

Título do capítulo

**NOVOS RUMOS PARA O SISTEMA
FINANCEIRO**

Autores (as)

Carlos von Doellinger

DOI

Título do livro

O Brasil no fim do século: desafios e propostas
para ação governamental

Editor (es)

Volume

Série

Cidade

Editora

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea)

Ano

1994

Edição

1ª

ISBN

DOI

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 1994

As publicações do Ipea estão disponíveis para *download* gratuito nos formatos PDF (todas) e EPUB (livros e periódicos). Acesse: <http://repositorio.ipea.gov.br>

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

Novos Rumos para o Sistema Financeiro

Carlos von Doellinger*

Há uma disfunção crescente no sistema financeiro brasileiro que se iniciou com a utilização abusiva da política monetária de juros reais elevados como instrumento quase exclusivo de ação do governo, a partir de 1981. Essa disfunção se caracteriza pela perda do papel econômico do sistema financeiro que, de intermediador de recursos ao sistema produtivo, passou a agente financiador do setor público, notadamente através da dívida pública.

As conseqüências dessa disfunção, no entanto, não se esgotam na perda de dinamismo do setor produtivo, principalmente com a queda dos investimentos. Vão muito além. A indução a juros exorbitantes nos mercados financeiros, feita através da remuneração dos títulos públicos, gerou um mecanismo auto-alimentador da dívida pública e criou tantas dificuldades a sua administração que a transformou em ativo financeiro de pronta liquidez, propiciada através da recompra pelo Banco Central.

A liquidez plena, combinada à elevada remuneração real, acabou por minar a própria eficácia da política monetária, transformando-a em subproduto da especulação financeira. Na terminologia técnica, a dívida pública transformou-se em "quase-moeda", ou seja, um substituto imediato da moeda tradicional (M1) mas de controle quase inviável pela autoridade monetária, já que cresce e se alimenta pelos seus próprios custos. Hoje, portanto, a política de juros altos é não apenas social e economicamente onerosa, mas também ineficiente para seus próprios objetivos.

* Economista e consultor de empresas.

Por que se chegou a essa situação e por que não se consegue sair dela? Essa questão tem intrigado a muitos e afigura-se extremamente complexa, a ponto de nos levar a esquecer a existência de alternativas. No restante desse trabalho procura-se mostrar que é possível escapar desse círculo vicioso através de nova formulação da política monetária, mas sