6.420	0,08	0,92	11,75
1988	3.637	57.678	61.315	0,06	0,94	15,86
1989	67.435	915.107	982.542	0,07	0,93	13,57
1990	1.621.272	17.440.900	19.062.172	0,09	0,91	10,76

Fonte: Boletins do Banco Central

Notas: (1) de 1981-1984 inclui contas do Banco do Brasil

(2) saldos de dezembro



Tabela 1.2

DEP. REGIST. EM MOEDA ESTRANGEIRA

Periodo	Saldos em US\$ Milhoes	DRNE/BM
1976	82	0,9
1977	3.114	29,8
1978	7.021	58,5
1979	8.296	76,6
1980	9.274	84,8
1981	12.243	123,1
1982	9.615	102,2
1983	11.656	430,9
1984	10.815	227,7
1985	9.051	217,3
1986	5.716	48,6

Fontes: Batista Jr. (1983),  
Bontempo (1988)  
e Boletins do BACEN

Tabela 1.3

 PRINCIPAIS FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETARIA  
 Fluxos em Cr\$

	1981	1982	1983
A) FATORES DE EXPANSAO	854	2.747	8.073
1. Empréstimos Banco do Brasil	842	1.463	3.398
1.1. Setor Rural	398	892	1.447
1.2. Setor Exportador	134	220	587
1.3. Comercio e Industria	186	341	1.019
1.4. Proalcool	72	68	116
1.5. Outros	53	(58)	229
2. Creditos do Banco Central	376	475	1.149
2.1. Ref. Manufaturados Exp.	169	274	387
2.2. Repasses Fundos e Progr.	193	172	458
2.3. Emp. de Liquidez	(10)	23	118
2.4. Outros	7	6	186
3. Comercializaao de Trigo	176	284	517
4. Acucar ( Exp., Equal. Custos)	20	172	456
5. Conta Petroleo	(48)	71	317
6. Estoques Reguladores	50	65	(52)
B) FATORES DE CONTRACAO	377	1.746	6.095
1. Tesouro Nacional	225	580	255
2. Operacoes com o Setor Externo	(35)	528	1.814
3. Recursos de Fundos e Progr.	138	336	811
4. Rec.Compuls. s/ Deposito a Prazo	-	-	409
5. Depositos a Prazo no Banco do Brasil	91	110	304
6. Outras Contas	(43)	162	204
C) BASE MONETARIA ANTES OP. C/TIT. PUB. (A-B)	(63)	1.249	4.268
1. Papel Moeda	254	520	927
2. Reservas Bancarias	108	322	444
3. Depositos a Vista no Banco do Brasil	127	200	607
D) OPERACOES C/ TITULOS PUBLICOS	(552)	218	2.290
E) BASE MONETARIA CONTABIL (C-D)	489	1.031	1.978

Fonte: Relatório do Banco Central 1983

\$ - Em Cr\$ Novos (Plano Collor I)

Tabela 1.4

PRINCIPAIS FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETARIA - 1984

	Fluxos em Cr\$\$	%
A) FATORES DE EXPANSAO	23.082	100,00
1. Suprimentos do Banco do Brasil	2.798	12,12
2. Operacoes Fundos e Prog.	2.555	
2.1. Repasses, Refinanc., e Despesas	3.395	
2.2. Banco do Brasil	2.385	
2.3. Outras Instituicoes	1.010	
2.4. Recursos	(840)	
3. Esp. de Liquidez	3.734	16,18
4. Operacoes do Setor Externo	9.170	39,73
4.1. Contas Cambiais	11.619	
4.2. Dep. Regist. em Moedas Estrang.	1.555	
4.3. Depositos de Projetos	(11.430)	
4.4. Amort. Divida Externa	686	
4.5. Depositos e Cotas de Org. Financ.	(2.176)	
4.6. Rendas de Aplicacoes no Exterior	(1.680)	
4.7. Encargos de Operacoes Externas	7.205	
4.8. Depositos Resolucao no. 923**	(902)	
4.9. Dep. Vinc. a Contratos de Cambio	1.737	
4.10. Empréstimos Ponte (MF 30 e 09)	2.363	
4.11. Outras Operacoes	193	
5. Outras Contas	4.825	20,90
B) FATORES DE CONTRACAO	(13.852)	100,00
1. Operacoes c/ Tit. Federais	(9.830)	70,96
2. Tesouro Nacional	(2.846)	20,55
3. Recursos Proprios do Banco Central	(1.176)	8,49
C) BASE MONETARIA (A-B)	9.230	
1. Papel Moeda	5.105	
2. Reservas Bancarias	4.125	
D) BASE MONET. ANTES DP. C/ TIT. FED. (C-B1)	19.060	

Fonte: Relatório do Banco Central

Notas: \$ - Cr\$ novos (Plano Collor I)

\*\* - Referem-se a depósitos efetuados pelo setor financeiro, decorrentes de refinanciamentos ao setor público com recursos externos, sob a égide da Res. n. 63 do BACEN.



Tabela 1.5

COMPORTAMENTO DA BASE MONETARIA E DOS MEIOS DE PAGAMENTO EM RELACAO AO PIB\*

7

Base Monetaria	P. Moeda p.p.	Depositos a Vista	M1	Tit. Fed. no Merc.	M2	Depositos de Poupanca	M3	Depositos a prazo	M4
3,64	1,79	7,53	9,32	3,89	13,21	6,17	19,38	3,57	22,95
3,24	1,71	7,61	9,32	7,25	16,57	8,30	24,87	4,55	29,42
3,24	1,65	6,10	7,75	8,12	15,87	9,54	25,41	5,54	30,95
1,94	1,02	4,07	5,09	5,28	10,37	10,06	20,43	5,34	25,77
2,07	1,00	3,51	4,50	8,63	13,14	10,16	23,30	6,38	29,68
2,04	1,06	3,98	5,04	11,62	16,66	9,79	26,45	6,71	33,16

\* a dos ultimos doze meses, utilizando-se as posicoes de final de periodo

## CAPÍTULO II

### AS POLÍTICAS MONETÁRIAS DO GOVERNO SARNEY

A gestão monetária sofreu grandes e profundas transformações ao longo dos seis anos do governo Sarney. Todas as quatro equipes econômicas que por ele passaram tentaram sem sucesso estabilizar a economia, lançando mão, em maior ou menor medida, de instrumentos monetários. O objetivo deste Capítulo é discutir as linhas gerais das políticas monetárias implementadas no período, os seus limites e as principais alterações financeiras institucionais promovidas por aquelas equipes, sobretudo no que se refere ao sistema da moeda indexada. Ênfase especial também é conferida à reordenação financeira dos setor público em função de seus impactos sobre a gestão monetária.

#### 2.1. A Gestão Francisco Dornelles

A "quase esterilização da política monetária face à notável estreiteza da base monetária e dos meios de pagamentos e à excessiva e crescente participação dos fundos indexados no total dos ativos financeiros, simultânea à sua também crescente liquidez" foi destacada pelo relatório da *Coordenação para o Plano de Governo* (COPAG), elaborado para o presidente eleito

Tancredo Neves<sup>43</sup>. O relatório também ressaltou a grande autonomia do crescimento da base monetária e os efeitos negativos sobre as taxas de juros e a dívida pública dos ajustes de liquidez realizados preponderantemente através da colocação de títulos públicos.

As expectativas quanto a mudanças na condução da política econômica e da política monetária, em particular, não se concretizaram, todavia, com o início do novo governo.

O novo Ministro da Fazenda e o novo Presidente do Banco Central, Francisco Dornelles e Carlos Lemgruber, respectivamente, creditaram a elevação da inflação ao excesso dos gastos do governo<sup>44</sup> e à excessiva expansão dos meios de pagamentos. Optaram, então, pela adoção de uma política econômica ortodoxa, nos moldes daquela praticada pela equipe do ministro Delfim Netto. Eles acreditavam que políticas monetária e fiscal contracionistas e o controle de preços, principalmente do setor público, reduziriam as taxas inflacionárias. Assim, pela segunda vez, apareceram combinadas uma política monetária restritiva e a subcorreção de preços e tarifas públicas enquanto instrumento de combate à inflação.

O aperto monetário foi perseguido através da prática de taxas de juros reais elevadas, de uma política de mercado aberto extremamente agressiva e de restrições quantitativas às operações

---

<sup>43</sup>SUBSÍDIOS PARA A POLÍTICA FINANCEIRA - Relatório de COPAG. In: *Revista de Economia Política*, vol. 5, n. 4, out-dez/1985, pp.138-145.

<sup>44</sup>Os desequilíbrios do setor público seriam de natureza fiscal.

ativas das instituições financeiras oficiais. Argumentava-se que, sem aquela política de juros, a dívida pública não seria rolada.

Para ampliar o espaço à colocação dos títulos federais e reduzir os riscos operacionais das instituições financeiras, alterou-se o cálculo das correções monetária e cambial de modo a sinalizar antecipadamente as taxas de financiamento do *open market*<sup>47</sup>. Essas correções passaram a ter seus valores determinados pela média geométrica do IGP-DI dos três meses anteriores. De acordo com a nova sistemática, as correções monetária e cambial refletiriam adequadamente a variação dos preços apenas caso as taxas mensais de inflação se estabilizassem. A subestimaria, havendo aceleração inflacionária e a superestimaria, se houvesse desaceleração. Com isto, a nova fórmula constituía-se fator adicional de instabilidade da economia, afetando negativamente o mercado e os haveres financeiros<sup>48</sup>.

Em vista da política de preços e de tarifas públicas adotada, a terceira alternativa estava colocada, *a priori*, como a mais provável. O Banco Central, todavia, não previu os impactos que aquela política teria sobre a correção monetária. Entre abril e junho, essa correção foi superior à inflação, abrindo espaço para a colocação de títulos públicos e privados e proporcionando ganhos adicionais aos detentores de aplicações pós-fixadas.

---

<sup>47</sup>FUNDAP - Evolução e Impasses do Crédito, São Paulo, 1988, p. 92.

<sup>48</sup>Id., Ibid.

A superestimação da correção monetária e as elevadas taxas de juros penalizaram os agentes endividados, particularmente as empresas estatais, cujos preços estavam artificialmente contidos.

A partir de julho, com a aceleração da inflação, as correções monetária e cambial passaram a ficar abaixo da variação dos preços, provocando retiradas líquidas de recursos das cadernetas de poupança. Isto levou as empresas da Sociedade Brasileira de Poupança e Empréstimo (SBPE) a recorrer sistematicamente ao Fundo de Assistência de Liquidez do Banco Central e agravou ainda mais a crise do Sistema Financeiro da Habitação.

A tentativa de compensação da defasagem da correção monetária em relação à inflação através de uma política de taxas de juros elevadas provocou saques de recursos dos DRME, pressionando a base monetária. Com isso, a colocação de títulos públicos foi reforçada, pressionando adicionalmente as taxas de juros e impondo perdas às instituições financeiras, ao aumentar o custo de financiamento de suas carteiras.

As políticas monetária e de dívida pública fez com que, entre março e agosto de 1985, o estoque desta dívida em poder do mercado crescesse mais de 40% em termos reais (ver tabelas 2.1 a 2.5).



UNICAMP

Tabela 2.1

## TAXAS DE JURDS

(%)

	Taxas Nominais			Taxas Reais		
	Tit. Federais	CDB	Capital de Giro	Tit. Federais	CDB	Capital de Giro
1985						
Jan	12,47	12,20	14,00	(0,12)	(0,36)	1,24
Fev	10,71	13,00	13,10	0,46	2,54	2,63
Mar	11,71	13,00	12,80	(0,88)	0,27	0,09
Abr	11,87	13,00	12,20	4,36	5,41	4,66
Mai	11,02	12,40	11,80	2,99	4,27	3,71
Jun	9,61	11,00	11,70	1,68	2,97	3,62
Jul	8,78	9,90	12,50	(0,11)	0,92	3,31
Ago	8,26	9,30	13,70	(5,04)	(4,12)	(0,26)
Set	9,15	10,30	14,80	0,05	1,10	5,22
Out	9,33	10,50	12,80	0,30	1,38	3,49
Nov	9,15	10,20	11,20	(5,09)	(4,17)	(3,30)
Dez	12,19	10,80	9,20	(0,89)	(2,12)	(3,53)

Fonte: Relatorios do Banco Central e Revista Cenarios  
Deflator: IGP-DI



Tabela 2.2

## PRINCIPAIS FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETARIA - 1985

	Fluxos em Cr\$	%
A) FATORES DE EXPANSAO	66.610	100,00
1. Suprimentos do Banco do Brasil	28.706	43,10
2. Operacoes Fundos e Prog.	8.218	12,34
2.1. Repasses, Refinanc., e Despesas	14.011	
2.2. Banco do Brasil	10.138	
2.3. Outras Instituicoes	3.873	
2.4. Recursos	(5.793)	
3. Esp. de Liquidez	1.571	2,36
4. Operacoes do Setor Externo	25.349	38,06
4.1. Contas Cambiais	(12.916)	
4.2. Dep. Regist. em Moedas Estrang.	12.282	
4.3. Depositos de Projetos	(18.688)	
4.4. Amort. Divida Externa	3.525	
4.5. Dep. e Cotas de Org. Financ. Internac.	674	
4.6. Rendas de Aplicacoes no Exterior	(5.829)	
4.7. Encargos de Operacoes Externas	21.052	
4.8. Depositos Resolucao no. 923**	1.409	
4.9. Dep. Vinc. a Contratos de Cambio	0	
4.10. Empréstimos Ponte (MF 30 e 09)	23.563	
4.11. Outras Operacoes	277	
5. Outras Contas	2.766	4,15
B) FATORES DE CONTRACAO	(33.867)	100,00
1. Operacoes c/ Tit. Federais	(25.689)	75,85
2. Tesouro Nacional	(2.517)	7,43
3. Recursos Proprios do Banco Central	(5.661)	16,72
C) BASE MONETARIA	32.743	
1. Papel Moeda	20.959	
2. Reservas Bancarias	11.784	
D) BASE MONETARIA ANTES DAS OP. TIT. FED. (C-B1)	58.432	

Fonte: Relatório do Banco Central

Notas: \$ - Cr\$ novos (Plano Collor I)

\*\* - Referem-se a depósitos efetuados pelo setor financeiro, decorrentes de refinanciamentos ao setor público com recursos externos, sob a égide da Res. n. 63 do BACEN.

Tabela 2.3

## BASE MONETARIA

Em Cr\$ mil\$

Final de Periodo	Papel Moeda em Circulacao	Reservas Bancarias	Total	Crescimento Real (%)
Dez/1984	7.151	5.574	12.725	
1985				
Jan	6.482	6.786	13.268	(7,40)
Fev	7.152	7.917	15.069	3,06
Mar	7.452	6.975	14.427	(15,05)
Abr	7.901	6.701	14.602	(5,58)
Mai	8.901	7.631	16.532	5,03
Jun	10.430	7.399	17.829	0,04
Jul	11.630	7.996	19.626	1,08
Ago	13.381	8.996	22.377	0,02
Set	15.160	10.603	25.763	5,53
Out	15.811	11.006	26.817	(4,50)
Nov	20.310	11.796	32.106	4,11
Dez	28.110	17.358	45.468	25,10
Acum. no Ano				6,63

Fonte:Dicon/BACEN

Deflator: IGP-DI

† Em Cr\$ Novas (Plano Collor I)





UNICAMP

Tabela 2.4

## PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Número Índice: Dez/84=100

Final de Período	Tit. Fed. Mi	Tit. Fed. Fora do BACEN	Depositos de Poupanca	Depositos a Prazo	Div. Mob. Est. e Municipal	Letras de Cambio	Letras Imob. e Hipotec.	Total
1985								
Jan	80	104	101	104	111	103	121	100
Fev	82	104	105	104	112	105	110	102
Mar	80	106	102	104	108	104	32	101
Abr	83	118	108	105	112	103	39	106
Mai	83	131	109	110	115	102	36	111
Jun	92	140	111	118	111	106	33	117
Jul	93	151	108	118	116	104	39	119
Ago	94	149	100	106	119	102	37	114
Set	99	148	103	112	117	102	32	117
Out	95	158	105	115	120	106	36	120
Nov	102	150	100	107	122	101	32	116
Dez	121	145	104	114	118	100	28	119

Fonte: Banco Central

Deflator: IGP-DI

Tabela 2.5

## PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Crescimento Real (%)

Final de Período	Tit. Fed. Mi	Tit. Fed. Fora do BACEN	Depositos de Poupanca	Depositos a Prazo	Div. Mob. Est. e Municipal	Letras de Cambio	Letras Imob. e Hipotec.	Total
1985								
Jan	(19,89)	4,15	0,92	4,31	10,85	2,56	21,26	0,08
Fev	2,23	(0,52)	3,88	0,10	1,48	2,29	(9,36)	1,52
Mar	(2,33)	2,15	(3,13)	(0,46)	(4,07)	(1,30)	(70,61)	(1,08)
Abr	3,51	11,49	6,16	1,30	3,64	(0,69)	21,05	5,92
Mai	0,60	11,09	1,18	4,62	2,89	(0,36)	(8,37)	4,68
Jun	10,21	6,43	2,02	7,19	(3,88)	3,16	(8,56)	5,02
Jul	1,65	7,94	(2,58)	(0,01)	4,88	(1,26)	17,82	2,06
Ago	0,25	(1,06)	(8,20)	(10,02)	2,92	(2,70)	(5,05)	(4,57)
Set	6,14	(0,45)	3,22	5,73	(2,00)	0,69	(11,95)	2,40
Out	(4,55)	6,82	2,05	2,62	2,92	3,21	11,56	3,07
Nov	8,13	(5,46)	(4,16)	(6,91)	0,93	(3,89)	(12,32)	(3,57)
Dez	17,85	(2,90)	3,52	5,80	(3,28)	(1,50)	(10,98)	2,97
Acumul	20,77	45,47	4,00	13,51	17,54	(0,08)	(71,90)	19,44

Fonte: Banco Central

Deflator: IGP-DI

## 2.2. A Gestão Dilson Funaro

Os inúmeros obstáculos colocados à execução da política restritiva, sobretudo pela Secretaria do Planejamento (SEPLAN), e a persistência das elevadas taxas de inflação levaram à saída do Ministro da Fazenda e do Presidente do Banco Central. A nova equipe econômica, liderada por Dilson Funaro, assumiu defendendo teses semelhantes às da SEPLAN, que enfatizava a natureza financeira do déficit público. A condução da política econômica começou a sofrer, a partir de então, grandes mudanças, particularmente no que diz respeito às políticas monetária e de endividamento público.

De início, a nova equipe restaurou a paridade entre as correções monetária e cambial e o IGP-DI, além de tomar medidas para reduzir as elevadas taxas de juros. Optou por monetizar parte da dívida mobiliária, reduzir as remunerações dos títulos públicos nos leilões primários e manter a equivalência entre as taxas do *over* e as das cadernetas de poupança.

No final de novembro, foi divulgado um conjunto de medidas econômicas, contendo inúmeras decisões de caráter fiscal e vinculando as correções monetária e cambial ao IPCA-FIBGE<sup>49</sup>. Através das novas regras, procurou-se a) ampliar a carga tributária, b) deslocar a base de tributação para o grande capital e para o mercado financeiro e c) criar condições

<sup>49</sup>Índice de Preços ao Consumidor Amplo da Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

favoráveis ao crescimento econômico, com a penalização das atividades especulativas, a recuperação da demanda e a concessão de incentivos a novos investimentos.<sup>70</sup>

A mudança de rota da política econômica refletiu-se no comportamento da base monetária, dos meios de pagamento e da dívida pública (ver tabelas 2.3 a 2.5).

#### 2.1.1. O Plano Cruzado

A persistência da aceleração inflacionária, apesar de todas as medidas de caráter fiscal e monetário implementadas, levou a equipe econômica a adotar um "choque heterodoxo", baseado na concepção inercialista da inflação<sup>71</sup>. Antes disto, dando-se mais um passo em direção à redefinição das atribuições do Banco Central, do Tesouro Nacional e do Banco do Brasil, congelou-se a *conta movimento* deste último, eliminando o mecanismo de nivelamento automático de suas reservas no Banco Central. Com essa medida, o Banco do Brasil perdeu seu poder emissor, deixando de ser Autoridade Monetária. Manteve, entretanto, a função de

---

<sup>70</sup>OLIVEIRA, Fabrício A. & BIASOTO JR., Geraldo - As Finanças Públicas da Nova República. In: CARNEIRO, Ricardo (org.) - *Política Econômica da Nova República*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986, p. 158.

<sup>71</sup>Sobre a concepção inercialista da inflação e a adoção de um choque heterodoxo vide, por exemplo: 1) ARIDA, Pérsio & LARA RESENDE, André - *Inflação Inercial e Reforma Monetária*. In ARIDA, P. (org.) - *Inflação Zero: Brasil, Argentina e Israel*. Rio de Janeiro, 1986, Editora Paz e Terra, pp. 9-35. 2) LOPES, Francisco - *Choque Heterodoxo - Combate à Inflação e Reforma Monetária*. Rio de Janeiro, 1986, Editora Campus. 3) BRESSER PEREIRA, Luiz - *Inflação Inercial e Plano Cruzado*. In *Revista de Economia Política*, vol. 6, nº 3, jul-set/1986. 4) RÊGO, José Márcio - *Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro, 1986, Editora Paz e Terra.

agente financeiro do Tesouro, a ser exercida com recursos repassados diretamente pelo BACEN, de acordo com a programação monetária.

Os objetivos anunciados do Plano Cruzado eram a estabilização dos preços e a criação das condições necessárias à realização das reformas estruturais capazes de garantir o crescimento sustentado da economia.<sup>78</sup> Acreditava-se que, para isto, seria preciso desmontar os mecanismos formais e informais de indexação<sup>79</sup>, criados a partir das reformas dos anos 60 e disseminados pela economia na primeira metade dos anos 80. Assim,

a) extinguiu-se a correção monetária para contratos inferiores a um ano, com exceção para as contas das cadernetas de poupança, do PIS/PASEP e do FGTS;

b) congelou-se, por tempo indeterminado, os preços e o câmbio para apagar a memória inflacionária e impedir a manutenção de outros mecanismos de indexação;

c) introduziu-se a escala móvel para os salários, após a correção dos mesmos pela média dos últimos 6 meses e a concessão de um abono de 8%.

Sinteticamente, então, o Plano teve dois esteios básicos - a desindexação da economia e o controle de preços.<sup>74</sup>

---

<sup>78</sup>CARNEIRO, Ricardo - A Trajetória do Plano Cruzado. In: \_\_\_\_\_ - *A Política Econômica do Cruzado*. Bienal/UNICAMP, 1987, p. 2.

<sup>79</sup>*Análise de Conjuntura Econômica*. Secretaria de Economia e Planejamento do Estado de São Paulo - SEP, nº 20, maio/86.

<sup>74</sup>CARNEIRO, R. - A Trajetória ... In: op. cit., p. 6.

Contrariamente aos planos argentino e israelense<sup>75</sup>, o Plano Cruzado continha poucas medidas nas áreas fiscal e monetária, apoiando-se basicamente na política de rendas.<sup>76</sup> Não foram fixadas metas para a expansão dos agregados monetários e optou-se pela manutenção das taxas de juros em níveis baixos.

Para BODIN DE MORAES<sup>77</sup>, definiu-se implicitamente a política monetária ao proibir a indexação para contratos com prazos inferiores a um ano. Com a extinção da correção monetária, as DRTN com vencimento entre março de 1986 e fevereiro de 1987 passaram a ter como rendimento juros nominais entre 15% e 16% ao ano. Com isto, tornou-se praticamente impossível a fixação das taxas do *overnight* acima de 15% a. a., pois a maior parte dos títulos estava em poder das instituições financeiras, que se financiavam diariamente junto ao público através do mecanismo da *carta de recompra*. Assim, a "possibilidade de uma crise financeira restringiu em muito a política monetária na fase inicial do plano Cruzado. A evolução da oferta de moeda foi condicionada pela meta implícita de manter a taxa de juros no mercado de *overnight* próxima a 15% ao ano, o que de fato ocorreu"<sup>78</sup>.

Com o Plano Cruzado, explicitou-se, portanto, o que poderia ser chamado de armadilha da moeda indexada. Ou seja, a

<sup>75</sup>O Plano Austral argentino foi divulgado em junho de 1985 e o israelense em julho do mesmo ano, 15 dias depois.

<sup>76</sup>MARQUES, Maria Sílvia B.- O Plano Cruzado: Teoria e Prática. In: *Revista de Economia Política*, v. 8, nº 3, jul/set-1988, p. 106.

<sup>77</sup>BODIN DE MORAES, Pedro - A condução da política monetária durante o Plano Cruzado. In: *Revista de Economia Política*, v. 10, nº 2, abr-jun/1990, p. 44.

<sup>78</sup>Loc. cit.

fragilidade do sistema financeiro em função dos bancos deterem títulos de longo prazo em carteira e financiá-los através de aplicações de curto prazo.

A prática de baixas taxas de juros deveu-se também à opção da equipe econômica por fazer um plano neutro do ponto de vista distributivo, sem transferência de renda de devedores para credores<sup>77</sup>. Além disso, Dilson Funaro achava que a economia precisava trabalhar com juros baixos durante o congelamento para acomodar o deságio das duplicatas<sup>78</sup>, o que permitiria uma certa deflação de preços.

A queda brusca das taxas de inflação<sup>79</sup> e de juros e o alongamento dos prazos das cadernetas de poupança (que voltaram a ser trimestrais) provocaram uma remonetização inusitada da economia. Ou seja, aplicações em títulos públicos e privados e em cadernetas de poupança foram substituídas por depósitos à vista e moeda manual, causando elevações expressivas da base monetária e do M1. No bimestre março/abril, a primeira cresceu mais de 84% e os últimos, mais 114% em termos reais, se deflacionados pelo IGP-DI. O M4, por sua vez, aumentou mais de 10%<sup>80</sup> (ver tabelas 2.6, 2.10 e 2.12).

O comportamento dos depósitos à vista deu margem a um aumento também expressivo das operações creditícias, tanto para

<sup>77</sup>BODIN DE MORAES, P. - op. cit., p. 44.

<sup>78</sup>MENDONÇA DE BARROS, L. C. - op. cit., p. 40.

<sup>79</sup>-0,11% em março e 0,78% em abril, contra 16,23% em janeiro e 14,36% em fevereiro, de acordo com o índice oficial; -0,86 e -0,58% em março e abril, respectivamente, pelo IGP-DI.

<sup>80</sup>Parte do crescimento do M4 deveu-se à correção, ao longo do mês de março, de todos os ativos indexados pela inflação de fevereiro. Isto contribuiu para aumentar a participação dos haveres financeiros no PIB.

empresas quanto para pessoas físicas (ver tabela 2.8). Os idealizadores do Plano Cruzado não previram que a monetização de parte das aplicações do *overnight* geraria "uma bolha de liquidez no sistema bancário e uma conseqüente explosão do crédito".<sup>83</sup> Aquela monetização acabou significando, na verdade, a transformação de depósitos remunerados com 100% de compulsório em depósitos à vista com um compulsório de 40%.<sup>84</sup>

O crescimento do crédito em 17% em termos reais entre abril e junho potencializou os efeitos do aumento real dos salários e dos saques das cadernetas de poupança sobre a economia, fazendo com que alguns diretores do BACEN propusessem um compulsório de 100% sobre os depósitos à vista adicionais<sup>85</sup>. Segundo um desses diretores, a medida não foi implementada em razão da discordância do Presidente do Banco Central e do Ministro da Fazenda. O primeiro, Fernão Bracher, via o aumento dos empréstimos como uma forma dos bancos, sobretudo os grandes, recompor sua rentabilidade, afetada pela brusca perda da arrecadação do imposto inflacionário sobre os depósitos à vista e sobre o *float*. O segundo, Dilson Funaro, por achar que os juros deveriam, de início, permanecer em níveis baixos, como já colocado.

Assim, o Banco Central sancionou, até quase meados do ano, a preferência dos agentes por haveres monetários e a demanda por empréstimos ao manter as taxas de juros em níveis baixos e ao

<sup>83</sup>MENDONÇA DE BARROS, L. C. - op. cit., p. 12.

<sup>84</sup>Loc. cit.

<sup>85</sup>Id., *ibid.*, p. 40.

não impor qualquer limite à expansão das operações creditícias dos bancos. As baixas taxas de juros nominais fizeram também com que os agentes privados dirigissem parte dos recursos antes alocados no sistema financeiro para ativos reais, dólar paralelo, bolsas de valores, imóveis e terras, provocando valorizações expressivas nos preços destes mercados.

O aumento da base monetária, além de financiar integralmente o déficit de caixa da Autoridade Monetária entre janeiro e abril, possibilitou um resgate líquido de títulos da dívida pública em poder do mercado, reduzindo o seu crescimento real anualizado de 100% em abril de 1985 para 30% em abril de 1986.

Apenas em maio, foram adotadas algumas tímidas medidas para conter a expansão dos agregados monetários e do crédito. Foram congelados, aos níveis vigentes em 30 de abril, os empréstimos de instituições oficiais às administrações direta e indireta de estados e municípios, impostas restrições ao saque de recursos dos depósitos em moeda estrangeira junto BACEN e, mais importante, criadas as Letras do Banco Central (LBC). Esses títulos, com prazo máximo de um ano e rendimento determinado pela taxa média do *overnight* mais um pequeno deságio, seriam utilizados apenas nas operações de *open market*, ou seja, de controle da liquidez. Ao eliminar o descasamento entre a remuneração e o custo de carregamento dos títulos públicos, as LBC dariam, acreditava-se, mais flexibilidade à Autoridade Monetária na administração da liquidez da economia.



Aquele descasamento impunha prejuízos às instituições financeiras quando havia elevação das taxas do *overnight*, ou lhes proporcionava ganhos extraordinários, em caso de redução das mesmas, limitando o raio de manipulação das taxas de juros por parte do BACEN.

Segundo o discurso oficial, o lançamento das LBC estaria inserido em um projeto maior que pretendia separar as operações de dívida pública das operações de *open market* (política monetária) e as aplicações de curto das de longo prazo. As colocações de títulos para financiar o déficit público continuariam a ser feitas com OTN e LTN até que fossem criadas as condições para o lançamento de um título de longo prazo voltado exclusivamente para tomadores finais, isto é, não passível de financiamento no *overnight*. Com a redução das taxas inflacionárias, os recursos girados no *overnight* limitar-se-iam, segundo aquele discurso, aos excedentes de caixa de curto prazo das empresas e às reservas das instituições financeiras, eliminando a necessidade das taxas do *over* oferecerem ganhos reais.

Ao que parece, os argumentos acima iam pouco além da retórica. Na verdade, os problemas decorrentes do descasamento entre os custos de carregamento e a rentabilidade dos títulos públicos não mais se colocariam nos termos pré-Plano Cruzado se a economia efetivamente se estabilizasse. O alongamento dos prazos, por sua vez, só ocorreria caso os agentes estivessem plenamente convencidos de que as altas taxas inflacionárias eram

efetivamente algo do passado. A questão é que, em maio, os agentes privados relevantes e alguns técnicos do governo já colocavam em xeque o sucesso do Plano. O Banco Central enfrentava dificuldades crescentes para vender OTN e LTN<sup>66</sup>, que continuavam sem tomadores finais. Os aplicadores, acostumados aos ganhos fornecidos pelos títulos do governo, resistiam em abrir mão de sua liquidez.

Assim, a criação das LBC pode ser interpretada, talvez, como o primeiro grande recuo da equipe econômica na sua tentativa de desindexação plena da economia e de alongamento do prazo das aplicações financeiras<sup>67</sup>, diante da constatação de que inexistiam compradores finais para os títulos da dívida pública.

Segundo MENDONÇA DE BARROS<sup>68</sup>, o lançamento das LBC nada mais foi do que "a criação de condições institucionais para a volta da inflação elevada e da indexação da moeda. O fato de ser a LBC um título emitido pelo Banco Central e não pelo Tesouro Nacional tinha um objetivo claro : mostrar a todos que se tratava de uma moeda e não de um título de crédito." Além disto, as LBC incorporavam formalmente o conceito de indexação financeira, em função de sua vinculação à taxa média de juros do *overnight* e não a um índice interno de preços, como as antigas DRTN.

---

<sup>66</sup>As dificuldades só não eram maiores porque a preferência do público por moeda permitia o resgate líquido de títulos públicos.

<sup>67</sup>Ainda que, posteriormente, esses títulos se tenham mostrado extremamente funcionais, ao reduzirem o custo de rolagem da dívida pública.

<sup>68</sup>MENDONÇA DE BARROS, L. C. - op. cit., pp. 13-14.

Em julho, foi anunciado mais um conjunto de medidas, que ficou conhecido como Cruzadinho, visando conter os problemas de abastecimento, propiciar recursos para a retomada dos investimentos públicos e incentivar os investimentos privados. As principais providências foram:

a) instituição de um empréstimo compulsório sobre combustíveis, automóveis e dólar para viagens de turismo;

b) criação do Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND), para financiar os investimentos públicos contidos no Plano de Metas, então anunciado. Os recursos do FND adviriam dos empréstimos compulsórios, das aplicações obrigatórias das entidades de previdência privada e da alienação de ações ou do patrimônio de empresas estatais<sup>69</sup>;

c) introdução de mecanismos de repactuação das taxas de juros, com a criação das Letra do Tesouro Nacional Flutuante (LTNF);

d) mudança na tributação das aplicações financeiras, com a cobrança de um imposto de renda (IR) de 45% sobre o rendimento total das operações com títulos privados com prazos inferiores a 60 dias, de 35% para as operações ao portador superiores a 60 dias e de 20% para as operações nominativas; isenção do IR para as operações lastreadas em LBC e

---

<sup>69</sup>CARNEIRO, R. - A Trajetória ... In: op. cit., p. 25.

e) redução, de forma escalonada, em 20% do crédito a pessoas físicas.

Com a elevada taxaçoão das operaçoões de curto prazo lastreadas em títulos privados e a introduçoão do mecanismo de repactuaçoão das taxas de juros, pretendia-se incentivar o alongamento do prazo das aplicaçoões e o fornecimento de recursos para o financiamento de investimentos. O que não ocorreu, como se verá adiante. Além disso, almejava-se, com as novas regras tributárias, criar um mercado cativo para os títulos públicos

Após o lançamento das LBC e a troca de OTN em poder do mercado pelos novos títulos, o Banco Central reforçoou a sua opçoão pelo aumento das taxas de juros. Isto ocorreu, todavia, no momento em que as expectativas quanto à elevaçoão das taxas de inflaçoão eram recompostas, fazendo com que os seus efeitos sobre o comportamento do público fossem insignificantes\*\*.

A troca de OTN por LBC foi feita para dar mais liberdade ao Banco Central na política de elevaçoão das taxas de juros. Nesta troca, as instituições financeiras arcaram com perdas, mas certamente essas foram menores do que aquelas em que incorreriam se permanecessem com os antigos títulos, tendo em vista o aumento dos juros. Ao trocar OTN por LBC e não por LTNF, o governo recuou pela segunda vez em seu propósito de alongar os prazo dos contratos. Deu início também a um processo de

---

\*\*Em vista das expectativas quanto ao fim do congelamento, dificilmente o Banco Central conseguiria impedir a formação de estoques e o aumento do consumo final com a elevaçoão das taxas de juros, a não ser que estas atingissem níveis estranhamente elevados. Vide, a respeito, BODIN DE MORAES, op. cit., 45.

utilização das LBC enquanto instrumento de dívida pública e não apenas como de política monetária, conforme anunciado em maio.

As mudanças no sistema financeiro entraram em vigor em outubro, mas não surtiram os resultados esperados. A elevada tributação das operações de curto prazo e ao portador com títulos privados restringiu o mercado para esses títulos. A permanência dos desajustes setoriais entre oferta e demanda, expressos na generalização do ágio e na procura especulativa por diversos produtos, acirrou as expectativas quanto à aceleração inflacionária. O que provocou um aumento da preferência do público por aplicações de curto prazo.

Os recursos de origem não-declarada, bastante elevados em função da cobrança de ágio, transferiram-se, com a elevada tributação das operações ao portador, para mercados de risco. O ágio do dólar no mercado paralelo sobre o dólar oficial superou 100% em meados de outubro, levando o governo a criar os fundos de curto prazo ao portador e nominativos, com pelo menos 40% de lastro em LBC.

Esses fundos representaram a capitulação definitiva dos mentores da política econômica quanto à promoção do alongamento dos prazos das aplicações financeiras. Com eles, estendeu-se a rentabilidade e a liquidez diária do *overnight* aos pequenos e médios aplicadores, provocando um encurtamento do prazo dos contratos financeiros.

A tributação dos juros nominais, em vez dos juros reais, elevou a defasagem entre os rendimentos líquidos pagos aos aplicadores e o custo do crédito. Os tomadores de empréstimos, no entanto, em vista da expectativa quanto ao descongelamento, continuaram aumentando seu endividamento e repassando os custos financeiros adicionais para os consumidores através da cobrança de ágio. Ou seja, o aumento das taxas de juros provocou um crescimento dos custos de produção, mas não arrefeceu a demanda das pequenas e médias empresas por crédito. Entre julho e novembro, as operações de empréstimos dos bancos comerciais ao setor privado expandiram-se mais de 21% em termos reais.

Assim, as medidas adotadas a partir de meados do ano foram insuficientes para conter os desajustes dinâmicos entre demanda e oferta, estimular a alongamento das aplicações e o investimento privado e reduzir a procura por empréstimos. O quadro econômico continuou deteriorando-se, mas o governo optou por realizar outros ajustes no Plano Cruzado apenas após as eleições de novembro de 1986.

O conjunto de medidas divulgado no final daquele mês, que ficou conhecido como Plano Cruzado II, reindexou a economia, constituindo-se no *coup de grâce* do plano de estabilização anunciado em 28 de fevereiro de 1986. As suas principais providências foram:

a) aumento expressivo dos preços de um conjunto de bens e serviços;

b) reintrodução das minidesvalorizações cambiais diárias;

c) restabelecimento do rendimento mensal para as cadernetas de poupança;

d) mudança no índice oficial de inflação e no índice de correção salarial;

e) transformação das LBC no indexador dos contratos financeiros e

f) alteração na tributação do mercado financeiro, com a introdução da taxaço sobre o ganho real.

Com a transformação das LBC no novo indexador financeiro, pretendia-se que os agentes passassem a se balizar pelas expectativas quanto à inflação futura e não mais pela inflação passada. Assim, com as medidas de novembro, reintroduziu-se a indexação financeira, mas de forma diferente da daquela prevalecente antes do Plano Cruzado. O Banco Central, todavia, acabou tendo que "incorporar a memória inflacionária" e "sancionar as expectativas dos agentes", perdendo graus de liberdade no manejo das taxas de juros. Ao fazê-lo, "corria-se o risco de alimentar uma nova ciranda financeira"<sup>71</sup>. "Ao não fazê-lo podia-se induzir à desintermediação financeira e à especulação

---

<sup>71</sup>CARNEIRO, R. - A Trajetória ... In: op. cit., p. 32.

com ativos reais<sup>98</sup>, ou ainda a busca de indexadores alternativos, como o dólar.

O manejo das LBC tornou-se ainda mais difícil em dezembro, quando, em função do recrudescimento da inflação, decidiu-se vinculá-las oficialmente ao IPC. Este índice, ao medir a variação de preços entre os dias 1º e 30, só era conhecido em meados do mês seguinte. Ou seja, a inflação do mês  $t$  era divulgada apenas em meados do mês  $t+1$ . Então, nos primeiros dias do mês  $t$ , o Banco Central tinha que ajustar as taxas de juros praticamente no escuro. Em função da aceleração inflacionária, os juros ficavam abaixo da inflação nesse período, obrigando o BACEN a realizar ajustes corretivos nos 15 dias restantes. As elevadas taxas de juros da 2ª quinzena de cada mês terminavam contribuindo para uma nova aceleração inflacionária, ao aumentarem os custos das empresas dependentes de crédito e servir como balizador de preços para aquelas com maior poder de mercado.

As dificuldades em fazer com que a variação das LBC do mês  $t$  seguisse o IPC do mesmo mês explicitaram-se inteiramente em fevereiro. Nesse mês, o juro básico da economia superou a inflação em 5%, penalizando os devedores e beneficiando os credores, ao contrário do que ocorreu anteriormente. A partir de então, as LBC passaram acompanhar a inflação com 15 dias de defasagem.

---

<sup>98</sup>CARNEIRO, R. - Loc. cit..



O processo de reindexação completou-se no início de 1987, ao se permitir que voltassem a ser emitidos CDB pós-fixados e que todos os contratos, com exceção para os financeiros e os de prestação de serviços e obras, fossem vinculados à variação da OTM. Esses títulos passaram a ser corrigidos mensalmente pelo IPC ou pela variação da LBC (índice mais elevado). Foi estabelecido que, a partir de julho, a correção seria feita apenas por essa última.

O debate sobre a oportunidade de se fazer uso de taxas de juros elevadas para conter a demanda atingiu seu ponto máximo no primeiro bimestre de 1987, quando, devido à explosão da taxa de inflação, as taxas de juros nominais apresentaram grandes oscilações. Através de sua política, o Banco Central procurou evitar a dolarização da economia, a evasão de capitais e a desintermediação financeira<sup>99</sup>.

Os agentes reagiram ao aumento das taxas de inflação e de juros reajustando rapidamente seus *portfolios*, o que provocou um abrupto processo de desmonetização da economia. A fuga dos depósitos à vista para a moeda indexada (LBC) e para as cadernetas de poupança produziu uma grande crise de liquidez no sistema bancário, por causa do compulsório de 100% sobre a moeda indexada. Deste modo, o mesmo mecanismo que permitiu a explosão do crédito no início do Plano Cruzado acabou provocando a maior crise de liquidez da economia brasileira no período recente.

---

<sup>99</sup>Análise de Conjuntura Econômica, Secretaria de Economia e Planejamento do Estado de São Paulo - n. 24, jan-fev/87, p. 95.

Os bancos, além da redução de seus recursos não remunerados, passaram a enfrentar grandes dificuldades para rolar seus passivos, mesmo pagando taxas de juros elevadas. Isto ocorreu em razão da preferência dos aplicadores por operações não-tributadas lastreadas em LBC e por depósitos em cadernetas de poupança.

Diante da crise de liquidez do sistema bancário, o BACEN foi obrigado a ampliar seus empréstimos às instituições financeiras<sup>94</sup>. Ao criar linhas de crédito especiais para resolver os problemas de liquidez, a Autoridade Monetária procurou realizar os ajustes necessários de forma localizada e não no atacado, ao contrário de equipes econômicas anteriores.

Teve-se, pois, que a crise de liquidez gerada pelo processo de desmonetização da economia fez com que momentaneamente (entre o final de 1986 e o início de 1987) o BACEN tivesse a política monetária sob seu controle. Esse fato não se repetiria até a decretação do Plano Collor em 1990.

A aceleração inflacionária, os problemas de liquidez e o conseqüente aumento das taxas de juros implicaram dificuldades financeiras crescentes para os agentes e setores dependentes de recursos de terceiros, potencializando os riscos de inadimplência

<sup>94</sup>Em dezembro de 1986, o Banco Central criou uma linha especial de crédito autorizando os bancos comerciais a sacar até 20% do compulsório sobre seus depósitos à vista por 7 dias e ao custo da variação da LBC mais 25%. No primeiro trimestre de 1987, o limite e o prazo dessa linha de crédito foram ampliados para para 50% e 35 dias, respectivamente, e os juros reduzidos para 18% e depois, 16% mais LBC. Criou-se também uma outra linha creditícia, que facultou aos bancos comerciais e de investimento o saque de até 10% do compulsório sobre os depósitos a prazo por 35 dias, ao custo da LBC mais 18% ao ano. Posteriormente, o limite de crédito foi ampliado para 20% e os juros reduzidos à 16% além da LBC. Conforme *Análise de Conjuntura Econômica*, n. 25, mar-abr/1987, p. 63.

para o sistema bancário.<sup>95</sup> Com isto, os bancos aumentaram os *spreads* de risco e as garantias exigidas para a renovação de seus empréstimos, encarecendo ainda mais os custos das empresas.

As dificuldades enfrentadas por aqueles que se endividaram na segunda metade de 1986 aumentaram a polêmica sobre as elevadas taxas de juros, provocando a saída do presidente do Banco Central em fevereiro. O novo presidente, Francisco Gros assumiu propondo-se a manter a equiparação entre o *overnight* e as taxas de inflação e a reduzir os juros das operações de crédito.

O agravamento dos problemas financeiros de diversos setores levou o Banco Central a realizar uma política monetária mais expansiva. Para reduzir as taxas de juros dos empréstimos e atenuar a crise de liquidez, a Autoridade Monetária a) reduziu as taxas de redesconto; b) tentou tabelar o *spread* creditício dos bancos<sup>96</sup>; c) criou linhas especiais de crédito para pequenas e médias empresas e para os setores exportador e agropecuário; e) aumentou o teto mensal do *relending* com recursos dos Depósitos de Projetos; f) alongou o prazo das operações de crédito direto ao consumidor e g) injetou recursos em bancos estaduais.

---

<sup>95</sup>Em 1986, mais de 500 mil novas empresas foram criadas, considerando o clima de êxito inicial do Plano Cruzado. Elas não tinham estrutura de capital, mas aproveitaram os juros negativos para montar seus negócios (...). Em 1987, não conseguindo conviver com as altas taxas de inflação e de juros, associadas à retração no volume de vendas, a inadimplência das micro, pequenas e médias empresas, das pessoas físicas (...) e dos agricultores (...) levou a que, ao final de maio, 15X do total da carteira de crédito dos bancos comerciais estivessem com pagamentos em atraso. Esta situação representava 8 vezes o nível de inadimplência sofrido pelo setor bancário, na mesma época do ano anterior". COSTA, Fernando N. da - Política Monetária Ativa e Instabilidade Financeira. In: CARNEIRO, R. (org.) - *A Heterodoxia em Xequê*, São Paulo, BIENAL-UNICAMP, 1988, pp. 78-79.

<sup>96</sup>O tabelamento do *spread* creditício terminou não funcionando na prática, tendo como único resultado o aumento da seletividade na concessão de crédito.

A promessa da equiparação da variação das LBC à inflação não foi capaz de conter a instabilidade do mercado financeiro, sobretudo após a decretação da moratória externa em fevereiro de 1987. Os movimentos especulativos provocaram altas expressivas nos mercados de risco e acirraram as expectativas quanto a uma explosão inflacionária. Essa deterioração crescente do quadro econômico levou à substituição da equipe econômica no final de abril daquele ano.

#### 2.2.2. A Política Monetária e o Fracasso do Plano Cruzado

O Plano Cruzado não delegou à política monetária papel importante na estabilização da economia. Os *policy makers* não imaginavam que a queda abrupta das taxas inflação e de juros nominais teria impactos tão grandes sobre o comportamento dos agentes. O processo de remonetização foi certamente muito mais rápido e intenso do que o esperado pelo governo. As medidas corretivas, no entanto, demoraram a ser adotadas, devido aos receios quanto aos seus efeitos recessivos e aos interesses econômicos e políticos envolvidos. Os ajustes realizados a partir de meados do ano, além de tardios, foram insuficientes.

A elevação das taxas de juros, então promovida, não produziu os resultados esperados, em razão da disseminação da cobrança de ágio e das expectativas quanto ao descongelamento. Ou



UNICAMP

Tabela 2.6

## PRINCIPAIS INDICADORES POS-PLANO CRUZADO - 1986

Variações Percentuais (%)†

Período	Base Monetária	M1	M4	Inflação Oficial**	Correção Monetária	Correção Cambial	Balança Comercial	US\$ Paralelo	CDB	Overnight
Março	35,89	81,9	12,20	(0,11)	(0,11)	0,00	1,13	(12,75)	0,85	0,62
Abril	35,34	18,01	1,07	0,78	0,78	0,00	1,29	15,19	0,90	0,68
Maió	15,02	15,66	2,78	1,40	1,40	0,00	1,34	2,99	1,08	0,68
Junho	10,58	15,63	3,32	1,27	1,27	0,00	1,07	0,97	1,27	0,82
Julho	14,11	0,00	0,35	1,19	1,19	0,00	1,01	14,83	1,31	1,07
Agosto	5,99	6,91	5,22	1,68	1,68	0,00	0,95	(4,17)	1,68	1,54
Setembro	2,78	5,62	5,47	1,72	1,72	1,81	0,53	6,09	2,33	1,76
Acumulado	190,78	224,14	34,11	8,19	8,19	1,81	7,32	22,01	9,80	7,39

Fonte: Banco Central, FIBGE e Gazeta Mercantil.

Notas: † - exceto Balança Comercial (em US\$ Bilhões).

\*\* - IPC-FIBGE.

Tabela 2.7  
 TAXAS DE JUROS

(%)

	Taxas Nominais			Taxas Reais		
	Tit. Federais	CDB	Capital de Giro	Tit. Federais	CDB	Capital de Giro
1986						
Jan	14,90	8,00	7,00	2,46	8,32	9,17
Fev	13,00	3,80	4,50	(7,68)	(15,20)	(14,62)
Mar	0,60	0,90	2,50	1,62	1,92	3,54
Abr	0,70	0,90	2,30	1,29	1,49	2,90
Mai	0,70	1,00	2,30	0,38	0,68	1,97
Jun	0,80	1,10	2,60	0,37	0,67	2,16
Jul	1,10	1,30	2,70	0,47	0,67	2,06
Ago	1,40	1,90	3,00	0,07	0,56	1,65
Set	1,60	2,50	4,00	0,50	1,39	2,88
Out	1,90	2,80	4,30	0,49	1,38	2,86
Nov	2,40	2,90	4,90	(0,10)	0,39	2,34
Dez	5,50	7,70	7,30	(1,95)	0,09	(0,28)

Fonte: Relatórios do Banco Central e Revista Cenários  
 Deflator: IGP-DI

Tabela 2.8

## EMPRESTIMOS TOTAIS AO SETOR PRIVADO - 1986

Periodo	Numero Indice 1984=100	Crescimento Real no Mes %	Crescimento Real no Ano %
Dez 1985	104	(0,79)	4,17
1986			
Jan	105	0,54	0,54
Fev	95	(9,18)	(8,69)
Mar	95	(0,32)	(8,99)
Abr	101	6,10	(3,43)
Mai	105	4,23	0,66
Jun	111	6,22	6,91
Jul	113	2,09	9,15
Ago	116	2,51	11,89
Set	123	5,88	18,47
Out	131	6,58	26,26
Nov	135	2,60	29,54
Dez	138	2,39	32,63

Fonte: Banco Central

Deflator: IGP-DI

Tabela 2.9

## PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Numero Indice: Dez/84=100

Final de Período	M1	Tit. Fed. Fora do BACEN	Depositos de Poupanca	Depositos a Prazo	Div. Mob. Est. e Municipal	Letras de Cambio	Letras Imob. e Hipotec.	Total
1986								
Jan	93	140	107	109	123	93	28	114
Fev	87	129	103	108	114	79	39	108
Mar	158	146	100	108	122	77	58	122
Abr	190	145	95	104	126	80	59	124
Mai	218	145	95	99	126	85	58	127
Jun	251	139	96	98	139	88	58	131
Jul	249	134	98	102	140	89	57	130
Ago	263	134	98	116	141	81	56	135
Set	274	136	101	128	139	84	56	140
Out	290	127	101	144	147	92	55	144
Nov	296	117	99	153	144	89	54	143
Dez	297	122	95	134	131	85	50	139

Fonte: Banco Central  
 Deflator: IGP-DI

Tabela 2.10

## PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Crescimento Real (%)

Final de Período	M1	Tit. Fed. Fora do BACEN	Depositos de Poupanca	Depositos a Prazo	Div. Mob. Est. e Municipal	Letras de Cambio	Letras Imob. e Hipotec.	Total
1986								
Jan	(22,63)	(3,75)	3,34	(3,91)	4,48	(7,18)	0,19	(4,28)
Fev	(6,82)	(7,62)	(3,95)	(0,59)	(7,36)	(14,49)	37,20	(5,40)
Mar	81,82	12,56	(2,76)	(0,35)	7,03	(2,98)	50,14	12,37
Abr	20,04	(0,37)	(5,04)	(3,54)	3,23	3,95	0,91	1,83
Mai	14,89	0,06	(0,58)	(4,73)	(0,11)	6,88	(0,65)	2,47
Jun	15,06	(4,07)	1,47	(0,87)	10,47	3,13	(0,77)	3,09
Jul	(0,86)	(3,50)	1,51	4,14	0,89	0,40	(0,90)	(0,21)
Ago	5,53	(0,04)	0,46	13,41	0,40	(8,60)	(1,51)	3,34
Set	4,36	1,53	2,95	10,32	(1,16)	4,14	(1,11)	4,05
Out	5,69	(7,10)	(0,42)	12,21	6,20	9,45	(1,47)	2,33
Nov	2,28	(7,55)	(1,74)	6,20	(2,16)	(3,05)	(2,25)	(0,48)
Dez	0,32	4,51	(3,39)	(12,06)	(9,52)	(4,47)	(7,07)	(2,73)
Acumul	146,30	(15,85)	(8,23)	18,36	11,08	(14,52)	77,37	16,35

Fonte: Banco Central  
 Deflator: IGP-DI



Tabela 2.11

PRINCIPAIS FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETARIA - 1986

	Fluxos em Cr\$*	%
A) FATORES DE EXPANSAO	160.376	100,00
1. Suprimentos do Banco do Brasil	35.498	22,13
2. Operacoes Fundos e Prog.	6.354	3,96
2.1. Repasses, Refinanc., e Despesas	40.442	
2.2. Banco do Brasil	25.016	
2.3. Outras Instituicoes	15.426	
2.4. Recursos	(34.088)	
3. Emp. de Liquidez	5.002	3,12
4. Operacoes do Setor Externo	5.462	3,41
4.1. Contas Cambiais	(47.310)	
4.2. Dep. Regist. em Moedas Estrang.	50.250	
4.3. Depositos de Projetos	(134.532)	
4.4. Amort. Divida Externa	9.449	
4.5. Dep. e Cotas de Org. Financ. Internac.	9.884	
4.6. Rendas de Aplicacoes no Exterior	(8.567)	
4.7. Encargos de Operacoes Externas	47.833	
4.8. Depositos Resolucao no. 923**	2.230	
4.9. Dep. Vinc. a Contratos de Cambio	(3.772)	
4.10. Empréstimos Ponte (MF 30 e 09)	79.997	
4.11. Outras Operacoes	0	
5. Operacoes c/ Tit. Federais	92.530	57,70
6. Tesouro Nacional	15.402	9,60
7. Outras Contas	128	0,08
B) FATORES DE CONTRACAO	(26.949)	100,00
1. Enc. sobre Viagens e Compra de US\$	(1.634)	6,06
2. Exp. Comp. sobre Veiculos e Combustiveis	(13.754)	51,04
3. Recursos Proprios do Banco Central	(4.982)	18,49
4. Dep. Vinculados ao SBPE	(6.579)	24,41
C) BASE MONETARIA	133.427	
1. Papel Moeda	65.500	
2. Reservas Bancarias	68.927	
D) BASE MONETARIA ANTES DAS OP. TIT. FED. (C-A5)	40.897	

Fonte: Relatório do Banco Central

Notas: \* - Cr\$ novos (Plano Collor I)

\*\* - Referem-se a depositos efetuados pelo setor financeiro, decorrentes de refinanciamentos ao setor publico com recursos externos, sob a égide da Res. n. 63 do BACEN.



Tabela 2.12

## BASE MONETARIA

Em Cr\$ mil

Final de Período	Papel Moeda em Circulação	Reservas Bancárias	Total	Crescimento Real (%)
Dez/1985	28.110	17.358	45.468	
1986				
Jan	26.611	19.330	45.941	1,63
Fev	29.212	22.323	51.535	11,82
Mar	37.291	32.738	70.029	35,30
Abr	43.651	51.131	94.782	34,50
Mai	48.501	60.523	109.024	13,52
Jun	53.251	67.302	120.553	9,38
Jul	55.721	81.837	137.558	12,53
Ago	60.581	85.217	145.798	3,41
Set	63.452	86.400	149.852	(4,48)
Out	68.802	88.803	157.605	(6,09)
Nov	76.967	95.489	172.456	(4,10)
Dez	92.610	86.285	178.895	(9,80)
Acum. no Ano				138,46
1987				
Jan	77.340	95.104	172.444	(11,81)
Fev	86.620	77.689	164.309	(8,82)
Mar	83.750	85.463	169.213	(4,64)
Abr	89.986	97.037	187.023	(0,61)
Mai	94.006	90.557	184.563	(13,81)
Jun	104.116	65.941	170.057	(20,50)
Jul	125.056	93.958	219.014	8,13
Ago	132.066	139.229	271.295	5,33
Set	147.555	177.376	324.931	1,33
Out	170.805	202.381	373.186	(4,53)
Nov	190.755	198.480	389.235	(12,72)
Dez	271.615	231.916	503.531	7,09
Acum. no Ano				(45,43)

Fonte: Dicon/BACEN

Deflator: IGP-DI

seja, a taxa de juros real efetiva foi percebida como sendo inferior àquela que o Banco Central pensava estar praticando<sup>97</sup>.

Muitos críticos atribuíram o fracasso do Plano Cruzado às baixas taxas de juros vigentes, sobretudo no imediato pós-Plano. Juros reais elevados logo de saída, todavia, provavelmente não teriam sido suficientes, isoladamente, para evitar a) os saques das cadernetas de poupança e a não-renovação de outras aplicações financeiras; b) a retenção especulativa de estoques, a demanda por ativos reais e de risco (imóveis, terrenos, ações, ouro, dólar) c) a aquisição de bens de consumo duráveis etc.

A chamada *ilusão monetária* não é uma mera invenção dos economistas. Por mais altas que fossem as taxas de juros reais pós-Plano de Estabilização, as taxas nominais teriam sido extremamente baixas *vis-à-vis* àquelas praticadas antes dele, dado que o congelamento reduziu praticamente a zero o patamar inflacionário. A taxa de juros real que desestimularia, por exemplo, os saques expressivos das cadernetas de poupança dos pequenos e médios aplicadores provavelmente comprometeria a estabilidade do setor produtivo<sup>98</sup>.

Mais difícil ainda que impedir as retiradas das cadernetas de poupança e a explosão da demanda por crédito, seria convencer, via taxas de juros reais elevadas, os grandes detentores de riqueza financeira a não buscar aplicações

---

<sup>97</sup>PASTORE, Afonso C. - A Autópsia do Plano Cruzado. *Jornal Folha de S. Paulo*, 28/12/1986, p.32. Artigo reproduzido pela *Revista de Economia Política*, v. 7, nº 2, abr-jun/1987. pp. 137-140.

<sup>98</sup>MENDONÇA DE BARROS, L. C. - op. cit. p. 41.

alternativas àquelas oferecidas pelo sistema financeiro sem comprometer o sucesso do Plano. Esses agentes não se conformaram com perda do trinômio rentabilidade, liquidez e segurança proporcionado há anos pela moeda indexada. Ou seja, quando o sistema financeiro deixou de constituir-se uma órbita privilegiada de valorização fictícia do capital, os grandes aplicadores transferiram parcela de seus recursos para mercados de ativos reais ou especulativos. Com isso, provocaram, devido ao reduzido tamanho destes mercados, movimentos explosivos em seus preços.

Em síntese, durante o Plano Cruzado, a queda brusca dos juros nominais fez com que os pequenos aplicadores dirigissem parte de suas aplicações para o consumo e levou os médios e grandes a buscar, nos ativos reais e de risco, alternativas mais lucrativas para valorização de sua riqueza. A prática de taxas de juros reais elevadas poderia ter atenuado as pressões exercidas sobre os ativos reais, mas por si só não teria garantido o sucesso do programa de estabilização, como provam a experiência argentina com o Plano Austral e, posteriormente, a própria experiência brasileira, com o Plano Verão em 1989. Juros muito altos poderiam até ter antecipado o fracasso do Plano Cruzado.

Assim, ao que parece, a política monetária em 1986 foi mais equivocada ao subestimar os impactos da transformação dos depósitos do *over* (que não têm multiplicador creditício) e dos depósitos de poupança em depósitos à vista e destes em crédito do

que ao optar por taxas de juros reais baixas<sup>99</sup>. O racionamento do crédito (via aumento do compulsório, por exemplo) e a manutenção da correção mensal das cadernetas de poupança provavelmente teriam sido mais eficazes na contenção do ímpeto consumista, ainda que não para impedir os movimentos especulativos nos mercados de ativos reais e de risco.

Vale lembrar que existem outros componentes imprescindíveis ao bom andamento de um plano de estabilização além da política monetária.

### 2.2.3. Os Novos Instrumentos de Gestão Monetária

O Plano Cruzado mostrou que não há como o Banco Central administrar adequadamente a liquidez da economia quando as aplicações financeiras estão concentradas no curto prazo. Ou seja, quando a liquidez financeira é elevada são possíveis rápidas alterações de *portfolio*, o que torna praticamente ineficazes os instrumentos clássicos de política monetária. No contexto do Plano Cruzado, a recuperação do raio de manobra desses instrumentos dar-se-ia, como ressaltaram os próprios *policy makers*, no bojo de uma ampla reforma financeira que permitisse a gestão de um novo padrão de financiamento para a economia e para o setor público, em particular.

---

<sup>99</sup>MENDONÇA DE BARROS, L. C. - op. cit. passim.

Uma reforma financeira efetiva naquele momento passava, necessariamente, pelo saneamento das contas do Estado. Para isto, dentre outras coisas, seria necessário um ajuste patrimonial que impusesse desvalorizações à massa de ativos financeiros detida pelo setor privado, concentrada no curto prazo e lastreada basicamente em títulos públicos. Tal reforma não pôde ser implementada em razão da incapacidade do governo em impor parte dos custos da estabilização da economia ao grande capital

Assim, os avanços no que diz respeito à reordenação das relações entre o Banco do Brasil, Banco Central e Tesouro Nacional e em termos da operacionalidade do sistema financeiro terminaram tendo sua eficácia reduzida quanto à gestão monetária.

Apesar disso, obtiveram-se apenas alguns ganhos pontuais, merecendo destaque a criação dos CDI (Certificados de Depósitos Interfinanceiros) e a extinção da *conta movimento* do Banco do Brasil. Com a instituição do interbancário, procurou-se ampliar a comunicação entre os diversos mercados de dinheiro, de modo a permitir uma melhor distribuição da liquidez dentro do sistema financeiro e reduzir os custos de captação das instituições com maiores dificuldades em obter recursos junto ao público<sup>100</sup>.

Medidas como a extinção da correção monetária e a tentativa de introdução do mecanismo de repactuação das taxas de juros nos contratos de médio e longo prazos (taxas flutuantes)

---

<sup>100</sup>CARVALHO, Carlos Eduardo - *Liquidez e Choques Antiinflacionários*. IESP/FUNDAP, Jan/1991, p. 20.



simplesmente não alcançaram êxito, em vista do retorno da inflação.

A impossibilidade de levar adiante a reforma financeira, sobretudo após o retorno das expectativas inflacionárias a partir de meados do ano, fez com que os mentores da política econômica criassem inúmeros mecanismos não convencionais de gestão monetária. Dentre esses mecanismos, estão as já citadas Letras do Banco Central (LBC) e os depósitos voluntários dos exportadores e das instituições de poupança junto ao Banco Central.

Ao terem como rendimento as próprias taxas do *overnight*, as LBC reduziram o serviço da dívida pública e eliminaram os riscos de perdas das instituições financeiras, em razão do descasamento entre a remuneração dos títulos e seu custo de carregamento (taxa do *over*).

Os depósitos dos exportadores foram instituídos em outubro de 1986, como uma forma de *hedge* cambial, num momento em que eram grandes as expectativas quanto a uma maxidesvalorização do câmbio. Esses depósitos acabaram constituindo-se um importante mecanismo de administração da liquidez gerada pelo setor externo (até o final do primeiro semestre de 1987) e de financiamento das operações do Banco Central.

Os depósitos voluntários das empresas do SBPE foram criados em janeiro de 1987 como alternativa de aplicação para os recursos das cadernetas de poupança sem tomadores finais, em

razão do aumento acentuado dos depósitos de poupança com o retorno das elevadas taxas de inflação. Esses depósitos acabaram também exercendo papel semelhante àquele desempenhado pelos depósitos dos exportadores.

### 2.3. A Gestão Bresser Pereira

#### 2.3.1. O Plano Bresser

A economia brasileira havia entrando, para o ministro Bresser Pereira, "em um processo clássico de desajustamento, provocado pelo excesso de demanda e pelo desequilíbrio de preços relativos" em 1986<sup>104</sup>. Com base nesse diagnóstico, o ministro realizou mais uma tentativa de estabilização assentada num congelamento de preços em meados de 1987. Essa nova tentativa, que ficou conhecida como Plano Bresser, teve como determinantes imediatos a) o risco do descontrole inflacionário redundar em um processo hiperinflacionário aberto; b) a elevação do déficit operacional do setor público; c) a forte retração da atividade econômica e d) as dificuldades no *front* externo.

Segundo o discurso oficial, o Plano Bresser incorporava "todos os acertos do Plano Cruzado" e procurava evitar todos os

<sup>104</sup>BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos - Discurso ao assumir o Ministério da Fazenda. In: *Revista de Economia Política*, v. 7, nº 4, out-dez/1987.



seus defeitos<sup>102</sup>. Seus objetivos básicos seriam a estabilização da economia, a redução do déficit do setor público e a recuperação do superávit comercial<sup>103</sup>. As suas principais diferenças com relação ao Plano Cruzado foram: a) o congelamento de preços mais flexível e por tempo determinado (90 dias), b) o realinhamento prévio de preços e tarifas públicas, c) a correção do câmbio, o controle da demanda agregada através das políticas monetária, fiscal e salarial e d) a manutenção da indexação. Acreditava-se que a extinção da correção monetária teria sido um dos equívocos centrais do Plano Cruzado.

Para a equipe econômica, a manutenção da indexação dos ativos financeiros e a adoção de uma política monetária restritiva, com a prática de taxas de juros reais positivas<sup>104</sup>, evitaria uma corrida em direção a ativos reais e especulativos e a retenção de estoques. O governo desvinculou as LBC do IPC, mas não desatrelou de imediato as OTN da rentabilidade das LBC.

Ainda que menor do que o do Plano Cruzado, ocorreu também um processo de remonetização da economia nos dois meses imediatamente posteriores ao anúncio do Plano Bresser (ver tabelas 2.14 a 2.17). O aumento da liquidez, todavia, foi provocado pela recuperação das exportações e pela política

---

<sup>102</sup>BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos - Pronunciamento do Ministro Bresser Pereira durante o anúncio do Plano Bresser em 12-06-87. *Revista de Economia Política*, v. 7, nº 4, out-dez/1987.

<sup>103</sup>CARNEIRO, Ricardo & ROMANO, Ricardo - *A Heterodoxia Conservadora*. In CARNEIRO, R. (Org.) - *A Heterodoxia em Xaque*, São Paulo, BIENAL-UNICAMP, 1988, p. 26.

<sup>104</sup>Para facilitar a política de elevadas taxas de juros reais, o IPC voltou a ser apurado entre o dia 15 do mês t-1 ao dia 14 do mês t.



monetária adotada. As elevadas taxas de juros<sup>105</sup> estimularam o fechamento do câmbio por parte dos exportadores e os saques nos depósitos voluntários em moeda estrangeira junto ao Banco Central. Com isso, as operações com o setor externo se constituíram o principal fator de expansão da emissão primária de moeda. Parte dessa expansão foi neutralizada pelo aumento dos depósitos voluntários realizados pelas instituições de poupança junto à Autoridade Monetária, em função da virtual paralisação dos financiamentos imobiliários.<sup>106</sup> (ver tabela 2.16).

Em outubro, os contratos financeiros foram novamente indexados às OTN e as LBC tornaram a ser utilizadas apenas como indexador do *overnight*. Na mesma época, foram criadas as OTN fiscais (diárias) para efeito da arrecadação de tributos.

A fuga para a moeda indexada facilitou a rolagem da dívida pública a baixo custo pelo segundo ano consecutivo. O governo não precisou "abrir" as taxas de juros ou relançar as OTN, ao contrário das previsões feitas por diversos agentes do mercado financeiro.

A inflexão da trajetória ascendente das operações ativas dos bancos e a preferência do público pela moeda indexada recolocaram o carregamento dos títulos federais como uma das

---

<sup>105</sup>As taxas de juros do *over*, embora bastante elevadas quando deflacionadas pela inflação oficial, se deflacionadas pelo IGP, só foram positivas em agosto. Ao contrário das taxas cobradas pelos bancos por empréstimos de capital de giro, que foram elevadas em todo o período, independente do índice de preços utilizado.

<sup>106</sup>Os depósitos voluntários das empresas do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) foram criados em janeiro de 1987 (Res. nº 1253 do CMN), e tinham como rendimento a correção monetária mais 8%. Vide item anterior.

principais atividades do sistema bancário. O estoque destes títulos em poder do mercado cresceu 23,7% em termos reais em 1987 e a sua participação no total dos haveres não-financeiros e no FIB atingiu, respectivamente, 32,9% e 10,9%, contra 23,3% e 9,1% no ano anterior.

A desmonetização da economia, mais do que a política monetária, provocou quedas expressivas nos agregados monetários em 1987. Até mesmo o M4 caiu em termos reais (13%). A concentração da poupança financeira no curto e curtíssimo prazos elevou, ao possibilitar mudanças de *portfólio* rápidas e sem custos, a sensibilidade do sistema financeiro a alterações na política econômica e a eventuais movimentos especulativos<sup>107</sup>. Com isso, tornou-se praticamente obrigatória a vinculação da variação das LBC à inflação. A subcorreção dos recursos aplicados no *overnight*, ao colocar a possibilidade de perdas patrimoniais expressivas, poderia provocar uma tentativa de fuga dessas aplicações<sup>108</sup>. E, conseqüentemente, a deflagração de um processo hiperinflacionário, em vista da estreiteza dos mercados de ativos reais e de risco, se comparados com o volume de recursos estacionados no curto prazo<sup>109</sup>.

Em resumo, com o fracasso do Plano Cruzado, a indexação voltou com toda intensidade e com uso mais generalizado do que antes. Durante a gestão do Ministro Bresser Pereira, a utilização da OTN fiscal (OTNf) e das LBC difundiu-se para além do sistema

<sup>107</sup> *Análise de Conjuntura Econômica*, SEP-SP, nº 29, nov-dez/1987, p. 60.

<sup>108</sup> *Loc. cit.*

<sup>109</sup> Em vista disso, movimentos ainda que marginais destes mercados tendem a provocar grandes aumentos de preços.

Tabela 2.13

## TAXAS DE JUROS

(%)

	Taxas Nominais			Taxas Reais		
	Tit. Federais	CDB	Capital de Giro	Tit. Federais	CDB	Capital de Giro
1987						
Jan	11,00	12,70	13,60	(0,89)	0,62	1,43
Fev	19,60	16,10	18,60	4,82	1,75	3,94
Mar	11,90	13,40	17,20	(2,70)	(1,39)	1,91
Abr	15,30	15,00	23,70	(4,00)	(4,25)	3,00
Mai	24,60	11,40	24,30	(2,43)	(12,76)	(2,66)
Jun	18,00	7,60	16,00	(6,27)	(14,54)	(7,86)
Jul	8,90	6,30	10,80	(0,37)	(2,74)	1,37
Ago	8,10	7,40	10,00	3,44	2,78	5,26
Set	8,00	11,40	10,80	0,00	3,15	2,59
Out	9,50	11,00	13,40	(1,53)	(0,18)	1,98
Nov	12,90	14,10	16,20	(1,40)	(0,35)	1,48
Dez	14,40	16,80	18,00	(1,29)	0,78	1,81

Fonte: Relatorios do Banco Central e Revista Cenarios



Tabela 2.14

## PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Numero Índice: Dez/84=100

Final de Período	MI	Tit. Fed. Fora do BACEN	Depositos de Poupanca	Depositos a Prazo	Div. Mob. Est. e Municipal	Letras de Cambio	Letras Imob. e Hipotec.	Total
1987								
Jan	208	127	95	152	118	78	44	130
Fev	193	136	104	148	106	60	39	131
Mar	189	135	114	125	154	51	34	131
Abr	132	137	112	114	146	43	28	120
Mai	105	149	111	106	137	34	22	116
Jun	109	138	110	88	134	27	18	110
Jul	110	139	120	95	144	22	16	115
Ago	116	139	122	91	141	24	15	116
Set	116	143	124	82	143	46	14	116
Out	117	148	121	75	138	55	13	116
Nov	116	153	118	78	144	36	11	116
Dez	131	151	124	86	164	26	10	122

Fonte: Banco Central

Deflator: IGP-DI

Tabela 2.15

## PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Crescimento Real (%)

Final de Período	MI	Tit. Fed. Fora do BACEN	Depositos de Poupanca	Depositos a Prazo	Div. Mob. Est. e Municipal	Letras de Cambio	Letras Imob. e Hipotec.	Total
1987								
Jan	(30,23)	3,78	(0,06)	13,22	(9,91)	(8,88)	(10,75)	(6,22)
Fev	(7,08)	7,12	9,50	(2,71)	(9,61)	(22,70)	(12,36)	0,79
Mar	(2,13)	(0,44)	8,73	(15,55)	44,56	(15,06)	(13,07)	(0,63)
Abr	(29,89)	1,14	(0,99)	(8,76)	(5,13)	(15,90)	(16,71)	(8,11)
Mai	(20,84)	9,04	(1,24)	(7,45)	(6,24)	(21,70)	(21,59)	(2,89)
Jun	4,50	(7,82)	(0,62)	(16,28)	(1,86)	(20,58)	(20,58)	(5,54)
Jul	0,62	1,22	8,47	7,89	7,28	(17,67)	(8,52)	4,53
Ago	4,99	(0,30)	1,82	(4,19)	(2,10)	10,96	(4,33)	0,47
Set	0,55	2,54	1,44	(10,25)	1,27	88,05	(7,42)	0,75
Out	0,49	4,04	(1,99)	(8,08)	(3,17)	19,43	(10,03)	(0,18)
Nov	(0,05)	7,01	(4,82)	(4,62)	0,83	(21,10)	(21,39)	(0,33)
Dez	12,86	(0,71)	5,34	9,79	14,27	(28,50)	(13,71)	4,80
Acumul	(55,92)	23,71	29,89	(36,11)	25,93	(69,68)	(80,62)	(12,50)

Fonte: Banco Central

Deflator: IGP-DI

Tabela 2.16

## PRINCIPAIS FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETARIA - 1987

	Fluxos em Cr\$ Mil	%
A) FATORES DE EXPANSAO	867.043	100,00
1. Suprimentos do Banco do Brasil	273.841	31,58
2. Operacoes Fundos e Prog.	132.539	15,29
2.1. Repasses, Refinanc., e Despesas	179.527	
2.2. Banco do Brasil	6.454	
2.3. Outras Instituicoes	82.558	
2.4. Recursos	90.515	
2.5. Saneam. Bancos Estaduais		
3. Operacoes do Setor Externo	257.433	29,69
5. Tesouro Nacional	112.333	12,96
6. Outras Contas	1.440	0,17
7. Aquisicao de Obrigacoes do FND	66.399	7,66
8. Oper. c/ Micro e Peq. Emp.	23.058	2,66
B) FATORES DE CONTRACAO	(554.414)	100,00
1. Enc. sobre Viagens e Compra de US\$	(7.388)	1,33
2. Emp. Comp. sobre Veiculos e Combustiveis	(43.819)	7,90
3. Recursos Proprios do Banco Central	(90.532)	16,33
4. Dep. Vinculados ao SBPE	(187.603)	33,84
5. Operacoes c/ Tit. Fed.	(217.049)	39,15
6. Emp. de Liquidez	(8.023)	1,45
C) BASE MONETARIA	324.636	
1. Papel Moeda	179.005	
2. Reservas Bancarias	145.631	
D) BASE MONETARIA ANTES DAS OP. TIT. FED. (C-B5)	541.685	

Fonte: Relatorio do Banco Central 1987

Tabela 2.17

## PRINCIPAIS INDICADORES POS-PLANO BRESSER - 1987

Variações Percentuais (%)#

Período	Base	M1	M4	Inflação Oficial##	Correção Monetária	Correção Cambial	Balança Comercial	US\$ Paralelo	CDB	Overnight
	Monetária									
Junho	7,86	31,86	18,99	26,06	18,02	27,59	1,43	44,59	14,90	18,02
Julho	28,79	9,87	14,39	3,05	3,05	6,10	1,46	6,92	7,40	8,91
Agosto	28,87	9,75	5,06	6,36	6,36	5,80	1,43	2,27	8,36	8,09
Setembro	19,77	8,71	7,00	5,68	5,68	6,05	1,50	9,74	10,75	7,99
Outubro	14,85	11,54	10,11	9,18	9,18	9,00	1,20	5,92	12,01	9,45
Novembro	4,30	13,79	14,27	12,84	12,84	12,83	1,00	12,50	15,94	13,00
Dezembro	29,36	30,68	20,45	14,14	14,14	13,81	1,12	20,92	18,02	11,38
Acumulado	183,82	186,70	131,89	105,32	92,23	112,60	9,14	150,00	126,98	106,98

Fonte: Banco Central, FIBGE e Gazeta Mercantil.

Notas: # - exceto Balança Comercial (em US\$ Bilhões).

## - IPC-FIBGE.



financeiro. As Letras do Banco Central transformaram-se no principal título da dívida pública e os prazos dos contratos tenderam ao encurtamento ainda maior. Enfim, o Brasil transformou-se claramente no país do *overnight*. Com isso, a execução da política monetária por parte do Banco Central tornou-se mais problemática.

Apesar da equipe econômica querer vender o chamado Plano Bresser como um novo Plano Cruzado, aquele não teve, com exceção do congelamento, praticamente nenhuma semelhança com relação ao seu antecessor. Em 1986, "a política de controle da inflação adotada implicou uma expansão da demanda agregada em um contexto de uma economia em crescimento, o que terminou por engendrar novas pressões inflacionárias"<sup>110</sup>. Em 1987, através de medidas de cunho ortodoxo, procurou-se, "em um contexto de desaceleração econômica, conter a inflação através da contração de demanda agregada e manter o crescimento econômico mediante o redirecionamento da oferta para as exportações"<sup>111</sup>.

### 2.3.2. A Conclusão do Processo de Reordenação Financeira do Setor Público

O Plano Econômico de 1987 fracassou, mas completou-se na gestão Bresser Pereira o processo de reordenação institucional

<sup>110</sup> *Análise de Conjuntura Econômica*, SEP-SF, nº 26, mai-jun/1986, p. 3.

<sup>111</sup> *Loc. cit.*.





e financeira do setor público iniciado em 1985 pela equipe do ministro Dornelles<sup>112</sup>, ao introduzir o princípio da unicidade orçamentária. Com a transferência das contas de caráter eminentemente fiscal que, indevidamente, estavam no Orçamento Monetário<sup>113</sup> para o Orçamento Geral da União (OGU), este orçamento passou a apresentar déficits.<sup>114</sup>

As operações de crédito, todavia, não foram incluídas no OGU, além de não se separar os dispêndios restituíveis dos não restituíveis<sup>115</sup>. Tal separação foi feita durante a gestão do ministro Funaro, com o congelamento da *conta movimento* do Banco do Brasil. Para a execução de operações de interesse da União ainda não incluídas no OGU, o Banco do Brasil passou a receber suprimentos específicos do Banco Central. Além disso, foram incluídos nesse Orçamento os encargos do passivo dolarizado do BACEN e excluídos os encargos da dívida pública mobiliária de sua carteira.

Quando o Banco do Brasil perdeu o seu poder de emitir moeda, pôs-se fim a uma peculiaridade brasileira: a existência de duas Autoridades Monetárias não exclusivas.

<sup>112</sup>Em 1984, quatro grupos de trabalho realizaram estudos sobre a reordenação das contas do Banco do Brasil, Banco Central e Tesouro Nacional. Esses grupos propuseram, dentre outras coisas, a unificação orçamentária, a retirada das atribuições de Autoridade Monetária do Banco do Brasil e a transferência da administração da dívida pública para o Ministério da Fazenda. As mudanças propostas ficaram conhecidas por reforma bancária. Essa reforma não foi implementada devido às pressões de fora e de dentro do próprio governo, que seria substituído em breve. A reestruturação que ocorreu durante o governo Sarney aproveitou boa parte dos estudos realizados. Vide a respeito, TEIXEIRA, E. & BIASOTO JR., G. - op. cit., pp. 21-24.

<sup>113</sup>Como despesas com trigo, açúcar, estoques reguladores e custo da dívida pública.

<sup>114</sup>A inclusão de várias contas fiscais no Orçamento Monetário fazia com que recorrentemente o OGU apresentasse superávits "fictícios". As transferências desses superávits para aquele orçamento eram vistas por muitos analistas como mera esterelização de recursos fiscais, quando, na verdade, visavam cobrir parte das despesas do Tesouro embutidas no orçamento das Autoridades Monetárias.

<sup>115</sup>TEIXEIRA, E. & BIASOTO JR., G. - op. cit., p. 24.



Na época da edição do Plano Cruzado, foi criada também a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) para consolidar em um sistema de "caixa único" todas as receitas e despesas do governo federal.

Na gestão Bresser Pereira, foram criados a Comissão de Coordenação Financeira, para evitar a efetuação de gastos ou a redução de receitas via aumento de incentivos não incluídos no OGU, e o Orçamento das Operações Oficiais de Crédito. Com isso, aprofundou-se a unificação orçamentária iniciada pela gestão Dornelles.

O Orçamento de Crédito, parte integrante do OGU e dependente aprovação do Congresso Nacional, passou a incorporar todos créditos antes embutidos no Orçamento Monetário e os encargos com a dívida mobiliária em circulação. Foram proibidas todas as concessões creditícias sem dotação específica de recursos, a não ser com a aprovação do Congresso. Além disso, o Banco Central perdeu as suas funções de fomento. Liquidaram-se todas as operações de crédito de interesse da União sob sua responsabilidade e que implicavam expansão monetária ou colocação líquida de títulos públicos. Assim, o BACEN continuou como agente financeiro do Tesouro Nacional, mas ficou proibido de adiantar, por conta deste, recursos oficiais para crédito, já que foi extinta a conta "reserva monetária" que absorvia boa parte das pressões de gasto sobre o Executivo.

Além de suas funções de fomento, o BACEN perdeu também a faculdade de administrar a política de endividamento do Governo

Federal. Com a criação das Letras Financeiras do Tesouro (LFT), esta atribuição passou para a STN. As LFT, emitidas a partir de 1º de janeiro de 1988 e que gradativamente substituiriam as LBC, teriam a sua emissão limitada pelo OGU. Extinguiu-se, pois, a Lei Complementar n. 12<sup>114</sup>.

A consolidação das contas do Banco Central o tornou superavitário, graças a) à utilização das receitas provenientes do seu poder emissor para honrar seu próprio passivo, b) à transferência para o Tesouro Nacional de parte dos encargos de sua dívida externa e c) à alteração no seu critério de apropriação contábil de suas operações internas do regime de caixa para o de competência.

A reordenação financeira do setor público não resolveu os problemas financeiros do setor público nem devolveu ao BACEN a capacidade de executar a política monetária, mas tornou as contas públicas mais transparentes e passíveis de controle pela sociedade.

---

<sup>114</sup>Sobre a Lei Complementar nº 12, vide Capítulo I.

## 2.4. A Gestão Mailson da Nóbrega

### 2.4.1. 1988: O Retorno da Ortodoxia

O insucesso dos dois experimentos heterodoxos do Governo Sarney propiciou o retorno da ortodoxia em termos de política monetária e fiscal em 1988. A política monetária voltou a assumir o papel de esteio básico da política anti-inflacionária. De acordo com o novo receituário, apenas com a recuperação da eficácia dos instrumentos convencionais daquela política, principalmente do *open market*, e com a extinção daqueles considerados heterodoxos seria possível alongar a dívida pública e reduzir a excessiva liquidez da economia. Só assim, evitar-se-ia a hiperinflação.

Com base neste diagnóstico, eliminaram-se ou adulteraram-se vários dos instrumentos não convencionais de administração monetária criados durante a gestão de Dilson Funaro, sob o argumento de que eles limitavam a atuação do Banco Central.

Para o BACEN, a recuperação do raio de manobra da política monetária passava necessariamente pelo relançamento das OTN, pela desvinculação das taxas do *overnight* da taxa inflação e pela abertura das taxas de juros reais.



O Ministro Mailson da Nóbrega e os técnicos da Secretaria do Tesouro Nacional concordavam com o BACEN quanto ao diagnóstico de perda de eficácia da política monetária, mas tinham restrições quanto à elevação indiscriminada das taxas de juros e quanto ao relançamento das OTN. Acreditavam que essas medidas impactariam negativamente as contas públicas.

Fora do governo, as restrições à volta OTN eram ainda maiores. Para alguns analistas, não havia espaço para o alongamento da dívida pública. Mesmo com as OTN, seu giro continuaria sendo diário devido à inexistência de tomadores finais para os papéis. Em vista disto, as LBC seriam títulos muito mais adequados que as OTN, sobretudo por baratearem o custo de rolagem da dívida mobiliária federal e reduzirem os riscos do mercado financeiro<sup>147</sup>. Com o retorno das OTN, haveria apenas uma mudança de lastro da moeda indexada. As aplicações continuariam tão líquidas quanto antes. Vale dizer, a liquidez, em termos macroeconômicos, não seria alterada.

Apesar das críticas internas e externas, o BACEN realizou, a partir de março, 3 leilões com títulos de sua carteira. Para evitar o giro diário dos papéis, proibiu-se, no segundo leilão, o financiamento das OTN no *overnight*, determinando-se que as mesmas só poderiam trocar de mãos uma única vez. Em vista disso, os títulos foram demandados basicamente pelos chamados investidores institucionais, como fundos de pensão, fundos ao portador e instituições de poupança.

<sup>147</sup>CARNEIRO, Ricardo & BUAINAIN, Antônio Márcio (org.) - *O Retorno da Ortodoxia*. Bienal/UNICAMP, 1989, p. 144.



Como para adquirir as OTN, esses investidores desfizeram-se de LBC/LFT e/ou sacaram parte de seus depósitos voluntários junto à Autoridade Monetária, ocorreu apenas uma mudança na composição e um encarecimento do passivo do Banco Central. Assim, nem a liquidez do mercado financeiro nem as taxas de juros foram afetadas em termos permanentes<sup>118</sup>.

Apesar disso, a STN voltou a emitir OTN corrigidas monetariamente e com cláusula de correção pela variação cambial, ao mesmo tempo que o BACEN extinguiu os instrumentos não convencionais de controle da liquidez criados na gestão Funaro. Os depósitos voluntários das empresas do SBPE e dos exportadores nos termos da Resolução nº 1.208 junto ao Banco Central foram gradativamente substituídos por OTN, mas não se obteve qualquer resultado positivo com relação ao alongamento dos prazos da dívida pública.

A partir de agosto, a estratégia de elevação das taxas de juros em segmentos específicos do mercado financeiro e de alongamento da dívida pública foi substituída pelo aumento indiscriminado dos juros através das taxas do *overnight* para conter a tentativa de "fuga da moeda indexada"<sup>119</sup>.

A elevação das taxas de juros reais ampliou a instabilidade no mercado financeiro e a transferência de recursos

---

<sup>118</sup>Loc. cit.

<sup>119</sup>Em termos macroeconômicos, a possibilidade de fuga da moeda indexada não existe. Um agente só se desfaz de sua moeda indexada quando alguém se dispõe a recebê-la em troca de outro ativo. Ainda que não se realize para a economia como um todo, a tentativa de fuga para ativos reais e especulativos, ao pressionar os preços desses ativos, tem impactos negativos sobre a inflação.

de aplicações de prazos maiores para contas remuneradas e fundos de curto prazo. Além disso, seus impactos negativos sobre as finanças públicas fizeram com que aumentassem também os receios quanto a um *calote* da dívida pública.

O déficit público junto ao Banco Central foi financiado fundamentalmente via colocação de títulos, devido à desmonetização da economia e à extinção dos depósitos dos exportadores<sup>120</sup> e das instituições de poupança junto à Autoridade Monetária - importantes fontes de financiamento do BACEN em 1987.

Em síntese, em 1988, a tentativa de implementação de uma política monetária ortodoxa não devolveu à Autoridade Monetária o poder de arbitragem sobre a liquidez, como pretendido. As mudanças introduzidas na gestão da moeda instabilizaram ainda mais o mercado financeiro, em particular, e a economia, como um todo. A política de taxas de juros adotada atraiu recursos para as aplicações de curto e de curtíssimo prazos, gerando sérias suspeitas quanto à capacidade do governo continuar honrando a dívida pública e evitar a hiperinflação.

---

<sup>120</sup>Além da extinção dos depósitos dos exportadores junto ao Banco Central, a pressão do setor externo sobre a emissão primária de moeda foi influenciada pela suspensão da moratória externa, pelo acordo acertado com os credores externos (que implicou a manutenção e a ampliação dos elevados saldos comerciais) e pelas operações de conversão da dívida externa em investimento.



UNICAMP

Tabela 2.18

## TAXAS DE JUROS

(%)

	Taxas Nominais			Taxas Reais		
	Tit. Federais	CDB	Capital de Giro	Tit. Federais	CDB	Capital de Giro
1988						
Jan	16,20	15,30	18,80	(2,43)	(3,19)	(0,25)
Fev	17,80	16,90	18,50	0,17	(0,60)	0,77
Mar	16,10	17,90	19,30	(1,78)	(0,25)	0,93
Abr	19,60	18,80	20,10	(0,58)	(1,25)	(0,17)
Mai	18,00	19,20	20,20	(1,26)	(0,25)	0,59
Jun	19,50	18,00	23,30	(1,08)	(2,32)	2,07
Jul	23,90	19,50	23,90	1,98	(1,65)	1,98
Ago	21,90	21,90	24,20	(0,81)	(0,81)	1,06
Set	24,20	21,60	27,90	(1,27)	(3,34)	1,67
Out	27,50	23,00	29,20	(0,08)	(3,61)	1,25
Nov	26,20	27,80	30,00	(1,41)	(0,16)	1,56
Dez	29,80	21,60	22,00	0,70	(5,66)	(5,35)

Fonte: Relatórios do Banco Central e Revista Cenários  
Deflator: IGP-DI





Tabela 2.19

## PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Numero Índice: Dez/84=100

Final de Período	M1	Tit. Fed. Fora do BACEN	Depositos de Poupanca	Depositos a Prazo	Div. Mob. Est. e Municipal	Letras de Cambio	Letras Imob. e Hipotec.	Total
1988								
Jan	99	154	122	83	163	23	22	116
Fev	93	147	127	82	161	21	19	115
Mar	89	139	133	82	160	19	16	114
Abr	84	148	129	77	160	18	13	114
Mai	84	152	128	78	159	17	22	114
Jun	81	174	128	79	155	16	18	120
Jul	74	175	131	80	150	16	15	120
Ago	67	187	132	82	150	15	18	123
Set	68	177	130	79	145	14	14	119
Out	70	169	128	76	142	13	19	116
Nov	66	170	127	75	140	13	9	115
Dez	77	183	128	79	139	11	16	121

Fonte: Banco Central

Deflator: IGP-DI

Tabela 2.20

## PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Crescimento Real (%)

Final de Período	M1	Tit. Fed. Fora do BACEN	Depositos de Poupanca	Depositos a Prazo	Div. Mob. Est. e Municipal	Letras de Cambio	Letras Imob. e Hipotec.	Total
1988								
Jan	(24,72)	1,65	(1,82)	(3,57)	(0,68)	(10,85)	125,66	(4,34)
Fev	(6,13)	(4,60)	4,26	(1,46)	(1,50)	(8,38)	(15,01)	(1,31)
Mar	(3,50)	(5,54)	4,67	1,09	(0,83)	(10,28)	(15,38)	(0,65)
Abr	(5,88)	6,81	(2,89)	(6,24)	0,09	(2,73)	(16,89)	(0,39)
Mai	(0,15)	2,81	(0,62)	0,75	(0,71)	(9,82)	67,36	0,72
Jun	(3,47)	14,51	(0,13)	1,21	(2,33)	(3,07)	(17,24)	4,71
Jul	(8,71)	0,23	2,08	1,65	(3,18)	1,27	(17,72)	0,01
Ago	(9,48)	7,01	0,76	2,04	(0,21)	(8,46)	22,05	2,35
Set	1,28	(5,20)	(1,24)	(3,83)	(2,80)	(9,00)	(20,48)	(3,11)
Out	3,77	(4,45)	(1,80)	(2,71)	(2,67)	(3,36)	30,63	(2,58)
Nov	(6,08)	0,44	(0,65)	(1,42)	(1,13)	(4,63)	(53,11)	(0,84)
Dez	16,79	7,57	0,81	4,12	(0,71)	(9,90)	81,04	5,02
Acumul	(41,07)	20,89	3,16	(8,53)	(15,51)	(56,35)	65,43	(0,87)

Fonte: Banco Central

Deflator: IGP-DI



UNICAMP

Tabela 2.21

## PRINCIPAIS FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETARIA - 1988

	Fluxos em Cr\$ Mil	%
A) FATORES DE EXPANSAO	6.890.866	100,00
1. Operacoes do Setor Externo	1.366.601	19,83
2. Tesouro Nacional	1.662.724	24,13
3. Operacoes c/ Tit. Fed.	2.899.440	42,08
4. Dep. Vinculados ao SBPE	851.947	12,36
5. Outras Contas	110.154	1,60
B) FATORES DE CONTRACAO	(431.797)	100,00
1. Emp. Comp. sobre Veiculos e Combustiveis	(256.395)	59,38
2. Emp. de Liquidez	(175.402)	40,62
C) Base Monetaria (A-B)	3.133.621	
1. Papel Moeda	2.012.851	
2. Reservas Bancarias	1.120.770	

Fonte: Relatorio do Banco Central 1988

#### 2.4.2. 1989: A Política Monetária no Limiar da Hiperinflação

O fracasso da política econômica ortodoxa e gradualista levou os *policy makers* a adotar mais um plano de estabilização apoiado em um congelamento de preços. Ao chamado Plano Verão (janeiro de 1989), seguiu-se uma política de taxas de juros reais extremamente elevadas, ao contrário do que ocorreu após os planos Cruzado e Bresser (ver tabela 2.22). Segundo o discurso oficial, o "pós-operatório" ortodoxo evitaria os problemas enfrentados por aqueles planos.

O Plano Verão fez apostas bastante altas, na crença de que as taxas de juros reais elevadas e as promessas de cortes nos gastos públicos seriam capazes de apaziguar as desconfianças dos agentes econômicos, apagando-lhes a memória inflacionária. A mais arriscada dessas apostas foi a desindexação da economia.

Além da eliminação da indexação oficial e da substituição das DTN por LFT, foram adotadas na área monetário-creditícia as seguintes medidas no primeiro trimestre de 1989:

a) proibição quanto à utilização de qualquer indexador para contratos com prazos inferiores a 90 dias, com exceção para os depósitos das cadernetas de poupança;

b) aumento para até 100% do teto dos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista adicionais dos bancos

comerciais (lição aprendida com a monetização do Plano Cruzado). Inicialmente foi fixada uma alíquota de 80%;

c) suspensão das operações de *relending* por prazo indeterminado e dos saques dos exportadores dos saldos dos depósitos nos termos da extinta Resolução 1208<sup>1221</sup> até 15 de fevereiro;

d) congelamento, e depois apenas limitação, dos cheques especiais ao máximo de NCz\$ 1 mil e aumento de 25% para 50% da amortização mínima dos saldos devedores dos cartões de crédito;

e) congelamento do crédito ao setor privado aos níveis de 31 de dezembro de 1989 para todas as instituições financeiras. Em fevereiro, o Conselho Monetário Nacional (CMN) excluiu do contingenciamento as operações de arrendamento mercantil (*leasing*) e os repasses ao BNDES, com a condição de que as operações não tivessem prazo inferior a um ano;

f) substituição das LFT em poder do mercado, ao par, por DTN, de modo a atenuar eventuais perdas por parte das instituições financeiras;

g) alteração da tributação do mercado financeiro. Só no primeiro trimestre do ano as alíquotas foram mudadas 3 vezes.

Os ganhos obtidos pelo governo com a extinção da correção monetária permitiram que taxas de juros reais elevadas

<sup>1221</sup>Os depósitos voluntários dos exportadores junto ao Bacen foram criados durante a gestão Furlan para reduzir as pressões expansionistas do superávit comercial sobre a emissão primária de moeda. Foram extintos no segundo semestre de 1988 pelo Ministro Mailson da Nóbrega.

fossem utilizadas como o principal sustentáculo do Plano Verão até o final de março. Através dos juros altos, procurou-se: a) inibir a formação de estoques especulativos; b) impedir a monetização da economia e evitar uma corrida ao consumo, o que momentaneamente ocorreu; c) estimular o fechamento de ACC (Adiantamentos de Contrato de Câmbio) e, com isto, manter o câmbio congelado por mais tempo<sup>122</sup>.

Uma das hipóteses básicas da equipe econômica era que o Plano Cruzado teria fracassado devido às baixas taxas de juros. A opção por juros reais bastante elevados no imediato pós-Plano Verão evitou as compras especulativas, mas não conseguiu alterar as expectativas dos agentes quanto ao crescimento da inflação dos agentes privados nem tampouco desaquecer os mercados de risco. No primeiro trimestre do ano, ouro, dólar paralelo e bolsas de valores contaram com aplicadores cativos, muitos deles mais preocupados em fazer *hedge* do que propriamente em obter ganhos extraordinários.

No final de março, consumidos os ganhos obtidos pelo setor público com a extinção da correção monetária em janeiro, as taxas de juros começaram a baixar. Isto ocorreu exatamente no momento em que os índices de preços passavam a captar a volta da inflação, exacerbando as expectativas quanto ao fracasso do Plano.

A inflexão da política monetária no momento em que a inflação se acelerava resultou da inconsistência fiscal da

<sup>122</sup>O câmbio fixo contrabalançou parcialmente o efeito dos juros altos sobre os encargos da dívida interna.

política de juros altos, uma vez que esta elevou significativamente os encargos financeiros do Tesouro Nacional, dada a vinculação da quase totalidade do estoque da dívida ao rendimento médio do *overnight*<sup>123</sup>.

Os agentes perceberam que a política de elevadas taxas de juros não poderia ser mantida por muito tempo, devido aos seus impactos negativos sobre as contas públicas. Tiveram ganhos extraordinários, mas não mudaram nem suas expectativas nem suas atitudes defensivas. Continuaram preferindo aplicações de curto e curtíssimo prazos.

Assim, com o Plano Verão, ficou evidente os limites de políticas de altas taxas de juros em economias onde o estoque da dívida pública é elevado em relação aos haveres financeiros e girado diariamente no mercado monetário. Nessas economias, a elevação dos juros, ao afetar 100% daquele estoque, provoca um efeito riqueza ao contrário. Ou seja, aumenta em vez de reduzir o valor dos ativos financeiros retidos pelo público<sup>124</sup>.

Política de juros altos só mudam as expectativas dos agentes quando estes acreditam que a mesma será mantida até que o governo alcance os seus objetivos. E quando lhes proporciona custos e não benefícios, como no caso brasileiro, onde o setor privado era (é) credor do setor público.

<sup>123</sup>FERREIRA, Carlos K. L. - *Política Monetária Ativa e Consistência Fiscal: A Experiência de 1988/89*. São Paulo, IESP/FUNDAP, texto para discussão n° 1, ano 5, março/90, p. 29.

<sup>124</sup>Em economias como a americana e a inglesa, elevações nas taxas de juros de 6 meses, por exemplo, só afetam a parcela das dívidas que vencem nesse prazo. Com isto, o aumento dos juros reduz o valor da maior parte dos títulos e a riqueza dos agentes, afetando, conseqüentemente, as suas decisões de gasto e o nível de atividade.

Houve quem argumentasse à época que, se as taxas de juros tivessem partido de níveis mais baixos, teria sido possível mantê-las altas por mais tempo e, até mesmo aumentá-las de acordo com a necessidade de administrar as expectativas inflacionárias dos agentes. Na prática, todavia, nenhuma política de juros conseguiria reverter as expectativas inflacionárias dos agentes em termos permanentes enquanto não se resolvesse os problemas estruturais - crise das finanças públicas, dívida externa etc.

Apesar da rápida deterioração do cenário econômico, a resposta do governo não foi imediata. Medidas de ajuste só foram adotadas em meados de abril, quando a diferença entre o dólar oficial e o paralelo já atingia 140%. Dentre as providências tomadas merecem destaque a desvalorização do câmbio em 3,2%, o anúncio da nova política de reajustes de preços e tarifas, a definição dos índices de reposição das perdas salariais e a reindexação parcial da economia, com a criação do Bônus do Tesouro Nacional (BTN).

A indefinição quanto às futuras desvalorizações cambiais e a reindexação oficial apenas dos contratos com prazos superiores a 90 dias - com exceção das cadernetas de poupança - impediram que os ajustes efetuados neutralizassem, ao menos em parte, as expectativas quanto ao descontrole de preços. A inexistência de um indexador diário, em meio a um quadro de incerteza crescente, colocou a possibilidade dos agentes remarcarem os seus preços de acordo com as taxas praticadas diariamente no mercado aberto. Algumas empresas passaram a trocar

seu *floating* por estoques, reduzindo seus ativos junto ao sistema financeiro.

Assim, proliferaram-se pela economia os "contratos de gaveta" e indexadores dos mais diversos - das taxas do *overnight* à variação do dólar no paralelo. Isto mostrou o quanto foi equivocada a extinção da correção monetária no bojo de um plano econômico cujo principal objetivo era impedir ou adiar a deflagração de um processo hiperinflacionário.

A "fuga" dos aplicadores dos títulos prefixados e até do *overnight* aumentou a instabilidade do mercado financeiro, levando as instituições financeiras a reduzir progressivamente suas posições em LFT. Essas instituições passaram a dar preferência aos títulos de prazo decorrido (emitidos no passado) e com vencimento até o final do ano. Como consequência da retração dos aplicadores e das próprias instituições financeiras, aumentou a sobrevenida<sup>123</sup> - *oversold*. Aumentaram também os deságios exigidos nos leilões de LFT com vencimento a partir de janeiro de 1990, que, ao superarem a taxa de 1%, voltaram aos níveis verificados às vésperas do Plano Bresser. Só não atingiram patamares mais elevados em razão do Banco Central ter recusado inúmeras propostas de compra e ter colocado no mercado lotes de títulos com prazo decorrido e com vencimento até dezembro de 1989.

---

<sup>123</sup>Diz-se que há sobrevenida quando a quantidade de títulos no mercado é maior do que a quantidade de recursos para financiá-los.



As autoridades econômicas anunciaram, então, mais um conjunto de medidas, revertendo momentaneamente a situação. Ajustes mais efetivos, todavia, só foram realizados em meados de junho, quando eliminaram-se os últimos resquícios do Plano Verão. Dentre as providências tomadas cabe destacar aqui a reindexação diária da economia, através do BTNf, a criação do BTN cambial e a elevação das taxas de juros do *overnight*. Essas medidas, juntamente com a definição das políticas cambial e salarial e os resultados obtidos nas inúmeras reuniões do Ministro da Fazenda com o empresariado, amenizaram as expectativas quanto a uma explosão imediata dos preços. Isto fez com que o *open market* recuperasse parte dos recursos perdidos nos meses de abril e maio e desaqueceu os mercados de risco.

Com a criação do BTNf, a economia brasileira foi reindexada em termos mais amplos do que antes da decretação do Plano Verão. Com esse indexador, que poderia ser utilizado como referencial para qualquer contrato ou obrigação em moeda nacional e não apenas nas operações realizadas no mercado financeiro, a indexação oficial da economia tornou-se diária.

Logo no início do segundo semestre, foram colocados junto ao mercado os primeiros lotes de BTN cambiais. Esses títulos foram muito mal recebidos pelos exportadores, importadores e instituições financeiras. A pequena demanda pelos papéis foi creditada a quatro fatores: a) elevado prazo dos mesmos (2 anos); b) proibição quanto ao seu financiamento no *overnight*; c) tributação semelhante à dos outros títulos no

mercado - imposto de renda sobre a diferença entre o BTN e o rendimento do papel, com o que se neutralizaria parte dos ganhos proporcionados por uma eventual maxidesvalorização do cruzado novo; e d) receio quanto a uma alteração das "regras do jogo" por parte do governo, como foi feito inúmeras vezes com relação às ORTN cambiais.

O fracasso dos primeiros leilões de BTN cambiais levou a equipe econômica a lançar, no último leilão de agosto, títulos com prazo de um ano. Esses títulos foram bem aceitos pelo mercado, passando a monopolizar os leilões de papéis cambiais realizados até o final de 1989.

Ao contrário do que ocorreu com os BTN cambiais, o Governo não enfrentou maiores dificuldades quanto à colocação de LFT junto ao mercado durante os dois primeiros meses do segundo semestre. Isto se deu graças à reindexação diária da economia, à elevação das taxas de juros e, sobretudo, às recorrentes recompras informais de títulos recém-emitidos pelo Banco Central, com a substituição dos mesmos por títulos de prazo decorrido. O giro de recursos no *over* e nos fundos de curto prazo voltou a aumentar e perdas elevadas foram impostas àqueles que, temendo a hiperinflação, transferiram seus recursos financeiros para o ouro e para o dólar paralelo.

Além do aumento do volume das aplicações que rendem juros, assistiu-se, no período de junho a agosto, ao crescimento das operações descasadas por parte das instituições financeiras.

Estas, estimuladas pela defasagem mantida, até a terceira semana de cada mês, entre o indexador diário e as taxas do *over*, passaram a tomar recursos em BTNf, a juros elevados e a prazos mais longos, e a repassá-los no *hot money* ou no financiamento de LFT. A diferença mantida entre as taxas de juros reais e a defasagem cambial, por sua vez, levou os exportadores a antecipar o fechamento do câmbio. As antecipações, todavia, não atingiram os níveis verificados no primeiro trimestre.

Atênue e aparente estabilidade conseguida nos dois primeiros meses do segundo semestre, todavia, durou pouco. As desconfianças quanto à iminência de um processo hiperinflacionário aberto voltaram a se exacerbar em setembro.

As indicações da Autoridade Monetária de que o juro real continuaria elevado foram desconsideradas pelo mercado financeiro, principalmente após as últimas pesquisas eleitorais atestarem o crescimento de candidatos mais progressistas. As taxas de juros brutas romperam a barreira dos 50% (47,7%, considerando apenas os dias úteis), mas as instituições financeiras - sobretudo as independentes - reduziram drasticamente sua participação nos leilões de títulos do governo. As propostas de compra atingiram níveis extremamente baixos, forçando a Autoridade Monetária a assumir formalmente, em vários leilões primários, o compromisso de recomprar os títulos emitidos em 7 dias.

Os mentores da política econômica, além da elevação das taxas de juros e das garantias formais quanto à recompra de LFT, tentaram um acordo de preços com os empresários e intervieram diretamente no mercado do ouro, que vinha liderando as altas dos ativos de risco. As deliberações para conter a ação dos especuladores circunscreveram-se a alterações nas normas de funcionamento das bolsas que negociam com ouro - Bolsa Mercantil e de Futuros (BM&F), Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP) e Bolsa Brasileira de Futuros (BBF). Com as novas medidas procurou-se tornar o processo de formação de preços mais transparente e evitar a concentração das operações nas mãos de poucos negociadores.

A manutenção das taxas de juros em níveis elevados, as garantias quanto à liquidez dos títulos públicos dadas pelo BACEN e as chances de vitória do candidato a presidente considerado mais confiável pelos setores conservadores, indicada pelos institutos de pesquisa em novembro, tornaram possível a rolagem da dívida mobiliária até o final do ano. Possibilitaram, inclusive, a realização de colocações líquidas de títulos em dezembro.

Distintamente do que ocorreu no Plano Cruzado, após a decretação do Plano Verão a temida remonetização da economia não se verificou, devido às elevadas taxas de juros e à baixa credibilidade quanto ao seu sucesso. Deste modo, o compulsório de 80% sobre os depósitos à vista adicionais foi praticamente inócuo. No acumulado de janeiro a dezembro, fontes tradicionais

de emissão primária de moeda - como o setor público e o setor externo - tiveram impacto contracionista, cabendo às operações do Banco Central com títulos federais, a responsabilidade quase total pela geração da liquidez *stricto sensu* necessária ao funcionamento da economia. O setor público respondeu pela maior parte dos fatores de contração da base monetária, sendo a contração restante exercida pelo setor externo e pelo retorno dos financiamentos a micro, pequenas e médias empresas.

As reduções da base monetária e do M1 ocorridas ao longo dos anos 80, em particular em 1989, estiveram longe de representar contrações reais da liquidez da economia. Os níveis extremamente baixos atingidos pelos dois agregados em 1989 talvez tenham sido os mínimos necessários ao funcionamento da economia brasileira. Ou seja, de uma economia cronicamente inflacionária, mas que, por ainda não estar imersa em um processo hiperinflacionário aberto, continuava utilizando a moeda legal do País como instrumento de quitação de débitos, ainda que outros meios de pagamento fossem utilizados.

Em síntese, a política de taxas de juros reais elevadas confundiu-se com a própria política econômica implementada no final do governo Sarney, constituindo-se no último expediente à sua disposição para evitar a hiperinflação. Essa política não impediu o fracasso de mais um plano econômico. Conseguiu manter a liquidez da economia cativa no mercado financeiro, mas não foi capaz de evitar a aceleração da inflação, que atingiu 56% em dezembro de 1989 e 83% em março de 1990. Não foi capaz, tampouco,

de impor perdas duradouras aos ativos de risco ou de convencer os agentes privados a trocar suas aplicações diárias por outras de prazo mais longo. Com as elevadas taxas de juros, os depósitos de poupança e a prazo foram transformados em aplicações de *overnight*. Assim, em 1989, os títulos públicos atraíram como um redemoinho todos os recursos disponíveis e os multiplicou, aumentando os riscos potenciais de uma tentativas de "fuga" da moeda indexada.

Quase todas as medidas adotadas foram neutralizadas pela ação dos agentes econômicos, cientes da restrição financeira do setor público e dos limites políticos do governo. A política monetária, em particular, e a política econômica, de modo geral, ficaram completamente a reboque das decisões privadas. A moeda tornou-se totalmente endógena e o Banco Central limitou-se a sancionar a liquidez criada e/ou demandada pelos agentes.

Tabela 2.22

## TAXAS DE JUROS

(%)

	Taxas Nominiais			Taxas Reais		
	Tit. Federais	CDB	Capital de Giro	Tit. Federais	CDB	Capital de Giro
1989						
Jan	22,70	15,60	9,90	(10,18)	(15,37)	(19,55)
Fev	18,90	17,70	21,20	6,35	5,28	8,41
Mar	19,70	18,60	23,20	14,88	13,82	18,23
Abr	10,60	13,40	17,10	5,13	7,79	11,31
Mai	10,50	14,00	18,10	(2,04)	1,06	4,70
Jun	25,80	18,90	20,20	(0,79)	(6,23)	(5,21)
Jul	31,50	34,80	34,40	(4,64)	(2,25)	(2,54)
Ago	33,30	34,20	40,20	(2,34)	(1,68)	2,71
Set	37,40	39,60	38,70	(1,08)	0,50	(0,14)
Out	44,10	46,90	50,20	3,15	5,15	7,52
Nov	45,50	48,60	51,20	0,83	2,98	4,78
Dez	60,40	51,50	55,20	7,36	1,41	3,88

Fonte: Relatorios do Banco Central e Revista Cenarios

Deflator: IGP-DI



UNICAMP

Tabela 2.23

## PRINCIPAIS INDICADORES POS-PLANO VERA0 - 1989

Variacoes Percentuais (%)†

Periodo	Base Monetaria	M1	M4	Inflacao Oficial**	Correcao Monetaria	Correcao Cambial	Balanca Comercial	US\$ Paralelo	CDB	Overnight
Janeiro	13,20	21,96	13,57	70,28	22,36	32,18	1,61	30,54	--	22,71
Fevereiro	19,62	4,99	22,26	3,60	3,60	0,00	1,08	8,97	19,91	18,95
Março	17,21	9,64	19,85	6,09	6,09	0,00	1,65	10,59	14,95	20,41
Abril	13,44	50,01	15,66	7,31	7,31	3,20	1,31	27,66	13,18	10,58
Maió	33,58	(4,37)	6,89	9,94	9,94	11,72	1,61	30,83	16,16	10,51
Junho	15,89	13,49	20,60	24,83	24,83	31,74	1,08	5,10	29,44	25,77
Julho	8,70	10,62	25,21	28,77	28,77	42,59	1,65	15,15	35,37	31,50
Acumulado	202,97	152,84	210,67	255,04	255,04	186,27	9,99	217,98	217,53	255,21

Fonte: Banco Central, FIBGE e Gazeta Mercantil.

Notas: † - exceto Balanca Comercial (em US\$ Bilhoes)

\*\* - IPC-FIBGE





UNICAMP

Tabela 2.24

## BASE MONETARIA

Em Cr\$ milhoes

Final de Período	Papel Moeda em Circulação	Reservas Bancárias	Total	Crescimento Real (%)
Dez/1987	272	232	504	
1988				
Jan	250	255	505	(15,72)
Fev	265	205	470	(21,01)
Mar	324	351	675	21,70
Abr	349	377	726	(10,63)
Mai	396	441	837	(3,49)
Jun	460	451	911	(9,95)
Jul	565	438	1.004	(9,31)
Ago	585	498	1.083	(12,21)
Set	802	624	1.426	4,68
Out	1.059	791	1.850	1,65
Nov	1.279	919	2.197	(7,22)
Dez	2.284	1.353	3.637	28,42
Acum. no Ano				(36,50)
1989				
Jan	2.467	1.651	4.117	(17,13)
Fev	2.668	2.257	4.925	7,00
Mar	3.055	2.718	5.773	12,49
Abr	3.959	2.590	6.549	7,84
Mai	4.264	4.485	8.748	18,42
Jun	5.456	4.682	10.138	(8,61)
Jul	6.165	4.855	11.020	(21,17)
Ago	7.509	5.518	13.027	(13,40)
Set	10.778	6.460	17.238	(4,73)
Out	13.497	8.820	22.317	(7,33)
Nov	21.745	14.370	36.115	12,15
Dez	43.926	23.509	67.435	24,98
Acum. no Ano				(10,56)

Fonte: Dicon/BACEN

Deflator: IGP-DI



UNICAMP

Tabela 2.25

## PRINCIPAIS FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETARIA - 1989

	Cr\$ Milhoes	%
A) FATORES DE EXPANSAO	124564	100,00
1. Transferencias para o Tesouro Nacional	38.639	31,02
2. Emp. de Liquidez	661	0,53
3. Operacoes c/ Tit. Fed.	79.321	63,68
4. Dep. Vinculados ao SBPE	3.445	2,77
5. Outras Contas	2.498	2,01
B) FATORES DE CONTRACAO	(60.765)	100,00
1. Operacoes do Setor Externo	(2.508)	4,13
1.1. Mercado de Cambio	1.820	
1.2. Operacoes com Duro	930	
1.3. Organismos Internacionais	1.623	
1.4. Dep. Req. em Moeda Estr.	(9.786)	
1.5. Conversao da Divida	1.150	
1.6. Depositos de Projetos	(1.245)	
2. Tesouro Nacional	(57.830)	95,17
3. Op. c/ Micro e Peq. Emp.	(427)	0,70
C) BASE MONETARIA	63.799	
1. Papel Moeda	41.650	
2. Reservas Bancarias	22.149	
D) BASE MONETARIA ANTES DAS OP. TIT. FED. (C-A3)	(15.522)	

Fonte: Relatorio do Banco Central 1989



Tabela 2.26

## PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Numero Índice: Dez/84=100

Final de Período	M1	Tit. Fed. Fora do BACEN	Depositos de Poupanca	Depositos a Prazo	Div. Mob. Est. e Municipal	Letras de Cambio	Letras Imob. e Hipotec.	Total
1989								
Jan	66	156	118	55	166	8	13	105
Fev	62	182	129	44	175	7	790	114
Mar	68	215	149	44	201	7	603	130
Abr	89	228	166	46	212	6	1.060	143
Mai	83	210	155	56	208	7	1.626	136
Jun	74	208	135	65	208	7	1.631	130
Jul	60	201	120	53	200	4	1.573	119
Ago	71	202	113	54	197	4	1.655	118
Set	50	197	103	51	195	4	1.667	111
Out	49	199	98	52	205	4	1.291	110
Nov	48	200	89	57	219	4	1.506	109
Dez	63	218	84	70	230	4	1.533	117

Fonte: Banco Central

Deflator: IGP-DI

Tabela 2.27

## PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Crescimento Real (%)

Final de Período	M1	Tit. Fed. Fora do BACEN	Depositos de Poupanca	Depositos a Prazo	Div. Mob. Est. e Municipal	Letras de Cambio	Letras Imob. e Hipotec.	Total
1989								
Jan	(14,10)	(14,60)	(7,97)	(29,93)	19,24	(26,77)	(16,31)	(12,72)
Fev	(5,93)	16,12	9,83	(19,89)	5,47	(21,24)	5.803,18	7,98
Mar	9,22	18,19	15,22	(0,07)	15,09	10,17	(23,68)	14,66
Abr	30,80	6,27	11,40	3,83	5,63	(9,88)	75,91	9,83
Mai	(7,20)	(8,11)	(6,30)	23,44	(1,99)	14,39	53,40	(4,67)
Jun	(10,14)	(0,68)	(13,03)	15,38	(0,27)	(3,74)	0,31	(4,52)
Jul	(19,82)	(3,60)	(11,29)	(17,91)	(3,60)	(38,43)	(3,58)	(8,85)
Ago	18,89	0,64	(5,75)	1,11	(1,60)	(7,66)	5,23	(0,20)
Set	(29,66)	(2,60)	(8,47)	(5,45)	(1,16)	(0,51)	0,75	(6,69)
Out	(1,82)	1,32	(4,98)	1,26	5,10	1,18	(22,56)	(0,68)
Nov	(1,38)	0,29	(9,10)	10,76	6,92	4,30	16,64	(0,81)
Dez	29,67	9,04	(5,51)	22,11	5,24	(1,35)	1,77	7,52
Acumul	(18,96)	19,04	(33,98)	(10,84)	65,71	(62,87)	9.490,91	(2,87)

Fonte: Banco Central

Deflator: IGP-DI

Tabela 2.28

PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Final de Período	MI	Tit. Fed. Fora do BACEN	Depositos de Poupanca	Depositos a Prazo	Div. Mob. Est. e Municipal	Participacao Relativa (%)		Total
						Letras de Cambio	Letras Imob. e Hipotec.	
1985	11,0	27,5	31,4	20,4	4,7	5,0	0,1	100,0
Jan	11,1	26,9	32,1	20,1	4,7	5,0	0,1	100,0
Fev	11,0	27,8	31,4	20,2	4,5	5,0	0,0	100,0
Mar	10,7	29,3	31,5	19,3	4,4	4,7	0,0	100,0
Abr	10,3	31,1	30,4	19,3	4,4	4,5	0,0	100,0
Mai	10,8	31,5	29,6	19,7	4,0	4,4	0,0	100,0
Jun	10,8	33,3	28,2	19,3	4,1	4,3	0,0	100,0
Jul	11,3	34,5	27,2	18,2	4,4	4,4	0,0	100,0
Ago	11,7	33,6	27,4	18,8	4,2	4,3	0,0	100,0
Set	10,9	34,8	27,1	18,7	4,2	4,3	0,0	100,0
Out	12,2	34,1	26,9	18,1	4,4	4,3	0,0	100,0
Nov	13,9	32,2	27,1	18,6	4,2	4,1	0,0	100,0
Dez								
1986								
Jan	11,3	32,3	29,2	18,6	4,5	4,0	0,0	100,0
Fev	11,1	31,6	29,7	19,6	4,5	3,6	0,0	100,0
Mar	18,0	31,6	25,7	17,4	4,2	3,1	0,0	100,0
Abr	21,2	31,0	24,0	16,4	4,3	3,2	0,0	100,0
Mai	23,7	30,2	23,2	15,3	4,2	3,3	0,0	100,0
Jun	26,5	28,1	22,9	14,7	4,5	3,3	0,0	100,0
Jul	26,3	27,2	23,3	15,3	4,5	3,3	0,0	100,0
Ago	26,9	26,3	22,6	16,8	4,4	2,9	0,0	100,0
Set	26,9	25,7	22,4	17,9	4,2	2,9	0,0	100,0
Out	27,8	23,3	21,8	19,6	4,3	3,1	0,0	100,0
Nov	28,6	21,7	21,5	20,9	4,3	3,1	0,0	100,0
Dez	29,5	23,3	21,4	18,9	4,0	3,0	0,0	100,0
1987								
Jan	21,9	25,7	22,8	22,8	3,8	2,9	0,0	100,0
Fev	20,2	27,4	24,7	22,0	3,4	2,2	0,0	100,0
Mar	19,9	27,4	27,1	18,7	5,0	1,9	0,0	100,0
Abr	15,2	30,2	29,2	18,6	5,1	1,7	0,0	100,0
Mai	12,4	33,9	29,6	17,7	5,0	1,4	0,0	100,0
Jun	13,7	33,1	31,2	15,7	5,2	1,2	0,0	100,0
Jul	13,2	32,0	32,4	16,2	5,3	0,9	0,0	100,0
Ago	13,8	31,8	32,8	15,4	5,2	1,0	0,0	100,0
Set	13,8	32,3	33,0	13,8	5,2	1,9	0,0	100,0
Out	13,9	33,7	32,4	12,7	5,0	2,3	0,0	100,0
Nov	13,8	34,7	31,5	13,2	5,2	1,5	0,0	100,0
Dez	14,9	32,9	31,7	13,8	5,7	1,0	0,0	100,0



Tabela 2.29

PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Final de Período	MI	Tit. Fed. Fora do BACEN	Depositos de Poupanca	Depositos a Prazo	Div. Mob. Est. e Municipal	Participacao Relativa (%)		Total
						Letras de Cambio	Letras Imob. e Hipotec.	
1988								
Jan	11,7	34,9	32,5	13,9	5,9	1,0	0,0	100,0
Fev	11,1	33,8	34,4	13,9	5,9	0,9	0,0	100,0
Mar	10,8	32,1	36,2	14,1	5,9	0,8	0,0	100,0
Abr	10,2	34,4	35,3	13,3	5,9	0,8	0,0	100,0
Mai	10,1	35,2	34,8	13,3	5,9	0,7	0,0	100,0
Jun	9,3	38,4	33,2	12,9	5,5	0,7	0,0	100,0
Jul	8,5	38,5	33,9	13,1	5,3	0,7	0,0	100,0
Ago	7,5	40,3	33,4	13,0	5,2	0,6	0,0	100,0
Set	7,9	39,4	34,0	12,9	5,2	0,6	0,0	100,0
Out	8,4	38,7	34,3	12,9	5,2	0,6	0,0	100,0
Nov	7,9	39,2	34,4	12,8	5,2	0,5	0,0	100,0
Dez	8,8	40,1	33,0	12,7	4,9	0,5	0,0	100,0
1989								
Jan	8,7	39,2	34,8	10,2	6,7	0,4	0,0	100,0
Fev	7,6	42,2	35,4	7,6	6,5	0,3	0,5	100,0
Mar	7,2	43,5	35,6	6,6	6,5	0,3	0,3	100,0
Abr	8,6	42,1	36,1	6,2	6,3	0,2	0,5	100,0
Mai	8,4	40,6	35,5	8,1	6,5	0,3	0,8	100,0
Jun	7,9	42,2	32,3	9,8	6,7	0,3	0,8	100,0
Jul	6,9	44,6	31,4	8,8	7,1	0,2	0,9	100,0
Ago	8,2	45,0	29,7	8,9	7,0	0,2	0,9	100,0
Set	6,2	47,0	29,1	9,0	7,5	0,2	1,0	100,0
Out	6,1	47,9	27,9	9,2	7,9	0,2	0,8	100,0
Nov	6,1	48,5	25,5	10,3	8,5	0,2	0,9	100,0
Dez	7,4	49,2	22,4	11,7	8,3	0,2	0,9	100,0
1990								
Jan	5,4	50,2	22,0	11,8	9,6	0,1	0,9	100,0
Fev	6,0	47,8	25,7	9,6	9,8	0,1	0,9	100,0
Mar	18,6	28,3	24,1	11,0	15,9	0,2	2,0	100,0
Abr	19,6	29,8	23,1	11,6	13,7	0,2	1,9	100,0
Mai	23,8	29,7	19,2	13,0	12,3	0,2	1,7	100,0
Jun	22,1	27,6	17,8	18,6	12,0	0,2	1,6	100,0
Jul	19,4	26,8	19,0	21,3	11,8	0,2	1,4	100,0
Ago	19,2	25,6	20,0	21,6	11,9	0,3	1,3	100,0
Set	20,3	22,0	20,3	23,4	12,3	0,3	1,4	100,0
Out	17,9	21,9	20,4	25,9	12,5	0,3	1,2	100,0
Nov	18,6	20,0	20,1	26,2	13,8	0,3	1,1	100,0
Dez	22,0	18,5	20,7	23,4	13,9	0,3	1,1	100,0

Fonte: Banco Central

Tabela 2.30

## COMPORTAMENTO DA BASE MONETARIA E DOS MEIOS DE PAGAMENTO EM RELACAO AO PIB#

Percentual (%)

Base Monetaria	P.Moeda p.p.	Depositos a Vista	M1	Tit. Fed. no Merc.	M2	Depositos de Poupanca	M3	Depositos a prazo	M4
2,07	1,00	3,51	4,50	8,63	13,14	10,16	23,30	6,38	29,68
2,04	1,06	3,98	5,04	11,62	16,66	9,79	26,45	6,71	33,16
4,53	2,13	9,41	11,55	9,09	20,64	8,36	29,00	7,39	36,39
2,39	1,18	3,74	4,91	10,88	15,79	10,48	26,27	4,56	30,83
1,52	0,87	2,03	2,90	10,67	13,57	10,83	24,40	4,37	28,77
1,45	0,87	1,35	2,21	13,21	15,42	6,92	22,35	3,18	25,53
2,30	1,36	2,13	3,66	3,87	7,53	3,91	11,44	3,48	14,92

os ultimos doze meses, utilizando-se as posicoes de final de periodo

Tabela 2.31

## INDEXADORES E IGP

Ano	ORTN/DTN		Taxa de Cambio		IGP-DI	
	Var. no ano %	Num.Indice 1980=100	Var. no ano %	Num.Indice 1980=100	Var. no ano %	Num.Indice 1980=100
1980	-	100	-	100	-	100
1981	96,9	197	95,5	195	94,5	194
1982	100,2	329	97,7	386	100,4	390
1983	159,2	1.021	289,4	1.501	210,9	1.213
1984	223,8	3.307	223,6	4.858	223,8	3.926
1985	227,6	10.834	231,7	16.114	235,1	13.156
1986	32,9	14.298	42,0	22.881	65,0	21.708
1987	461,6	80.773	381,9	110.265	415,8	111.070
1988	933,6	834.385	959,2	1.167.703	1.037,6	1.273.771
1989	1.310,5	11.788.994	1.413,4	17.672.019	1.782,9	23.983.840
1990	863,6	113.406.026	1.389,4	263.207.053	1.476,9	378.201.176

Fonte: Mendonca de Barros, L. C. - A Moeda Indexada, 1990.

## CAPÍTULO III

OPERACIONALIDADE E MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA  
MONETÁRIA

Nos Capítulos anteriores, discutiu-se o processo de formação da moeda indexada ao longo dos anos 80. Neste Capítulo, discute-se algumas das principais questões relacionadas com a operacionalidade e os mecanismos de transmissão da política monetária no contexto deste arranjo institucional, principalmente nos dois últimos anos do governo Sarney, através de uma análise comparativa entre economias como a americana e a brasileira.

Em relação à primeira questão, utiliza-se como referência um esquema desenvolvido por MENDONÇA DE BARROS<sup>126</sup> para explicitar os ajustes do sistema bancário diante de uma venda adicional de títulos públicos pelo banco central. Quanto à segunda questão, toma-se como base o modelo empregado pelo Federal Reserve para avaliar a extensão e a magnitude da influência da política monetária sobre a atividade econômica americana<sup>127</sup>.

Para efeito deste trabalho, a operacionalidade da política monetária é entendida como a capacidade do banco central

---

<sup>126</sup>MENDONÇA DE BARROS, L. C. - op. cit., passim.

<sup>127</sup>Cf. KAUSKOPF, Eillen - The Transmission Channels of Monetary Policy: How Have They Changed? In FEDERAL RESERVE BULLETIN, December/1990, pp. 985-1008.



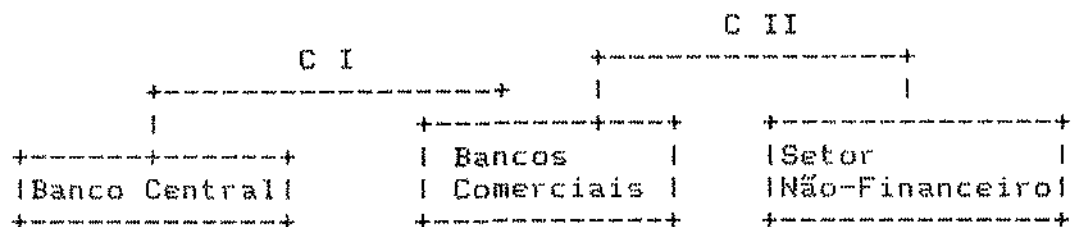
afetar a liquidez da economia através de seus vários instrumentos de atuação - redesconto, operações de *open market*, requerimentos compulsórios etc. Já os mecanismos de transmissão monetária são definidos como os canais através dos quais alterações nas condições monetárias (liquidez e taxa de juros) influenciam o que convencionalmente é chamado de "lado real" da economia. O elo mais forte dos mecanismos de transmissão é o mercado de crédito em seus vários segmentos.

### 3.1. Interação entre o Banco Central e o Setores Financeiro e Não-Financeiro

O esquema citado divide os impactos de uma atuação contracionista do banco central em dois circuitos:

C I - Autoridade Monetária X Bancos Comerciais

C II - Bancos Comerciais X Setor Não-Financeiro





O Circuito I refere-se à interação entre o banco central e as instituições financeiras, que, por simplificação, confundem-se com os bancos comerciais. O Circuito II, aos efeitos sobre o setor não-financeiro do ajuste dos bancos em resposta às ações da Autoridade Monetária. Para simplificar a análise, assume-se também que:

- a) as reservas bancárias estão ao nível do compulsório;
- b) a ação do banco central se dá através de uma venda adicional de títulos públicos no *open market*;
- c) não há movimento de capitais financeiros especulativos do exterior.

### 3.1.1 Interação entre o Banco Central e os Bancos Comerciais

Considerando-se que, por hipótese, os bancos comerciais estão com as reservas ao nível do compulsório, uma venda adicional de títulos pelo banco central faz com que as reservas do sistema fiquem abaixo das requeridas. O problema é resolvido temporariamente através de mecanismos de nivelamento automático das mesmas, como saques sobre a média móvel do compulsório e operações de redesconto. Assim, num primeiro momento, o banco central retira reservas através da colocação de títulos e as reintroduz em seguida via mecanismos de ajuste de curto prazo.

Num segundo momento, os bancos têm que fazer o ajuste definitivo de suas reservas. Em tese, isto pode ser feito através da não-renovação dos títulos públicos vencidos de sua carteira ou da carteira de outras instituições financeiras, anulando a atuação da Autoridade Monetária. Se o banco central quer efetivamente contrair as reservas bancárias, esta alternativa não existirá na prática. Ele sempre pagará as taxas de juros exigidas pelos compradores, principalmente agentes não-financeiros, para garantir a rolagem total dos títulos em mercado.

Nesse quadro, os bancos têm, então, que reduzir suas operações ativas junto ao setor não-financeiro. A redução destas operações afeta o volume dos depósitos à vista do sistema como um todo, fazendo com que as reservas voltem ao nível requerido. Assim, o ajuste definitivo dessas é feito através da diminuição do multiplicador bancário, em função da redução do volume de crédito concedido pelos bancos.

Os juros subirão impulsionados pelo aumento da remuneração dos títulos públicos e pelo desequilíbrio no mercado de crédito. Haverá, então, uma progressiva redução na demanda de crédito até que um novo "equilíbrio" seja alcançado. Neste sentido, pode-se dizer que a operacionalidade da política monetária atinge seu ponto máximo quando ela consegue afetar tanto a oferta como a demanda de crédito da economia.

A capacidade da política monetária influenciar o montante de crédito, todavia, tem diminuído. As alterações estruturais significativas sofridas pelas relações financeiras em

termos mundiais, a partir do final dos anos 60 e início dos anos 70, têm modificado a forma e a intensidade com que o setor não-financeiro é afetado por modificações na política monetária. A instituição das taxas de câmbio flutuantes, a integração dos mercados financeiros nacionais (com o desenvolvimento do euromercado)<sup>126</sup>, a disseminação de instituições não-bancárias e as inovações financeiras têm adicionado maior complexidade e incerteza à operacionalidade e aos mecanismos de transmissão monetária.

Cresce a cada dia os ativos que desempenham, em maior ou menor grau, as funções de moeda, dificultando a quantificação da oferta monetária efetiva de uma economia. O desenvolvimento das quase-moedas, ao reduzir o custo de transação entre o M1 e os ativos que rendem juros, têm diminuído o estoque dos meios de pagamento convencionais (M1)<sup>127</sup>, sobre os quais atuam os instrumentos clássicos de política monetária. E, com isto, o controle dos bancos centrais sobre o volume de crédito de suas economias e sobre as operações do sistema financeiro como um todo.

Por outro lado, o aumento da importância dos investidores institucionais<sup>128</sup> tem alterado a relação entre os fornecedores tradicionais de empréstimos (bancos comerciais) e o mercado de *securities* emitidos diretamente por empresas não-financeiras e instituições não-bancárias. Deste modo, a

<sup>126</sup>Esses problemas, típicos de economias abertas, não são considerados neste trabalho.

<sup>127</sup>Estes têm diminuindo sua participação no produto total das diversas economias.

<sup>128</sup>Principalmente dos fundos de pensão e dos fundos mútuos de investimentos.

proliferação de agências especializadas em avaliar e catalogar os riscos de crédito dos papéis de empresas colocados no mercado tem aumentado a desintermediação bancária, comprometendo adicionalmente a efetividade da política monetária.

Tem-se, portanto, que a influência da política monetária sobre a oferta de crédito é hoje muito menor do que no passado, em função da sofisticação financeira e da redução da importância dos empréstimos bancários nos empréstimos totais da economia. As diminuições no crédito ofertado, quando ocorrem, devem-se primordialmente ao aumento dos riscos de inadimplência dos tomadores de recursos, por causa do aumento das taxas de juros e de modificações no nível de atividade. Tratam-se, pois, de reduções voluntárias dos empréstimos por parte dos agentes financeiros, bancários ou não. Nesses momentos, tem-se geralmente uma fuga para títulos públicos federais e papéis privados de primeira linha (*Flight to quality*).

Devido ao encurtamento do raio de manobra da política monetária convencional, baseada em controles quantitativos dos agregados monetários, muitos bancos centrais têm passado a trabalhar com diversos conceitos de moeda e calcado sua políticas nas taxas de juros e na utilização de instrumentos seletivos de controle monetário<sup>181</sup>. Mesmo assim, esses bancos não têm sido capazes de incorporar, com a rapidez que seria necessária, as transformações sofridas pelas relações e estruturas financeiras.

---

<sup>181</sup>Pode-se afirmar que políticas monetárias contracionistas, nas economias modernas, operam, basicamente através de alterações nas taxas de juros.

### 3.1.2. Interação entre o Banco Central e os Bancos Comerciais no Contexto da Moeda Indexada

Ao final do governo Sarney, o ajuste definitivo das reservas bancárias, exposto no item acima, era feito de forma diferente, devido às características operacionais do sistema da moeda indexada. Tais características eram:

a) a quase-totalidade dos títulos públicos estava na carteira dos bancos, dado que não existiam outros compradores finais para o mesmos. A carteira de títulos públicos correspondia, em média, a 20 ou 30 vezes o patrimônio líquido dos bancos.

b) a maior parte desses títulos era financiada no *overnight*, que, na prática, substituíam os depósitos à vista;

c) volume de títulos públicos era muito maior do que o total dos empréstimos concedidos pelo sistema bancário aos agentes não-financeiros;

d) o M1 e, em consequência, as reservas bancárias eram muito menores do que o total de títulos públicos em poder dos bancos;

e) o BACEN garantia financiamento diário e sem custo punitivo às carteiras de títulos públicos das instituições financeiras através da *zeragem automática*<sup>132</sup>;

f) a quase-totalidade dos títulos públicos estava indexada à taxa do *overnight*;

Nesse quadro, era impossível ao Banco Central retirar reservas do sistema bancário pela venda de títulos públicos de sua carteira pelas seguintes razões:

a) como o M1 era muito reduzido, os recursos proporcionados pelos mecanismos compensatórios de curto prazo (redesconto e saques sobre a média móvel do compulsório) eram insuficientes para garantir a acomodação temporária das reservas bancárias. Com isso, essa acomodação restringia-se à concessão de financiamentos pelo Banco Central, tomando como garantia os próprios títulos colocados adicionalmente. Ou seja, os bancos comerciais vendiam os títulos ao Banco Central com o compromisso de recomprá-los posteriormente;

b) através do mecanismo da *zeragem automática*, o Banco Central sancionava praticamente de modo integral a criação de moeda e de crédito por parte do sistema bancário. Esse mecanismo, ou seja, o ajustamento diário das reservas bancárias via compra e

---

<sup>132</sup>Esse mecanismo, criado nos anos 70 devido à inexistência de outros tomadores finais que não as instituições financeiras para os títulos da dívida pública e ao conseqüente aumento destes títulos nas carteiras destas instituições, adquiriu uma importância crucial nos anos 80. Através dele o BACEN garantia recursos, ao custo da taxa média do *overnight*, àquelas instituições que não conseguiam financiar a totalidade de sua carteira de títulos federais junto ao público. Para mais detalhes sobre a *zeragem automática*, vide Capítulos I e II.

venda de títulos públicos, era a peça fundamental do sistema de moeda indexada. A sua eliminação criaria riscos inaceitáveis para os bancos e destruiria a moeda indexada. Assim, sem o compromisso de financiamento automático do BACEN haveria uma redução da carteira de títulos públicos das instituições financeiras e uma monetização forçada da economia, o que, em vista das altas taxas de inflação, poderia deflagrar um processo hiperinflacionário.

c) mesmo que existissem mecanismos de ajuste de curto prazo das deficiências nas reservas do sistema bancário, seria praticamente impossível ao Banco Central evitar o resgate líquido dos papéis vencidos. E, conseqüentemente, fazer com que o ajustamento definitivo das reservas bancárias fosse feito através da redução de suas operações ativas junto ao setor não-financeiro. Isto porque o volume de títulos públicos na carteira dos bancos era muitas vezes maior do que os seus créditos líquidos contra o setor privado;

Assim, a Autoridade Monetária limitava-se a tentar fixar taxas de juros em patamares elevados para fazer com que a opção preferencial dos agentes fosse por aplicações financeiras e não pela compra de ativos reais e especulativos, ainda que sem nenhuma garantia quanto à duração desta opção, e para inibir a demanda, principalmente a especulativa, de crédito.

Estes dois objetivos, entretanto, eram alcançados à custa de um aumento expressivo dos encargos financeiros do Tesouro, dado que, ao final do governo Sarney, as LFT compunham a



quase-totalidade da dívida pública em poder do mercado. Com isto, uma elevação dos juros no *overnight* contaminava imediatamente a maior parte do estoque da dívida do governo, impondo um ônus financeiro insuportável às contas públicas. Os governos das economias centrais não enfrentam este tipo de problema, pois boa parte de suas dívidas é contratada a taxas de juros fixas.

### 3.2. Transmissão da Política Monetária ao Setor Não-Financeiro

A influência das variáveis monetário-financeiras sobre o chamado "lado real" é uma das questões mais controvertidas da Macroeconomia. Para alguns autores, a principal razão para as diferenças de opinião quanto à importância do dinheiro decorre da dificuldade de se obter evidências empíricas convincentes em relação à sensibilidade da demanda agregada às alterações monetárias<sup>133</sup>.

Além de darem importância diferenciada àquela influência, as diversas teorias monetárias vêem de modo diverso os mecanismos de transmissão monetária. As distintas análises são condicionadas pela "visão" de sistema econômico que está embutida em cada teoria e pelo sistema monetário tomado como base<sup>134</sup>. Em termos simplificados, os teóricos poderiam ser divididos em dois grupos com relação a esta questão: os que consideram que os

---

<sup>133</sup> LEEUW, Frank & GRAMILICH, Edward M. - The Channels of Monetary Policy: A Further Report on the Federal Reserve-HIT Model. In *Journal of Finance*, Vol. 24, Nº 2 (May, 1969), pp. 265-290.

<sup>134</sup> DIANCHI, Carluccio - *Teorias da Moeda*. Lisboa, s.d., Ed. Presença, p. 103.

mecanismos de transmissão monetária são diretos e os que pensam que os mesmos são indiretos.

Os defensores da primeira vertente seriam os que acreditam que o banco central pode provocar alterações na oferta monetária através da imposição de controles quantitativos sobre os agregados monetários e que essas alterações afetam diretamente o gasto. Esses teóricos geralmente consideram a oferta monetária é exógena e determinada pelo banco central<sup>193</sup>. Para eles, grosso modo, os impulsos monetários são transmitidos ao chamado "lado real" da economia através de um processo de mudanças de preços relativos dos ativos reais e financeiros<sup>194</sup>. Eles dão pouca ênfase às taxa de juros, concentrando-se na ligação de longo prazo entre estoque monetário e preços. Para esses autores, a demanda monetária é uma função estável da renda, sendo pouco influenciada por modificações naquelas taxas, que, no longo

---

<sup>193</sup>As diversas teorias posicionam-se diferencialmente com relação ao caráter da oferta monetária. Alguns teóricos, como os monetaristas, consideram que ela é exógena, ou seja, fixada pelo Banco Central. Outros, como os pós-keynesianos, consideram que a oferta monetária em economias onde predomina a moeda de crédito é endógena. Os pós-keynesianos defendem que o banco central só afeta a oferta monetária através das taxas de juros e não através da fixação de metas quantitativas para os agregados monetários. Para autores como Minsky, aumentos da velocidade de circulação da moeda (V), provocados pelas inovações financeiras, acomodariam parcialmente elevações da demanda por moeda não cobertos pelo banco central. Assim, a oferta monetária seria parcial e não totalmente endógena. A eficácia da política monetária seria reduzida e não, eliminada. Minsky foi um dos primeiros a se preocupar com os problemas que as inovações financeiras colocariam à política monetária. Em função delas, as tentativas dos bancos centrais em neutralizar mudanças na oferta monetária passariam a requerer um nível mais elevado de taxas de juros do que no passado. Taxas de juros mais altas, por sua vez, tenderiam a provocar mudanças institucionais no mercado monetário. Algumas formulações mais extremas, como a de Kaldor, consideram a oferta monetária totalmente endógena: a demanda por moeda criaria automaticamente sua própria oferta devido à atuação do banco central como *lender of last resort*. Ao final do governo Sarney, era esta exatamente a situação do Brasil. O BACEN atuava o tempo inteiro como prestamista de última instância e sancionava integral e automaticamente alterações na demanda por moeda. Para uma resenha sobre as diferentes posições frente a oferta monetária, vide ROUSSEAS, Stephen - *Post Keynesian Monetary Economics*. Armonk, New York: M. E. Sharpe, 1986 e COSTA, Fernando M. - *Moeda Endógena, Taxa de Juros Exógena*, Campinas, UNICAMP, 1991, mimeo.

<sup>194</sup>PARK, Y. C. - *Some Current Issues on the Transmission Process of Monetary Policy*, s.n.t., pp. 57-58.

prazo, são determinadas por variáveis reais e não por variáveis monetárias<sup>137</sup>.

Os adeptos da segunda concepção acham que apenas através das taxas de juros é que se pode alterar as condições monetárias, influenciar o gasto e, conseqüentemente, a demanda global. Para estes teóricos não há uma ligação direta entre gasto e mudanças nos saldos monetários. Para eles, a taxa de juros é a variável chave de ligação entre os setores "real" e financeiro. A extensão em que cada dispêndio é afetado depende de sua elasticidade juro real<sup>138</sup>, sendo esta elasticidade considerada crucial na determinação da eficácia da política monetária.

Com uma certa dose de arbítrio, os monetaristas poderiam ser vinculados à primeira concepção e os keynesianos, à segunda<sup>139</sup>.

O modelo utilizado pelo *FED*, o *IMS*, está ligado à última vertente, sendo, pois, de inspiração keynesiana. Esse modelo foi desenvolvido durante os 60 e vem sendo aperfeiçoado, de modo a incorporar as alterações financeiras mencionadas. Nele, está implícito que o *FED* consegue alterar as reservas do sistema bancário, levando-o a fazer o ajustamento definitivo de suas

---

<sup>137</sup>BAIN, A. D. - *The Control of the Money Supply*. New York: University of Sheffield, Penguin Modern Economics, 1976, second edition, p. 109.

<sup>138</sup>Juro real esperado dado que não se sabe *ex-ante* qual será o juro real efetivo.

<sup>139</sup>Esta classificação está longe de ser adequada, servindo "mais para evocar do que para definir", como coloca CARDIN DE CARVALHO, Fernando J. - *Política Monetária e Estabilização*. In: *Boletim de Conjuntura, IEI/UFRJ*, v. n. 3, dez/90, pp.103-122. Optou-se aqui por esta classificação para facilitar a argumentação, já que não é objetivo deste trabalho discutir como as diferentes teorias vêem os mecanismos de transmissão monetária.

reservas sobre o setor não-financeiro. Para verificar como se dá este ajuste, o IMS parte dos seguintes supostos:

a) modificações na oferta monetária afetam o gasto apenas através de alterações nas taxas de juros, não havendo nenhuma ligação direta entre aquele e mudanças nos saldos monetários. São as taxas de juros que fazem a interação entre as variáveis "reais" e financeiras;

b) alterações nas taxas de juros nominais equivalem a alterações nas taxas de juros reais no curto prazo porque se considera que os preços e salários ajustam-se apenas lentamente;

c) o gasto é afetado através de 3 canais básicos:

- custo de capital<sup>140</sup> - influência do custo dos fundos emprestados sobre as decisões de investimento das empresas e de aquisição imobiliária por parte das famílias. Segundo o modelo, este seria o canal de transmissão mais importante, respondendo por aproximadamente 55% dos efeitos diretos totais provocados por modificações nas taxas de juros do FED;

- efeito riqueza sobre o consumo;

- influência da taxa de câmbio sobre a balança comercial. Supõe-se que as taxas de juros externas não se modificam.

---

<sup>140</sup>Taxa de retorno sobre o investimento que é necessária para cobrir os custos financeiros, com depreciação e com impostos - MAUSKOPF, Eillen - op. cit., p. 988.

Um aumento das taxas de juros, provocado por uma elevação da taxa de redesconto ou por uma colocação adicional de títulos por parte da Autoridade Monetária, influencia as decisões de produção e de investimento das firmas. Condiciona também a capacidade e as decisões de gasto das famílias, sobretudo aquelas relacionados com a aquisição de imóveis e de bens de consumo de alto valor unitário.

Embora isto não esteja colocado no modelo do *FED*, enfatiza-se que alterações nos juros afetam diferencialmente as empresas e as famílias. As decisões de gasto destas últimas são afetadas pela renda e pela riqueza já criadas enquanto a das empresas determinam a renda e a riqueza que podem ser criadas. Assim, juros mais elevados impactam diretamente o consumo, mas apenas indiretamente as decisões de produção e de investimento. Os efeitos de modificações nas taxas de juros sobre essas decisões são mediados pelas expectativas dos empresários quanto ao retorno do capital empregado, considerando o aumento dos custos financeiros.

As decisões das famílias quanto à compra de imóveis e de bens duráveis são alteradas porque juros mais elevados aumentam o valor das prestações *vis-à-vis* a renda familiar. Ou seja, taxas de juros mais altas implicam um maior comprometimento do orçamento das famílias, supondo-se que os salários não cresçam na mesma proporção que elas. Além disso, reduzem o estoque de riqueza, ao mudar o valor dos títulos de renda fixa, o preço das ações e o preço dos imóveis.

A intensidade e a forma com que as decisões dos empresários são influenciadas dependem de suas expectativas quanto à duração e à abrangência da política do banco central. Se essas "expectativas forem de que a pressão é temporária ou será enfrentada pelo resto da economia pela contração da produção ao invés da redução de preços, o efeito da política monetária recairá principalmente sobre o nível de produto"<sup>141</sup>

Assim, para que a política monetária atinja seus objetivos, os agentes têm que ser convencidos que ela será mantida pelo tempo que for necessário. Para isto, é fundamental que tal política seja sustentável do ponto de vista das contas públicas. Ou seja, é preciso que o governo tenha como arcar com a manutenção dos juros em níveis elevados. O que provavelmente só ocorrerá se alterações nas taxas de juros afetarem apenas uma parte pequena do estoque da dívida pública, como ocorre com as economias centrais. É fundamental também que não existam pressões significativas do lado das contas cambiais, de modo que o Banco Central tenha raio de manobra suficiente para subordinar a política cambial aos objetivos da política monetária.

---

<sup>141</sup>CARDIN DE CARVALHO, F. - op. cit, p. 109 e seguintes.

### 3.2.1. Transmissão da Política Monetária ao Setor Não-Financeiro no Final do Governo Sarney

Como já discutido, o ajustamento exposto no Circuito I não ocorria no Brasil devido à existência do sistema da moeda indexada e à *zeragem automática*. Todavia, mesmo sem este mecanismo e sem a concentração das aplicações no curto e curtíssimo prazos, provavelmente os impactos da política monetária sobre as decisões e a capacidade de gasto dos agentes ainda seriam reduzidos devido ao baixo nível de endividamento das empresas e das famílias com relação ao PIB. Em outros termos, a inexistência de um mercado de empréstimos de longo prazo, a aceleração inflacionária e a moeda indexada transformaram o Brasil em uma economia de compras à vista. O endividamento das empresas privadas restringiu-se, nos últimos anos, ao financiamento de capital de giro (ver tabelas 3.3 a 3.6).

Além do baixo nível de endividamento, tinha-se que:

a) alguns contratos financeiros, como os imobiliários, eram vinculados aos salários e não às taxas de juros. Com isto, eliminava-se o efeito de elevações de juros sobre a demanda de crédito neste segmento do mercado financeiro. O mesmo ocorria com os consórcios, responsáveis por quase 100% dos financiamentos de

automóveis e tratores, que tinham as suas prestações indexadas ao preço do produto financiado.

b) a demanda por crédito das diversas esferas do setor público (em torno de 30% dos empréstimos totais do sistema financeiro) também eram insensíveis às taxas de juros ;

Com isso, apenas grandes reduções no nível de atividade seriam capazes de afetar significativamente a demanda por crédito da economia.

Assim, nos dois últimos anos do governo Sarney, os juros elevados, além de terem efeitos reduzidos sobre o nível de crédito, aumentavam a capacidade de gasto dos agentes com um grande volume de riqueza financeira . Em outros termos, tinham um efeito riqueza ao contrário. Aumentavam também o déficit público, ao elevar os custos financeiros de sua dívida mobiliária, potencializando os receios quanto à solvabilidade desta e, em consequência, os riscos de uma tentativa de fuga da moeda indexada e de deflagração de um processo hiperinflacionário.

Enfim, a política monetária calcada nas elevadas taxas de juros tinha grande impacto sobre as contas do governo e reduzidos efeitos sobre a demanda. Tal política provocava apenas pressões inflacionárias em nível microeconômico, não desencadeando movimentos deflacionistas em nível macroeconômico.

Do que foi discutido neste Capítulo, conclui-se que a operacionalidade e a transmissão da política monetária ao setor



não-financeiro são máximas quando o banco central consegue afetar a oferta e a demanda por crédito da economia e, portanto, o nível de gasto dos agentes. Para isto, é fundamental que a) as instituições bancárias ajustem seus *portfolios* diante de alterações em suas reservas através da redução de suas operações ativas e que este ajuste condicione as decisões de gasto dos agentes; b) que o crédito seja importante para a geração do produto da economia; c) que a participação das instituições bancárias no total do crédito ofertado seja significativa. Quanto maior for o peso das instituições não-bancárias, menores tenderão a ser os impactos da política monetária; d) que as aplicações financeiras tenham prazo de vencimento diferenciado, de modo que modificações nas taxas de juros provoquem alterações no estoque de riqueza detido pelo setor não-financeiro. Isto é particularmente importante no caso dos títulos públicos, em função dos efeitos negativos que os juros altos podem ter sobre as contas do governo.

Praticamente nenhuma destas condições estavam presentes na economia brasileira ao final do governo Sarney.

Tabela 3.1

IMPACTO MONETARIO DAS OPERACOES COM TIT. PUBLICOS FEDERAIS  
Fluxos Acumulados no Ano em Cr\$ Milhoes

Periodo	Merc. \$ Primario (1)	Merc. \$ Secundario (2)	Merc. \$ Pria. e Sec. (3)=(1)+(2)	Base Monetaria (4)	Base Mon. menos Op. c/ T. Fed. (5)=(4)-(3)
1984	8	(18)	(10)	13	23
1985	16	(41)	(25)	45	70
1986	147	(54)	93	178	85
1987	(388)	171	(217)	503	720
1988	(1.342)	(943)	(2.285)	3.637	5.922
1989	(24.428)	77.583	53.155	67.435	14.280
1990	215.918	737.184	953.102	1.621.271	668.169

(\*) Injecao de recursos ou resgate liquido de titulos (+).

Captacao de recursos ou colocacao liquida de titulos (-).

Fonte: Relatorios do Banco Central - 1989 e 1990

Boletins do Banco Central

Tabela 3.2

BASE MONETARIA, M1 E TITULOS PUBLICOS

Cr\$ Milhoes†

Periodo	Base Monetaria (1)	Reservas Bancarias (2)	Meios de Pagamento (3)	Tit. Fed. em Poder do Merc. (4)	Tit. Fed. em Poder Merc. Base Mon. (5)=(4)/(1)	Tit. Fed./ Reservas Bancarias (6)=(4)/(2)	Tit. Fed./ Meios de Pagamento (7)=(4)/(3)
1984	13	6	28	53	4,08	8,83	1,89
1985	45	17	112	259	5,76	15,24	2,31
1986	178	86	454	359	2,02	4,17	0,79
1987	503	232	1036	2.293	4,56	9,88	2,21
1988	3.637	1353	6944	31.527	8,67	23,30	4,54
1989	67.435	23509	103060	706.623	10,48	30,06	6,86
1990	1.621.271	576623	2510247	2.119.311	1,31	3,68	0,84

Fontes: Relatorios do Banco Central - 1989 e 1990

Boletins do Banco Central

† - exceto colunas (5), (6) e (7)

Tabela 3.3

EMPRESTIMOS TOTAIS AO SETOR PRIVADO			
	% do PNB		
Periodo	1985	1986	1987
Canada	68,62	68,77	70,60
USA	68,32	71,96	73,14
Italia	53,70	53,59	53,60
Espanha	66,81	63,32	64,64
India	31,35	33,16	33,22
Coreia	61,61	66,05	68,07

Tabela 3.4

## EMP. TOT. AO SET. PRIVADO-BRASIL

Periodo	Cr\$ milhoes	% do PIB*
Jun 1985	313	22,15
Jun 1986	879	23,71
Jun 1987	2.476	20,81
Jun 1988	14.025	15,25
Jun 1989	124.574	9,12
Jun 1990	5.092.868	14,30

Nota: para 1990, dados preliminares

Tabela 3.5

EMPRESTIMOS TOTAIS DO SISTEMA FINANCEIRO  
Numero Indice: 1981=100

ANO	Ao Setor Priv.	Ao Setor Pub.	Total
1981	100	100	100
1982	100	117	104
1983	82	113	89
1984	75	118	84
1985	78	119	87
1986	103	119	106
1987	76	116	84
1988	78	121	87
1989	67	89	72
1990	59	81	64

Fonte: Banco Central.  
Deflator: IGP-DI

Tabela 3.6

EMPRESTIMOS TOTAIS DO SISTEMA FINANCEIRO  
Composicao Relativa (%)

ANO	Ao Setor Priv.	Ao Setor Pub.	Total
1981	79	21	100
1982	76	24	100
1983	73	27	100
1984	70	30	100
1985	70	30	100
1986	76	24	100
1987	70	30	100
1988	70	30	100
1989	74	26	100
1990	73	27	100

Fonte: Banco Central.

## CAPÍTULO IV

### A REFORMA E A POLÍTICA MONETÁRIA DO GOVERNO COLLOR EM 1990

Em 1990, foi empreendida mais uma tentativa de estabilização a economia. Um dos eixos básicos dessa nova tentativa, que ficou conhecida como Plano Collor, foi uma reforma monetária. Através dela, que imobilizou a maior parte dos ativos financeiros do País, e de outras medidas subseqüentes, procurou-se recuperar o raio de manobra da política monetária.

O propósito deste Capítulo é discutir a Reforma Monetária do governo Collor e os seus resultados na perspectiva dos problemas tratados nos Capítulos anteriores. No primeiro item, analisam-se a Reforma Monetária propriamente dita e a reintrodução de liquidez na economia no imediato pós-Plano. No segundo, as medidas adotadas para restaurar a operacionalidade da política monetária e o novo papel assumido por esta política a partir de meados do ano. No terceiro e último, as mudanças efetivas sofridas pela gestão da moeda em 1990 e os limites a que esteve sujeito o Banco Central.

#### 4.1. A Reforma Monetária e a Liquidez da Economia

O raio de manobra da política monetária no Brasil foi progressivamente se estreitando ao longo dos anos 80, como já colocado nos Capítulos precedentes. A capacidade dos instrumentos convencionais de gestão da moeda afetar a liquidez da economia foi comprometida sobretudo devido a) ao encurtamento da base monetária e do M1 - agregados sobre os quais atuam aqueles instrumentos e b) à existência de uma grande massa de ativos financeiros prontamente reconversíveis à forma monetária de acordo com as preferências do público, graças à *carta de recompra* e ao mecanismo da *zeragem automática*. Ou seja, devido ao sistema da moeda indexada.

Em 1989, só restou ao Governo Sarney utilizar as elevadas taxas de juros como o último expediente de política econômica. A política monetária adiou a explicitação da hiperinflação, mas potencializou os riscos quanto à sua ocorrência ao aumentar a liquidez do setor privado, liquidez que, a qualquer momento, poderia ser transferida para ativos reais e especulativos. A política de juros altos agravou também a crise financeira do setor público.

A Reforma Monetária de março de 1990, que substituiu o cruzado novo pelo cruzeiro, procurou reverter essa situação, ao "congelar" boa parte da riqueza financeira. Através dela, buscou-se devolver ao Banco Central o poder de arbitragem da liquidez da

economia e criar as condições para a recuperação da política monetária enquanto instrumento de política econômica.

Na verdade, através do Plano de Estabilização como um todo e da Reforma Monetária em particular, o governo pretendia realizar um ajuste patrimonial entre os setores público e privado, com a aplicação de um *capital levy* sobre a riqueza financeira, principalmente sobre a dívida pública, detida por este último setor.<sup>44B</sup> Isto seria feito através da cobrança de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras), da possibilidade de subcorreção dos recursos retidos e dos deságios nos possíveis leilões de conversão de cruzados novos em cruzeiros (que não se realizaram)

Além de permitir que o raio de manobra do Banco Central na gestão da monetária fosse recuperado, o congelamento da riqueza financeira impediria que os agentes privados especulassem contra o Plano através da formação de estoques, antecipação de consumo e transferência de recursos para ativos de risco.

Num primeiro momento, a política monetária deveria ser bastante apertada para manter sob estrito controle os fluxos de renda a ser gerados após 16 de março. Deste modo, caberia a ela, e à política fiscal, a função de consolidar a estabilização da economia, após a redução das taxas de inflação, a ser conseguida

---

<sup>44B</sup>A Reforma atingiu dos depósitos à vista às aplicações em ouro. Por determinação da Medida Provisória 168, deveriam ser depositados compulsoriamente no Banco Central, por 18 meses, mais US\$ 100 bilhões - algo em torno de 67% dos haveres financeiros. Ficariam disponíveis apenas valores até Cr\$ 50 mil dos depósitos à vista e de poupança, Cr\$ 25 mil ou 20% do total das aplicações de *overnight* e 20% dos fundos de curto prazo e depósitos a prazo. Várias aplicações estariam sujeitas ao pagamento de IOF.

por outros meios - equacionamento da crise financeira do setor público, política de rendas etc. Aquela redução colocava-se, na verdade, como uma condição necessária à atuação da política monetária enquanto um instrumento eficaz de gestão econômica. A completa recuperação da sua efetividade só se daria com a eliminação da memória inflacionária e com o alongamento dos prazos dos contratos, sobretudo dos financeiros.

Tinha-se, portanto, a política monetária como uma peça chave do Plano, ao mesmo tempo que a restauração do seu raio de manobra dependia do sucesso de outros instrumentos enquanto redutores da inflação. Até que os mecanismos convencionais de administração monetária fossem plenamente recuperados, a política fiscal ajudaria o Banco Central a manter a liquidez nos níveis desejados. Em outros termos, até que a operacionalidade e a eficácia dos instrumentos convencionais de gestão da moeda<sup>143</sup> fossem recompostas, o ajuste fiscal, então promovido, ajudaria na execução da política monetária. Isto ao eliminar a necessidade do governo emitir base monetária ou moeda indexada para se financiar.

Com a redução da dívida pública em poder do mercado, a Autoridade Monetária poderia, caso fosse necessário, fazer uma política de taxas de juros elevadas sem impactar negativamente as contas públicas, já que atingiriam apenas uma parcela do estoque total daquela dívida e não todo ele, como ocorria antes. Por outro lado, o congelamento da liquidez e o ajuste fiscal na

<sup>143</sup>Depósitos compulsórios, operações de open market, operações de redesconto etc.



margem permitiriam que o juro pós-Plano fosse infinitamente mais baixo, pois os agentes privados estariam impossibilitados de especular contra a nova moeda.

O Plano Collor não eliminou os mecanismos oficiais de indexação dos contratos nem promoveu qualquer outra modificação mais significativa no funcionamento do sistema financeiro, a não ser a instituição do IOF sobre aplicações de curto prazo.

Várias críticas foram e ainda podem ser feitas à forma como se congelou a riqueza financeira: a) o seu carácter socialmente injusto; b) os baixos limites estabelecidos para as conversões automáticas de cruzados novos em cruzeiros; c) o tratamento similar conferido às sobras de caixa, aos recursos especulativos e à poupança financeira; c) a inexistência de seletividade quanto ao porte das empresas e, sobretudo, d) a não vinculação da reintrodução de liquidez na economia a programas de investimento. Programas estes que possibilitassem a transformação de recursos aplicados especulativamente (riqueza financeira) em capital produtivo. Problemática, também, foi a não-garantia quanto à conversão de parte dos ativos bloqueados em aplicações de prazos mais longos e diferenciados. Ou seja, os recursos retidos, ainda que desvalorizados, seriam devolvidos em 12 parcelas mensais a partir de setembro de 1991, praticamente tão líquidos quanto antes.

Apesar de se endossar aqui várias das críticas quanto à forma (e quanto à intensidade), reconhece-se que o alongamento

compulsório do prazo dos ativos financeiros colocava-se, naquele momento, como condição *sine qua non* para o sucesso de qualquer tentativa de estabilização da economia. Embora estivesse longe de, por si só, garantir o sucesso da empreitada.

O estoque de riqueza financeira detido pelos agentes privados, e girado no curto e curtíssimo prazos, constituía, além de uma fonte inesgotável de liquidez para o consumo, um obstáculo à execução da política monetária pelo Banco Central. A existência de uma grande massa financeira líquida e indexada à inflação passada retirava do BACEN a capacidade de afetar a liquidez da economia através dos instrumentos convencionais de política monetária.

As previsões quanto ao excessivo aperto monetário no imediato pós-Plano, todavia, não se realizaram. Até maio, a política monetária foi bem mais flexível do que o pretendido inicialmente pelo governo. Rápida e desordenadamente, a liquidez foi reintroduzida na economia, graças às inúmeras exceções abertas à conversão da moeda velha em moeda nova e, sobretudo, a uma exceção embutida no próprio Plano: a possibilidade de quitação de contribuições previdenciárias e de impostos federais, estaduais e municipais, inclusive de tributos apurados após 15 de março, com os recursos bloqueados. Essa brecha foi, inequivocamente, um erro de concepção do Plano, pois transformou, paradoxalmente, algumas esferas de governo (principalmente estaduais e municipais) em um dos principais mecanismos de recomposição da liquidez das empresas.

Os dados sobre o comportamento dos meios de pagamento até o final de maio corroboram as afirmações acima. Entre 19 de março e 31 de maio, o M4 cresceu mais de 60% em termos reais, elevando a liquidez da economia de Cr\$ 1,4 trilhão<sup>144</sup> para Cr\$ 3,8 trilhões devido, principalmente, às conversões já previstas na Medida Provisória 168 (ver tabela 4.1). Essas conversões responderam por 74,4% dos "fatores determinantes dos meios de pagamento". As quitações de impostos e de contribuições previdenciárias converteram cerca de Cr\$ 670 bilhões e permitiram que inúmeras empresas zerassem suas contas em cruzados novos. Para isto, contribuiu a conivência dos governos estaduais e municipais, que referendaram as superestimacões das obrigações devidas e transformaram a diferença entre o débito real e o recebido em crédito para o pagamento de impostos futuros.

Assim, a permissão quanto ao pagamento de tributos e de contribuições previdenciárias com cruzados novos propiciou a troca de posições entre credores e devedores nas duas moedas e o reequilíbrio patrimonial de muitos agentes econômicos<sup>145</sup>.

As liberações autorizadas posteriormente (mais de 40) foram responsáveis por apenas 9,4% do saldo dos meios de pagamento verificado ao final de maio. As autoridades econômicas exerceram também muito pouco controle sobre essas liberações, sendo inúmeras as denúncias de operações fraudulentas.

---

<sup>144</sup>Haveres financeiros imediatamente transformados em cruzeiros, dentro dos limites fixados pela Reforma Monetária, e equivalentes a 36,6% do saldo verificado no final de maio.

<sup>145</sup>TEIXEIRA, Aloísio - *A Feira das Ilusões - a evolução da política econômica do governo Collor*. IEI/UFRJ, Caderno de Conjuntura nº 6, dez/90, p. 7.

A correção das cadernetas de poupança com aniversário na primeira semana de março pelo IPC integral de 84,3% constituiu-se mais uma medida equivocada e respondeu por 15,3% do total dos "fatores de expansão dos meios de pagamento". Tais aplicações foram as únicas a ser corrigidas plenamente pela inflação passada.

O reduzido controle sobre os meios de pagamento, exercido nos 45 dias seguintes ao anúncio do Plano, deveu-se também às dificuldades do BACEN em identificar o nível efetivo de liquidez da economia. O que ocorreu em função da lentidão da reorganização do SELIC e do CETIP<sup>144</sup> e dos problemas enfrentados pelos bancos na normalização de suas contas. O sistema bancário não recolheu os cruzados determinados pela Reforma Monetária, além de converter mais recursos do que o permitido, transformando-se em um grande devedor do Banco Central e contribuindo para o comprometimento das metas monetárias.

O BACEN teve que levar às últimas conseqüências o seu papel de *lender of last resort* para evitar quebras de

---

<sup>144</sup>Serviço de Liquidação e Custódia dos Títulos Federais e Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos, respectivamente. No SELIC, é compensada a totalidade dos títulos públicos; no CETIP, parte significativa dos títulos privados. Sobre o SELIC, vide Capítulo I.



instituições financeiras.<sup>147</sup> O que, devido à já abalada credibilidade dos ativos financeiros, poderia desencadear comportamentos defensivos por parte dos agentes privados, com efeitos imprevisíveis.

As instituições de poupança foram as que apresentaram maiores deficiências em cruzados novos nas reservas bancárias. Como os empréstimos dessas instituições são de longo prazo, elas não tiveram como recolher, no curto prazo, os cruzados novos determinados pela Medida Provisória 168. Com isto, o BACEN foi obrigado a financiá-las, o que implicou um recolhimento de cruzados muito menor do que o planejado. Os problemas de liquidez enfrentados pelos bancos comerciais foram menores, à medida que o Banco Central aceitou que estes fizessem o recolhimento dos cruzados novos devidos em títulos.

A rápida recomposição da liquidez por parte de alguns setores sancionou remarcações de preços e desencadeou movimentos especulativos entre maio e junho. Isto contribuiu para o retorno

---

<sup>147</sup>Sobre as origens e a evolução das funções dos bancos centrais vide FERREIRA, Carlos K. L. & FREITAS, Maria Cristina P. - A Independência do Banco Central e o Controle dos Agregados Monetários no Contexto Internacional: Questões para o Brasil. In: *Anais da ANPEC*, 1990, pp. 737-756. A função de emprestador de última instância é exercida quando a Autoridade Monetária socorre as instituições com problemas de liquidez. Muitas vezes este socorro vai de encontro à sua função de gestor da política monetária, quando provoca uma expansão da liquidez além da planejada. A respeito desta função específica dos bancos centrais vide também KALDOR, Nicholas. - *The Scourge of Monetarism* - London: Oxford University Press, 1982 e MINSKY, Hyman P. - *Stabilizing an Unstable Economy* - Yale University Press, 1986. Para este último autor, enquanto os déficits públicos estabilizam o produto, o emprego e os lucros, o banco central como *lender of last resort* estabiliza o valor dos ativos e dos mercados financeiros. Em suas palavras: "Lender-of-last-resort interventions prevent the value of assets owned by financial institutions from falling so far that general loss of liquidity or a widespread inability to sustain the face value of deposits and other debts occurs (...) to prevent the amplification of particular losses by setting floors under the value of assets, socialize some of private risks that exist in a economy in which borrowing and lending are important". - op. cit. p. 38 e p. 44.

das expectativas inflacionárias e levou a equipe econômica a mudar sua estratégia de combate à inflação.

A partir de maio, foram adotadas várias medidas para que o Banco Central assumisse de fato o controle da gestão monetária. As primeiras providências foram: a) o contingenciamento dos créditos direto ao consumidor e pessoal; b) a proibição de compras parceladas através de cartões de crédito; c) a extinção das contas remuneradas - isentas de recolhimento compulsório - e d) a introdução do ajuste automático das reservas bancárias, através do qual as posições negativas em cruzados novos passariam a ser imediatamente cobertas com saldos das reservas em cruzeiros. Esta última medida acabou não sendo inteiramente implementada devido à falta de liquidez de inúmeras instituições.

Em junho e julho, o BACEN continuou a tomar providências com o objetivo de recuperar o controle monetário. Nesse sentido, pode-se destacar:

a) a substituição do mecanismo da *zeragem automática* por uma linha de redesconto punitivo, para atender às instituições com uma quantidade de recursos inferior à de títulos em sua carteira;

b) o relançamento das LTN (Letras do Tesouro Nacional) - títulos prefixados;

c) o aumento do compulsório sobre os depósitos à vista da média de 38% para 45% e

d) a cobrança de IOF (agora Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro) sobre todas as operações financeiras envolvendo títulos de renda fixa com prazos iguais ou inferiores a 18 dias úteis, excluindo-se as cadernetas de poupança e as ações negociadas no mercado à vista.

Com o fim da *zeragem automática*<sup>148</sup>, o BACEN passou a impor aos bancos um custo às transformações de títulos em moeda, levando-os a empreender mais esforços para se financiar junto ao público.

Através do relançamento das LTN, que substituiriam as LFT (Letras Financeiras do Tesouro) nas operações de mercado aberto, procurou-se reintroduzir o descasamento entre a rentabilidade dos títulos públicos e a taxa do *overnight*. Com isto, pretendia-se evitar, em caso de elevação das taxas de juros, que todo o estoque de dívida mobiliária em poder do mercado fosse contaminado, como ocorria com as LFT, cujo rendimento era determinado por seu custo de carregamento (rendimento pago pelos bancos aos aplicadores).

O restabelecimento do risco no mercado financeiro e a elevação das taxas de inflação impuseram, em vários momentos, prejuízos a instituições financeiras, em virtude do descompasso

<sup>148</sup> Através desse mecanismo, o BACEN garantia, desde o final dos anos 70, financiamento diário e automático ao custo do *overnight* às instituições financeiras que não conseguiam financiar-se inteiramente a sua carteira de títulos públicos junto ao mercado. Vide Capítulos I e III.



entre os deságios das LTN e o custo de financiamento dos papéis. Tais prejuízos refletiram a incapacidade das instituições financeiras em arbitrar a taxa de desconto de títulos prefixados, após vários anos de predomínio de títulos pós-fixados, com rentabilidade garantida pelo governo.

#### 4.2. O Novo Papel da Política Monetária

As medidas adotadas em meados de 1990 marcaram o início de uma nova fase do Plano Collor, marcadamente ortodoxa e centrada na política monetária, que adquiriu um papel distinto daquele que lhe foi atribuído em março de 1990. A ela caberia, a partir de então, a redução das taxas inflacionárias e não apenas a consolidação da estabilidade dos preços. A rigor, a nova estratégia representou o abandono do Plano anunciado em 16 de março de 1990<sup>149</sup>.

Aquelas medidas, mais os sucessivos superávits de caixa do governo federal, permitiram que a Autoridade Monetária mantivesse apertada a liquidez da economia ao longo de quase todo o segundo semestre.

---

<sup>149</sup>Não seria exagerado afirmar que as medidas de meados do ano foram adotadas a partir da constatação do fracasso do Plano Collor. Aloísio TEIXEIRA vai ainda mais longe. Para ele, o Plano Collor existiu, de acordo com a concepção original, apenas nos 30 primeiros dias seguintes a sua adoção. Vide TEIXEIRA, A., op. cit.



As deliberações na área monetário-creditícia contribuíram para reduzir o poder de compra dos agentes privados no período de junho a agosto, mas não lograram êxitos no *front* inflacionário. Em julho e agosto, as taxas de inflação foram superiores a 12%, levando vários setores à reintroduzir informalmente a indexação.

A equipe econômica creditou os resultados desfavoráveis à manutenção da memória inflacionária por parte da sociedade (expressa nas atitudes defensivas dos agentes) e decidiu contrair ainda mais a liquidez da economia a partir de setembro. Para o Banco Central, qualquer alteração nas metas nominais de expansão dos haveres monetários anteriormente fixadas (9% para base monetária e 18% para o M1) equivaleria à volta de uma política monetária passiva, que sancionaria as pressões por aumento de preços.

Para setembro, foi prometido um aperto monetário inusitado, a ser conseguido através de vários mecanismos:

a) aumento da base de incidência dos depósitos compulsórios dos bancos comerciais;

b) realização do terceiro leilão com Certificados de Privatização (CP)<sup>150</sup>;

---

<sup>150</sup> Títulos criados pelo Plano Collor I, a ser adquiridos compulsoriamente por instituições financeiras, com o intuito de agilizar a privatização de várias empresas estatais.

c) liquidação em cruzeiros da linha de crédito através da qual o Banco Central vinha financiando os saldos negativos em cruzados novos das reservas bancárias;

d) resgate das LBC especiais trocadas por títulos privados em março, para garantir a captação de recursos no curtíssimo prazo por parte do sistema bancário;

e) recolhimento da diferença entre o volume de crédito ao consumidor apurado no dia 31 de agosto e 60% daquele registrado no dia 15 de maio, em cumprimento ao contingenciamento do crédito estabelecido este mês.

A quantidade de moeda que potencialmente poderia ser retirada de circulação era superior à base monetária e quase igual ao M1 em agosto. Os recursos envolvidos no item c situavam-se entre Cr\$ 850 bilhões e Cr\$ 900 bilhões, fazendo com que todas as atenções se voltassem para o prometido ajuste automático das reservas bancárias, que, se cumprido, levaria a economia ao colapso. Através de tal ajuste, as instituições financeiras deveriam cobrir com cruzeiros todas as suas deficiências em cruzados novos.

O BACEN arrefeceu as expectativas quanto a uma crise de liquidez ao estabelecer, como já havia feito com as instituições de poupança, um novo cronograma para que as instituições financeiras zerassem suas insuficiências em cruzados novos nas reservas bancárias até setembro de 1991. Foram mantidos os financiamentos aos títulos públicos e privados (Letras

Imobiliárias, CDB, LFT e BTN cambiais) emitidos em cruzados novos e com vencimento até setembro de 1991; aos créditos imobiliários, às aplicações rurais em cruzados novos e às operações de *leasing*.

Com as mudanças anunciadas, o recolhimento potencial de Cr\$ 900 bilhões se limitou efetivamente Cr\$ 55 bilhões. Mesmo assim, a disputa por recursos, empreendida por empresas e instituições financeiras, provocou grande instabilidade no mercado financeiro, abruptas oscilações das taxas de juros, aumento das operações de fechamento de câmbio e maior seletividade no fornecimento de crédito. Várias instituições financeiras recorreram sistematicamente às operações de redesconto e aos Depósitos de Saque Bancário (DSB), fazendo com que a Autoridade Monetária tornasse tanto estes quanto aquelas mais restritivos<sup>154</sup>.

Os problemas de liquidez enfrentados pelo setor financeiro em setembro, deveram-se também à fuga dos aplicadores dos títulos estaduais, em função das notícias quanto à insolvência de seus principais carregadores - os bancos estaduais. Antes, as dívidas estaduais eram administradas basicamente pelas distribuidoras dos estados, que não podem, por não serem bancos comerciais, recorrer ao redesconto. Com o fim da zeragem automática e o aperto da política monetária, o BACEN

<sup>154</sup>Q redesconto teve o seu custo básico elevado de 15% para 21% a.a. acima da rentabilidade das LTN de 28 dias do último leilão. Além disso, foi aumentado o *spread* cobrado às instituições que o reutilizassem em menos de 10 dias úteis, limite depois ampliado para 20 dias úteis. A partir de então, as instituições financeiras que recorressem ao redesconto mais de uma vez em menos de 20 dias úteis estariam sujeitas a um custo adicional de 0,04% ao dia. Quanto aos DSB, proibiu-se a sua utilização por parte de empresas e de instituições financeiras não participantes do sistema de compensação de cheques e outros papéis, restringindo-se o seu uso ao fornecimento de numerário às agências bancárias.



passou a garantir recursos a essas instituições através da Gerência de Operações Financeiras (GEROF) do Banco do Brasil. Quando o governo percebeu que os estados estavam gastando demais devido às campanhas eleitorais, suspendeu os empréstimos da GEROF e dificultou o acesso ao redesconto. Isto foi feito exatamente no momento em que os financiamentos aos títulos estaduais pela GEROF giravam em torno de US\$ 2 bilhões.<sup>152</sup>

Com a suspensão desses financiamentos, os bancos privados passaram a recusar os títulos estaduais e os estados transferiram a totalidade de suas dívidas para os seus bancos, obrigando-os a buscar financiamento no interbancário, pagando um prêmio de risco elevado, e no redesconto<sup>153</sup>. Novamente, o Banco Central teve que privilegiar a função de prestamista de última instância em detrimento da função de controlador da liquidez.

Os impactos do aperto monetário passaram a ser sentidos sobre o nível de atividade no bimestre outubro-novembro. A inflação, todavia, continuou sua trajetória ascendente, devido, em parte, às pressões de custo decorrentes da própria política monetária. A inexistência de resultados concretos em termos de

---

<sup>152</sup> NASSIF, Luís - Guerra do BC contra Estados. In: *Folha de S. Paulo*, 7/4/91, p. 3-3.

<sup>153</sup> Apesar de todos os indícios de que a liquidez esteve apertada em setembro - altas taxas de juros, seletividade do crédito etc -, a base monetária e o MI, que vinham caindo desde junho, apresentaram taxas de crescimento reais positivas. Estes resultados deveram-se às já citadas injeções de liquidez por parte da Autoridades Monetárias (através do redesconto e da recompra de títulos) e ao impacto expansionista das contas cambiais. Em setembro, o Banco Central promoveu uma mididesvalorização do câmbio (de forma espessada), que estava valorizado (devido a própria política monetária), para deter a queda do superávit comercial. Além da correção do câmbio, o fechamento de contratos de exportação foi estimulado pelo aumento das taxas de juros. O ajuste do câmbio acabou abatendo sobre as taxas inflacionárias, que também foram afetadas pelas expectativas quanto ao desenlace da crise do Golfo Pérsico.

redução das taxas inflacionárias passou a colocar limites à execução da política monetária já no final de novembro.

Em dezembro, os problemas com os títulos estaduais instabilizaram todo o mercado financeiro e, juntamente com a aceleração inflacionária, afetaram a colocação dos títulos federais, dificultando também a sua rolagem.

Assim, teve-se que, ao final de 1990, vários limites operacionais e políticos foram colocados à manutenção da política monetária contracionista. Dentre eles, a inexistência de resultados positivos no *front* inflacionário, os custos sociais e econômicos e os riscos de quebra de instituições financeiras, sobretudo de alguns bancos estaduais. Os financiamentos através do redesconto cresceram e o Banco Central voltou a realizar leilões informais de compra e venda de moeda, leilões estes suspensos desde a extinção da *zeragem automática* em maio. Através deles, procurou-se neutralizar os impactos expansionistas dos resgates de títulos federais que ocorreram por causa do fracasso de vários leilões formais - o mercado passou a exigir rentabilidades muito elevadas, rejeitadas pela Autoridade Monetária.

Enfim, a promessa da Reforma Monetária de devolver ao Banco Central o poder de arbitragem sobre a liquidez da economia e restaurar o raio de manobra da política monetária não foi cumprida. O BACEN recuperou apenas provisoriamente o controle monetário. O governo não conseguiu impor as perdas patrimoniais que pretendia ao setor privado. Este fato, em combinação com a

manutenção dos mecanismos de valorização financeira e com o precário controle da liquidez pelo BACEN entre março e maio, permitiu a formação de um circuito monetário com cruzados, onde vários agentes privados recompuseram sua liquidez<sup>154</sup> e parte da capacidade de criar moeda.

A política monetária marcadamente ortodoxa implementada a partir de meados do ano reduziu o nível de atividade, mas não convenceu os atores econômicos a abrir mão de suas atitudes defensivas. A perda pelo governo do controle do principal sustentáculo de sua política econômica nos últimos meses do ano acirrou as expectativas quanto ao regresso dos cruzados e à recomposição do arcabouço da moeda indexada. 1990 terminou com os agentes privados novamente achando que a Autoridade Monetária e o governo como um todo não eram capazes de sustentar suas políticas pelo tempo necessário para que a estabilidade fosse alcançada. Os fatos lhes deram razão.

---

<sup>154</sup> TEIXEIRA, A., op. cit., pp. 7-9.

Tabela 4.1

## FATORES DETERMINANTES DOS MEIOS DE PAGAMENTOS - 1990

Em Cr\$ Bilhoes

Discriminacao	19.03 a 30.04	MAIO	19.03 A 31.05	PART. (%)
A - Conversoes de NCz\$ p/ Cr\$ previstas na mp 168	2.342,8	507,0	2.849,8	74,4
Conversao inicial de M4 (1)	1.404,9	0,0	1.404,9	36,7
Rendimentos de cadernetas de poupanca ate 15/04	380,6	0,0	380,6	9,9
Titulos federais - vencimentos	36,1	10,2	46,3	1,2
Impostos federais	300,8	374,5	675,3	17,6
Impostos estaduais e municipais	147,6	64,9	215,5	5,5
Contribuicoes previdenciarias	61,4	47,8	109,2	2,9
Saques de contas conjuntas	11,4	9,6	21,0	0,6
B - Conversoes de NCz\$ para Cr\$ Autorizadas	227,5	133,0	360,5	9,4
Aposentados e pensionistas	96,5	89,6	186,1	4,9
Pagamento de folha salarial	41,2	1,5	42,7	1,1
Sociedades beneficiarias	42,4	4,7	47,1	1,2
Saques do PIS/PASEP	19,8	0,5	20,3	0,5
BNDS(portaria 218)	0,0	6,7	6,7	0,2
outras conversoes	27,6	30,0	57,6	1,5
C - Operacoes tipicas do Banco Central	128,7	196,2	325,0	8,5
Setor externo	108,8	95,9	204,8	5,3
Emprestimos de liquidez	19,9	100,3	120,2	3,1
D - Tesouro Nacional	(172,8)	(156,0)	(328,8)	(8,6)
Superavit de caixa (2)	(172,8)	(156,0)	(328,8)	(8,6)
E - Fatores residuais e exogenos	403,0	223,7	626,7	16,4
Cad. poupanca-rendimentos creditados apos 15/04	203,0	3,9	206,9	5,4
Rendimentos de COB	19,8	13,8	33,6	0,9
Outros fatores (3)	180,2	206,0	386,2	10,1
F - Total	2.929,2	903,9	3.833,2	100,0

Fonte: DICON/BACEN

- (1) Valor correspondente aos haveres financeiros imediatamente transformados em cruzeiros, dentro dos limites estabelecidos na mp 168
- (2) Pelo criterio do impacto monetario; nao inclui transferencias do Banco Central (resultado e remuneracao de disponibilidades)
- (3) Inclui efeito do multiplicador bancario e duplas contagens na consolidacao de M4.

Tabela 4.2

## PRINCIPAIS INDICADORES POS-PLANO COLLOR I - 1990

Variações Percentuais (%)

Período	Base Monetária	M1	M4	Inflação Oficial**	Correção Monetária	Correção Cambial	Balança Comercial	US\$ Paralelo	CDB	Overnight
Março	144,50	194,11	(28,90)	84,32	41,28	39,38	0,67	0,00	65,06	37,76
Abril	70,00	35,56	40,40	3,29	0,00	19,20	1,27	13,85	12,85	2,68
Maió	58,30	36,02	21,40	5,38	5,38	8,25	1,74	18,92	8,20	4,82
Junho	(9,20)	(0,52)	8,40	9,61	9,61	10,98	1,16	(1,14)	8,90	8,52
Julho	(9,00)	(0,05)	13,40	10,79	10,79	80,58	1,44	(4,60)	11,62	12,69
Agosto	2,60	9,27	13,20	10,58	10,58	13,00	1,03	(1,93)	10,16	11,46
Setembro	17,90	14,68	12,80	12,85	12,85	3,55	0,70	9,95	13,98	9,97
Acumulado	557,63	213,17	90,22	204,03	125,61	321,74	8,01	37,69	207,60	122,25

Fonte: Banco Central, FIBGE e Gazeta Mercantil.

Notas: \* - exceto Balança Comercial (em US\$ Bilhões)

\*\* - IPC-FIBGE





UNICAMP

Tabela 4.3

## TAXAS DE JURDS

(2)

	Taxas Nominais			Taxas Reais		
	Tit. Federais	CDB	Capital de Giro	Tit. Federais	CDB	Capital de Giro
1990						
Jan	63,50	66,40	70,20	(4,89)	(3,20)	(0,99)
Fev	78,70	77,80	89,20	4,08	3,55	10,19
Mar	34,70	69,20	93,20	(25,70)	(6,67)	6,56
Abr	2,70	14,40	20,80	(7,73)	2,79	8,54
Mai	4,90	7,90	10,10	(3,85)	(1,10)	0,92
Jun	8,40	9,40	11,10	(0,55)	0,37	1,93
Jul	11,90	14,08	17,10	(0,97)	0,96	3,63
Ago	6,90	10,70	13,10	(5,31)	(1,95)	0,18
Set	10,00	15,90	18,10	(1,52)	3,76	5,73
Out	10,50	18,90	23,20	(3,24)	4,12	7,88
Nov	13,90	21,20	24,20	(2,98)	3,24	5,79
Dez	16,40	22,10	27,20	(0,09)	4,81	9,18

Fonte: Relatorios do Banco Central e Revista Cenarios  
Deflator: IGP-DI



UNICAMP

Tabela 4.4

## PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Numero Indice: Dez/84=100

Final de Período	MI	Tit. Fed. Fora do BACEN	Depositos de Poupanca	Depositos a Prazo	Div. Mob. Est. e Municipal	Letras de Cambio	Letras Imob. e Hipotec.	Total
1990								
Jan	41	198	73	63	236	3	1.376	104
Fev	46	193	88	52	248	3	1.418	106
Mar	68	54	39	28	188	2	1.470	50
Abr	84	67	44	35	191	2	1.708	59
Mai	104	68	37	40	175	3	1.503	60
Jun	97	63	35	58	172	3	1.460	61
Jul	88	63	38	68	175	3	1.305	63
Ago	85	59	39	68	172	3	1.210	61
Set	89	50	39	72	175	4	1.212	60
Out	77	50	39	79	176	4	1.036	60
Nov	78	44	37	77	189	3	982	58
Dez	95	41	39	71	194	3	1.001	59

Fonte: Banco Central

Deflator: IGP-DI

Tabela 4.5

## PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Crescimento Real (%)

Final de Período	MI	Tit. Fed. Fora do BACEN	Depositos de Poupanca	Depositos a Prazo	Div. Mob. Est. e Municipal	Letras de Cambio	Letras Imob. e Hipotec.	Total
1990								
Jan	(35,02)	(9,27)	(12,97)	(10,54)	2,36	(26,73)	(10,21)	(11,22)
Fev	13,82	(2,58)	19,86	(16,65)	5,06	1,30	3,00	2,37
Mar	46,06	(72,06)	(55,90)	(45,72)	(24,06)	(37,65)	3,66	(52,84)
Abr	24,36	23,96	13,11	23,97	1,58	21,52	16,21	17,72
Mai	23,56	1,56	(15,30)	14,40	(8,26)	14,62	(12,01)	1,89
Jun	(6,27)	(6,34)	(6,71)	43,50	(1,65)	4,25	(2,82)	0,76
Jul	(9,87)	(0,06)	10,23	18,49	1,31	6,36	(10,61)	3,05
Ago	(2,89)	(6,75)	2,84	(1,07)	(1,51)	14,36	(7,27)	(2,30)
Set	4,00	(15,19)	(0,20)	6,46	1,80	12,16	0,10	(1,51)
Out	(12,70)	(1,04)	(0,33)	10,12	0,74	(7,89)	(14,52)	(0,64)
Nov	0,75	(11,89)	(4,71)	(2,28)	6,98	(10,17)	(5,14)	(3,24)
Dez	21,40	(5,19)	5,49	(8,29)	3,07	9,77	1,88	2,35
Acumul	51,20	(80,98)	(53,39)	1,45	(15,55)	(16,73)	(34,70)	(49,46)

Fonte: Banco Central

Deflator: IGP-DI

Tabela 4.6

## BASE MONETARIA

Em Cr\$ milhões

Final de Periodo	Papel Moeda em Circulacao	Reservas Bancarias	Total	Crescimento Real (%)
Dez/1988	43.926	23.509	67.435	
1990				
Jan	46.473	33.827	80.300	(17,48)
Fev	87.605	52.399	140.004	16,70
Mar	259.493	82.869	342.362	42,26
Abr	366.660	215.435	582.095	(0,98)
Mai	472.687	448.841	921.528	(12,68)
Jun	477.415	339.351	836.766	(18,42)
Jul	443.179	318.403	761.582	(16,58)
Ago	496.013	285.599	781.612	(5,84)
Set	594.799	326.586	921.385	4,32
Out	578.832	341.008	919.840	(11,57)
Nov	706.918	319.345	1.026.263	(0,12)
Dez	1.044.649	576.622	1.621.271	38,33
Acum. Ano				43,40

Fonte: Dicon/BACEN

Deflator: IGP-DI

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Procurou-se, ao longo deste trabalho, discutir a redução do espaço operacional do Banco Central do Brasil na execução da política monetária no contexto institucional da moeda indexada. Partiu-se da hipótese de que o conjunto de aplicações líquidas, rentáveis e seguras, lastreadas basicamente em títulos públicos, eliminava praticamente toda a capacidade da Autoridade Monetária afetar o volume de reservas dos bancos e a liquidez da economia. Outra hipótese foi que a eliminação da *zeragem automática*, esteio básico do sistema da moeda indexada, não devolveria ao BACEN, por si só, o raio de manobra necessário para influenciar as decisões e a capacidade de gasto dos agentes através do mercado de crédito.

Inicialmente, reconstituiu-se o arcabouço institucional da moeda indexada desde as suas origens com a criação dos contratos financeiros indexados pelas reformas de 1964-65, destacando-se as implicações das novas regras sobre a gestão monetária. Nesse sentido, ênfase especial foi dada à permanência por mais de 20 anos de duas autoridades monetárias autônomas com funções outras que não as de um banco central clássico e à vinculação estabelecida entre as contas externas e a gestão da moeda.

A existência de duas Autoridades Monetárias com funções de banco de fomento e a imbricação entre as contas destas



e as do Tesouro Nacional passaram a impor dificuldades crescentes à gestão monetária ainda nos anos 70, a partir do final do chamado "milagre brasileiro". A *conta movimento* (que conferia poder emissor ao Banco do Brasil) e a Lei Complementar nº 12 (que outorgava ao Banco Central plenos poderes na administração da dívida pública mobiliária) tornavam possível a realização de inúmeros gastos sem dotação específica de recursos. Equivale a dizer, de inúmeros gastos extra-orçamentários, que rebatiam sobre o Orçamento Monetário, orçamento que, em tese, deveria compatibilizar as contas das duas Autoridades Monetárias.

Nos anos 70, a não-realização do poder de compra internacional (aumento das reservas cambiais) e as diversas demandas sobre recursos públicos foram financiadas através do aumento da base monetária ou, preferencialmente, da colocação de títulos públicos, sobretudo, LTN. Colocando esses títulos e não ORTN, o governo obtinha uma maior penetração no mercado financeiro e, conseqüentemente, um controle maior sobre a liquidez, mas a um custo bastante elevado. A concentração de vencimentos, já naquela época, implicava grande necessidade de refinanciamentos em prazos curtos e, em pressão permanente sobre o sistema financeiro, o que comprometia a própria administração da dívida pública, para fins de política fiscal ou de política monetária. Aliás, a flexibilidade conferida ao Banco Central pela Lei Complementar nº 12 não permitia saber se os títulos estavam sendo colocados por um ou por outro motivo.

Devido à inexistência de outros tomadores finais para os títulos públicos a maior parte deles foi absorvida pelas instituições financeiras e utilizada como lastro para operações de *open market*, operações introduzidas efetivamente no País no final dos anos 60. Para contornar os problemas decorrentes da elevada alavancagem com que estas instituições passaram a trabalhar, instituiu-se o mecanismo da *zeragem automática*. Através dele, o Banco Central passou a garantir financiamento diário e sem custo punitivo às carteiras de títulos públicos das instituições financeiras, acomodando instantaneamente as preferências dos agentes por moeda ou por títulos. Em consequência, ficou fragilizada a transmissão da política monetária para o setor não-financeiro através de alterações no volume de crédito disponível.

A generalização da *carta de recompra* e a *zeragem automática* permitiram que a economia convivesse com dois tipos de liquidez à medida que a inflação se acelerava: a monetária e a financeira. Estes dois tipos de liquidez surgiram como decorrência da instituição de dois tipos de dinheiro pelas reformas dos anos 60, o de curso forçado (M1) e o *dinheiro financeiro* (contrato indexado). Dinheiro este formado por títulos protegidos da desvalorização inflacionária e reconversíveis à forma monetária original sem maiores custos<sup>155</sup>.

A *zeragem automática* adquiriu uma importância fundamental nos anos 80, a partir do ajuste monetário do Balanço

<sup>155</sup>TAVARES, M. C. - O Sistema Financeiro ... In op. cit., passim.

de Pagamentos entre 1981 e 1984. Durante este período, o Estado, através de mecanismos como isenções e incentivos fiscais, subsídios, Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira e ORTN cambiais, possibilitou que o setor privado se recompusesse patrimonial e financeiramente. Este setor tornou-se, então, credor líquido do Tesouro Nacional e do sistema financeiro à custa do aprofundamento da crise das contas públicas.

A dívida externa foi estatizada e substituída por dívida interna enquanto fonte de financiamento do setor público e o sistema financeiro sofreu importantes alterações operacionais e institucionais, adequando-se para atender às demandas do setor não-financeiro por aplicações de curto prazo. As aplicações oferecidas (geralmente de um dia), lastreadas em títulos públicos e com liquidez garantida pelo Banco Central, ficaram conhecidas como moeda indexada. Essas aplicações, ainda que disfarçadas de operações de compra e venda de títulos, possuíam poder liberatório semelhante ao dos depósitos à vista, confundindo-se com os meios de pagamento convencionais (M1).

O sistema da moeda indexada foi aperfeiçoado no governo Sarney com o fracasso dos planos de estabilização implementados e a conseqüente aceleração inflacionária. A reordenação financeira das contas do setor público em 1986/88, com a eliminação da *conta movimento* do Banco do Brasil e da Lei Complementar n. 12, a unificação dos Orçamentos do governo federal etc, não capaz de devolver ao Banco Central a capacidade de gerir a moeda. O elevado estoque de ativos financeiros plenamente líquidos tornou

pouco eficientes os ganhos realizados na administração dos fluxos, principalmente em razão das expectativas dos agentes quanto à deflagração de um processo hiperinflacionário.

Ao final do governo Sarney, auge do sistema da moeda indexada, a liquidez da economia era inteiramente determinada pelos agentes (públicos e privados). Ficava a critério destes a repartição dos recursos financeiros do País entre moeda convencional (M1) e títulos. Esta repartição podia ser alterada a cada instante, ao ter praticamente custo zero, em função de mudanças nas expectativas daqueles agentes.

Com isso, a Autoridade Monetária limitava-se a tentar praticar taxas de juros elevadas, independentemente do nível de liquidez, para impedir que os recursos aplicados no sistema financeiro fossem direcionados para o consumo e/ou para mercados especulativos. Ao serem estabelecidos unilateralmente pelo BACEN, juros economia deixavam de guardar qualquer vinculação com a demanda e a oferta de dinheiro no mercado.

Em síntese, através da moeda indexada, o Estado reassumiu formalmente a gestão monetária, mas não restaurou o controle da política monetária.<sup>156</sup> Ao contrário. Progressivamente mais e mais limites foram sendo impostos à essa política, obrigando-o a aperfeiçoar o sistema da moeda indexada a cada momento que o setor privado punha em xeque a falsa unidade monetária.<sup>157</sup> Nos últimos anos da década de 80, a oferta de moeda

<sup>156</sup>BELLUZZO, L. G. & ALMEIDA, J. S. G. de - op. cit., p. 67.

<sup>157</sup>Loc. cit.



era totalmente endógena, cabendo à Autoridade Monetária apenas sancioná-la.

A escassez de material escrito sobre as especificidades da gestão monetária no contexto da moeda indexada fez com que, no Capítulo III, se empreendesse um esforço inicial nesse sentido. Para uma melhor identificação e compreensão daquelas especificidades, tentou-se fazer uma análise comparada entre a operacionalidade da política monetária com e sem o instrumento da *zeragem automática*. Nesse Capítulo, buscou-se também levantar os limites colocados à transmissão monetária no Brasil no período recente.

Acredita-se que confirmou-se a hipótese de que a política monetária tinha um poder reduzido sobre as reservas bancárias devido ao mecanismo da *zeragem automática* e, conseqüentemente, sobre as operações ativas dos bancos. Acredita-se também que comprovou-se que a eliminação da *armadilha da zeragem automática* por si só não devolveria ao Banco Central o raio de manobra necessário para afetar as decisões e a capacidade dos agentes através do mercado de crédito. Isto em razão das características da estrutura e das relações financeiras nacionais. Dentre estas características, poder-se-ia citar a reduzida importância do crédito para a geração do produto global e a vinculação dos custos dos contratos imobiliários do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) à política salarial e não ao nível dos juros no mercado financeiro.

Em 1990, através da imobilização de boa parte dos ativos financeiros e de outras medidas posteriores, procurou-se devolver ao Banco Central o poder de arbitragem sobre a liquidez da economia. O governo, todavia, não conseguiu fazer o prometido e necessário ajuste patrimonial entre os setores público e privado. O BACEN recuperou o controle monetário apenas transitoriamente.

Devido a erros de concepção embutidos no Plano Collor I<sup>150</sup>, à permanência dos instrumentos de valorização financeira e à precária gestão monetária entre março e maio, formou-se um circuito monetário na moeda velha. Esse circuito permitiu que, rápida e desordenadamente, alguns agentes recompusessem sua liquidez e a capacidade de especular contra a estabilização da economia.

O Banco Central procurou reverter a situação tomando, a partir de maio, inúmeras medidas para desmontar a *armadilha da moeda indexada*. Substituiu-se o mecanismo da *zeragem automática* por uma linha de *redesconto punitivo*, relançaram-se as LTN e instituiu-se a cobrança de IOF sobre as operações financeiras de curto prazo. Essas medidas marcaram o início de uma nova fase da política econômica do governo Collor, marcadamente ortodoxa e centrada na política monetária. A essa política atribuiu-se, a partir de então, a função de reduzir as taxas inflacionária e não

---

<sup>150</sup> Como a possibilidades de quitação de contribuições previdenciárias e tributos a vencer com a moeda velha, ou seja, com cruzados novos.

apenas a de consolidar a estabilidade dos preços a ser alcançada por outros meios, como de início.

A política monetária implementada afetou o nível de atividade e pôs em risco várias instituições financeiras, mas não logrou resultados positivos no *front* inflacionário, o que colocou vários limites à sua manutenção.

Em 1990, ficou absolutamente claro que políticas restritivas não são neutras, dado que os diversos agentes têm poderes diferenciados para resistir à sua ação. Seus custos, quando não negociados com setores representativos da sociedade, são desigualmente distribuídos, recaindo, em sua maior parte, sobre aqueles setores mais desorganizados e com menor poder de barganha.

O fracasso de mais uma tentativa de estabilização mostrou que "nenhum plano econômico, por mais consistente que seja do ponto de vista macroeconômico, por mais coerente que seja do ponto de vista técnico, dará resultados efetivos e duradouros, se não estiver firmemente apoiado em uma sólida vontade política"<sup>139</sup>. Todas as tentativas recentes de estabilização bem sucedidas envolveram algum tipo de entendimento social, algum tipo de acordo político. Até o momento, a sociedade brasileira tem buscado, sem sucesso, ser a exceção.

---

<sup>139</sup>TEIXEIRA, A., *op. cit.*, p. 23.



REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Júlio Sérgio G. de - *Estrutura Patrimonial e Desempenho Financeiro: A Empresa Estatal e a Grande Empresa Privada na Crise Atual*, IESP/FUNDAP, S. Paulo, 1985.

ALMEIDA, Júlio Sérgio G. de - *Problemas da Estrutura Bancária*. Rio de Janeiro. Debate Econômico - CORECON, Julho, 1985.

ALMEIDA, Júlio Sérgio G. de - *Tendências Estruturais do Sistema Financeiro*. IESP/FUNDAP, Relatório de Pesquisa, n. 7, S. Paulo, 1988.

ANÁLISE DE CONJUNTURA ECONÔMICA. Secretaria de Economia e Planejamento do Estado de São Paulo. Vários Números.

ANDRADE, Rogério P. - *Hiperinflação e Dívida Pública*. In: *Folha de S. Paulo*, 30/11/1988.

ARIDA, Pérsio & LARA RESENDE, André - *Inflação Inercial e Reforma Monetária*. In: ARIDA, P. (org.) - *Inflação Zero - Brasil, Argentina e Israel*. Rio de Janeiro, 1986, Ed. Paz e Terra, pp. 11-35.

BAER, Mônica - *A Internacionalização Financeira do Brasil*. Vozes, Petrópolis, 1986.

BAIN, A. D. - *The Control of the Money Supply*. New York: University of Sheffield, Penguim Modern Economics, 1976, Second Edition.

BARBOSA, Fernando de H. - *O Mercado Aberto Brasileiro: Análise dos Procedimentos Operacionais*. In: *Anais ANPEC*, 1990, pp. 685-709.

BELLUZZO, Luiz G. de Mello & ALMEIDA, Júlio Sérgio G. de - *Crise e Reforma Monetária no Brasil*. In: *São Paulo em Perspectiva*, 4(1):63-75, jan/mar 1990.

BELLUZZO, Luiz G. de Mello - *O Senhor e o Unicórnio*, Brasiliense, 1984.

BIANCHI, Carluccio - *Teorias da Moeda*. Ed. Presença, Lisboa, s.d.

BIASOTO JR., G. - *Endividamento Externo e Desequilíbrio Financeiro do Setor Público na Primeira Metade dos Anos Ditados*. Tese de Mestrado/UNICAMP, Campinas, 1988.



- BODIN DE MORAES, Pedro - A Condução da Política Monetária durante o Plano Cruzado. In: *Revista de Economia Política*, v. 10, nº 2, abr-jun/1990, pp 42-43.
- BOLETIM DE CONJUNTURA. CECON/Instituto de Economia/UNICAMP. Vários Números.
- BOLETIM DE CONJUNTURA. Instituto de Economia Industrial/UFRJ. Vários Números.
- BONTEMPO, Hélio César - *Transferências Externas e Financiamento do Governo Federal*, Rio de Janeiro, CEMEI/FGV, 1987.
- BONTEMPO, Hélio César - *Transferências Externas e Financiamento do Governo Federal e Autoridades Monetárias*. In: IESP/FUNDAF - *Dívida Externa*. Textos para Discussão 17, S. Paulo, Dez/1988, pp. 11-33.
- BRANDÃO, Carlos. - A Dívida Pública Interna, Seus Problemas e Soluções, Primeira Parte. *Revista Conjuntura Econômica*, outubro de 1989.
- BRANDÃO, Carlos. - A Dívida Pública Interna, Seus Problemas e Soluções, Segunda Parte. *Revista Conjuntura Econômica*, novembro de 1989.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos - Discurso ao assumir o Ministério da Fazenda. In: *Revista de Economia Política*, v. 7, nº 4, out-dez/1987.
- BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos - Pronunciamento do Ministro Bresser Pereira durante o anúncio do chamado Plano Bresser em 12-06-87. In: *Revista de Economia Política*, v. 7, nº 4, out-dez/1987.
- BRESSER PERREIRA, Luiz Carlos - Antecedentes Teóricos da Reforma Monetária. In: *Revista de Economia Política*, v. 6, n. 3, jul-set/1986, pp.123-124. (Artigo publicado originalmente na Folha de S. Paulo, 04-03-1986.)
- BRESSER PERREIRA, Luiz Carlos - Inflação Inercial e Plano Cruzado. In: *Revista de Economia Política*, vol. 6, n. 3, jul-set/1986.
- CARDIN DE CARVALHO, Fernando J.- *Política monetária e Estabilização*. In: *Boletim de Conjuntura*, IEI/UFRJ, dezembro de 1990. pp. 103- 122.
- CARNEIRO, Ricardo & BUAINAIN, Antônio Márcio. (org.) - O Retorno da Ortodoxia, Bienal/UNICAMP, 1989.
- CARNEIRO, Ricardo & ROMANO, Ricardo - *A Heterodoxia Conservadora*. In CARNEIRO, R. (Org.) - *A Heterodoxia em Xequê*, São Paulo, BIENAL-UNICAMP, 1988.



- CARNEIRO, Ricardo- (org.) - *A Política Econômica do Cruzado*. Bienal/UNICAMP, 1987.
- CARNEIRO, Ricardo- *A Trajetória do Plano Cruzado*. In: \_\_\_\_\_(org.) - *A Política Econômica do Cruzado*. Bienal/UNICAMP, 1987
- CARVALHO, Carlos Eduardo - *Liquidez e Choques Antiinflacionários*. IESP/FUNDAP, Jan/1991.
- CASTRO, Luís P. de C. & LUNDBERG, Eduardo L. - *Desequilíbrio Financeiro do Setor Público e seu Impacto sobre o Orçamento Monetário*, SEPLAN, 1985, mimeo.
- CAVALCANTI, Carlos B. - *Transferência de Recursos ao Exterior e Substituição de Dívida Externa por Dívida Interna*. Rio de Janeiro, 1988, Prêmio BNDES de Economia.
- COSTA, Fernando N. - *Moeda Endógena, Taxa de Juros Exógena*, Campinas, UNICAMP, 1991, mimeo.
- COSTA, Fernando N. da - *Dois Passos Adiante, Um Passo Atras: O Sistema Financeiro no Ano do Cruzado*. In Carneiro, R. (org.) - *A Política Econômica do Cruzado*, Bienal/UNICAMP, 1987, pp. 147-176.
- COSTA, Fernando N. da - *Política Monetária Ativa e Instabilidade Financeira*. In: CARNEIRO, R. (org.) - *A Heterodoxia em Xaque*, São Paulo, BIENAL-UNICAMP, s.d., 1988, pp. 69-101.
- CRUZ, Paulo Davidoff - *Dívida Externa e Política Econômica: A Experiência Brasileira dos Anos Setenta*. Brasiliense, S. Paulo, 1984.
- DORNBUSH, Rudiger - *A Reforma Monetária no Brasil*. In: *Revista de Economia Política*, v. 6, n. 3, jul-set/1986, pp.121-123. Artigo publicado originalmente na Folha de S. Paulo, 02-03-1986.
- FERREIRA, Carlos K. L. & FREITAS, Maria Cristina P. - *A Independência do Banco Central e o Controle dos Agregados Monetários no Contexto Internacional: Questões para o Brasil*. In: *Anais ANPEC*, 1990, pp. 737-756.
- FERREIRA, Carlos K. L. & FREITAS, Maria Cristina P. de - *O Mercado Internacional de Crédito e as Inovações Financeiras nos Anos 70 e 80*. IESP/FUNDAP, S. Paulo, jan/1989.
- FERREIRA, Carlos K. L.- *Política Monetária Ativa e Consistência Fiscal: A Experiência de 1988/89*. São Paulo, IESP/FUNDAP, texto para discussão nº 1, ano 5, março/90.



FERREIRA, Edésio. - *A Política monetária no Brasil: o Banco Central como Banco de Fomento e Atual Controversia sobre o Modelo Institucional*. Brasília, 1979, mimeo.

FRAGA NETO, Arminio & LARA RESENDE, André - Déficit, Dívida e Ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro. In: *Revista de Economia Política*, vol. 5, n.4, out-dez/1985, pp. 57-66.

FRAGA NETO, Arminio - Problemas de Controle Monetário no Brasil. In: *Revista de Economia Política*, vol. 8, n. 1, jan-mar/1988, pp. 71-81.

FRANCO, Gustavo H. B. - Política de Estabilização no Brasil: Algumas Lições do Plano Cruzado. In *Revista de Economia Política*, vol. 8, n. 2, abr-jun/1988.

FUNDAP - *Evolução e Impasses do Crédito*, São Paulo, 1988.

GOLDENSTEIN, Lídia - *Da Heterodoxia ao FMI: A Política Econômica de 1979 a 1982*. Tese de Mestrado, IE/UNICAMP, 1985.

KALDOR, Nicholas. - *The Scource of Monetarism*. - London: Oxford University Press, 1982.

KILSZTAJN, S. - *Autoridades Monetárias, Dívida Externa e Haveres Financeiros: Brasil - Anos Oitenta*. Tese de Doutorado, Campinas, UNICAMP, 1984.

LARA RESENDE, André - A moeda indexada: nem mágica nem panacéia. In: *Revista de Economia Política*, vol. 5, n. 2, abr-jun/1985, pp. 124-129.

LARA RESENDE, André - A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. In: *Revista de Economia Política*, vol. 5, n. 2, abr-jun/1985, pp. 130-134.

LEEUEW, Frank de & GRAMLICH, Edward M. - The Channels of Monetary Policy: A Furter Report on the Federal Reserve-MIT Model. In: *Journal of Finance*, Vol. 24, N. 2, May, 1969, pp. 265-290.

LOPES, Francisco - Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. In: *Revista de Economia Política*, vol. 5, n. 2, abr-jun/1985, pp.135-151.

LUNDBERG, E. - Orçamento Monetário e Socialização dos Prejuízos da Crise Cambial. In *Revista de Economia Política*, vol.5, n.1, Brasiliense, S. Paulo, 1985.

LUNDBERG, E. L. - *O Problema Fiscal da Transferência e a Execução do Orçamento Monetário*, s.n.t.

MARQUES, Maria Sílvia B.- O Plano Cruzado: Teoria e Prática. In *Revista de Economia Política*, v. 8, nº 3, jul/set-1988, pp. 108-109.

- MARTONE, Celso Luiz - O Fantasma de 1980. In: Revista de Economia Política, v. 6, n. 3, jul-set/1986, pp.146-147. Artigo publicado originalmente na Folha de S. Paulo, 30-04-1986.
- MARTONE, Celso Luiz; LUQUE, Carlos Antonio & LOPES Luiz M. - *Mercado Financeiro e Ajustamento Macroeconômico Brasileiro, 1978-1985*. S. Paulo, IPE/USP, 1986.
- MAUSKOPF, Eileen - *The Transmission Channels of monetary Policy: How Have They Changed?* - FEDERAL RESERVE BULLETIN, December/1990, pp. 985-1008.
- MENDONÇA DE BARROS, Luiz Carlos - *A Moeda Indexada*. São Paulo, 1990, mimeo.
- MINSKY, Hyman P. - *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press - New Haven and London, 1986.
- MONTORO FILHO, A.F. - *Moeda e Sistema Financeiro no Brasil*. IPEA/INPES, 1982, mimeo.
- MOURA DA SILVA, Adroaldo & DORNBUSH, Rudiger - Taxa de Juros e Depósitos em Moeda estrangeira no Brasil. In *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, jan-mar/1986.
- MOURA DA SILVA, Adroaldo - *Ajuste e Desequilíbrio: Exercício Prospectivo sobre a Economia Brasileira (80/84)*, S. Paulo, USP, 1984, mimeo.
- MOURA DA SILVA, Adroaldo - *Intermediação Financeira no Brasil: Origens, Estrutura e Problemas*. São Paulo, FIPE/USP, 1979.
- NAKANO, Yoshiaki - O Programa de Estabilização Econômica In: *Revista de Economia Política*, v. 6, n. 3, jul-set/1986, pp.140-141. Artigo publicado originalmente em *Economia em Perspectiva - Carta de Conjuntura*, n. 22, março/1986.
- NASSIF, Luís - *Guerra do BC contra Estados*. In Folha de S. Paulo, 7/4/91, p. 3-3.
- OLIVEIRA, Domério N. - *Política Monetária e Dinâmica Bancária: Uma Revisão Crítica dos Conceitos e da Experiência Brasileira Pós 1980*. Tese de Mestrado, UNICAMP, 1983.
- OLIVEIRA, Fabrício A. & BIASOTO JR., Geraldo - As Finanças Públicas da Nova República. In CARNEIRO, R. (org.) - *Política Econômica da Nova República*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986, p. 158.
- OLIVEIRA, Fabrício A. & BIASOTO JR., Geraldo - *A Política Econômica no Limiar da Hiperinflação* - São Paulo-Campinas, 1990, HUCITEC/FECAMP.





OLIVEIRA, Fabrício A. & BIASOTO JR., Geraldo - *A Política Econômica no Limiar da Hiperinflação* - São Paulo- Campinas, 1990, HUCITEC/FECAMP.

OLIVEIRA, Fabrício A. - *A Economia Brasileira em Preto e Branco* . São Paulo-Campinas, Editora Hucitec, FECAMP, 1991.

OLIVEIRA, João C. - *Reordenamento Financeiro do Governo Federal: Implicações da Lei Complementar n. 12*. UnB-SEPLAN, fev/86, mimeo.

PAIVA, Luiz Carlos P. - *A Programação Monetária até o Advento do Voto CMN n. 45/86*. Brasília, 1986, mimeo.

PARK, Y. C. - *Some Current Issues on The Transmission process of Monetary Policy*, s.n.t.

PASTORE, Affonso C. - *A Autópsia do Plano Cruzado*. Jornal Folha de S. Paulo, 28/12/1986, p.32. Artigo reproduzido pela Revista de Economia Política v.7, nº 2, abr-jun/1987. pp 137-140.

PASTORE, Affonso Celso - *A Reforma Monetária do Plano Collor*, s.n.t., mimeo.

RÊGO, Elba Cristina L. - *Reordenamento Financeiro do Setor Público e Reforma Financeira*. In: CARNEIRO, R. (org.) - *A Heterodoxia em Xequê*. s.l., s.d. Bienal/UNICAMP, pp. 103-109.

RÊGO, Elba Cristina L. - *Política Monetária em 1988: O Retorno da Ortodoxia*. Campinas, 1989, mimeo.

RÊGO, Elba Cristina L. - *Política Monetária: O Último Recurso Contra a Hiperinflação*. In: OLIVEIRA, F. A. & BIASOTO JR., G. - *A Política Econômica no Limiar da Hiperinflação* - São Paulo- Campinas, 1990, HUCITEC/FECAMP, pp. 141-160.

RÊGO, Elba Cristina L. - *Política Monetária em 1990: Alterações e Limites*. In: OLIVEIRA, F. A. - *A Economia Brasileira em Preto e Branco* . São Paulo-Campinas, 1991. Editora Hucitec, FECAMP, pp. 141-166.

RÊGO, José Márcio - *Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra, 1986.

ROUSSEAS, S.- *Post-Keynesian Monetary Economic*. M.E. Sharp, Armonk, NY, 1984.

SILVA, Peri A. - *Política Monetária e Desenvolvimento Financeiro*. Rio de Janeiro, 1981, Editora Interciência.

SILVA, Peri A. - *Técnica de Mercado Aberto*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1984, 4ª Edição.

- SUBSÍDIOS PARA A POLÍTICA FINANCEIRA. Relatório da COPAG. In: *Revista de Economia Política*, vol. 5, n. 4, out-dez/1985, pp. 138-145.
- TAVARES, Maria da Conceição & ASSIS, José Carlos de - *O Grande Salto para o Caos: A Economia Política e a Política Econômica do Regime Autoritário*. Rio de Janeiro, Jorge Zahar Editor, 1985.
- TAVARES, Maria da Conceição - Desequilíbrio Financeiro do Setor Público. In: *Boletim de Conjuntura*, IEI/UFRJ, vol. 7, n. 4, nov/1987, pp. 91-112.
- TAVARES, Maria da Conceição - Natureza e Contradições do Desenvolvimento Financeiro Recente. In: \_\_\_\_\_ *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro - Ensaio sobre Economia Brasileira*. Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1982, Décima Edição, pp. 209-263.
- TAVARES, Maria da Conceição - O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente. In: BELLUZZO, L. G. & COUTINHO, R. (org.) - *Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 2*. S. Paulo, Ed. Brasiliense, 1983, pp. 107-138.
- TAVARES, Maria da Conceição e LESSA, Carlos - *Desenvolvimento da Política Industrial da Década de 70 - Impasses e Alternativas*. IEI/UFRJ, Rio de Janeiro, 1984, mimeo.
- TAVARES, Maria da Conceição; ALMEIDA, Júlio Sérgio G. de & TEIXEIRA, Aloísio - *Relatório de Pesquisa Sistema Financeiro e Crédito no Brasil*. FINEP, Rio de Janeiro, 1986, mimeo.
- TEIXEIRA, Aloísio - *A Feira das Ilusões - a evolução da política econômica do governo Collor*. IEI/UFRJ, Caderno de Conjuntura nº 6, dez/90.
- TEIXEIRA, Eduardo & BIASOTO JR., Geraldo - *Setor Público nos Anos Díficil: Desequilíbrios e Ruptura do Padrão e Financiamento*. CECOM/UNICAMP, Estudo Especial, s.d.
- TEIXEIRA, Natermes - *O Sistema Bancário Brasileiro e suas Transformações Frente à Crise Atual*. Tese de Doutorado, IE/UNICAMP, 1985.
- ZINI JR., A. - *Uma Avaliação do Setor Financeiro no Brasil: Da Reforma de 1964/65 à Crise dos Anos Díficil*. Tese de Mestrado, DEFE/UNICAMP, 1983.

## FONTES DE PESQUISA

Arquivos do Centro de Estudos de Conjuntura (CECON) do Instituto de Economia da UNICAMP.

Boletins do Banco Central do Brasil - 1980/1990.

Brasil Programa Econômico (Banco Central) - 1985/ 1990.

Relatórios Banco Central do Brasil - 1980/1990.

Revista Conjuntura Econômica da Fundação Getúlio Vargas - Vários Números.

Revista Cenários. Vários Números.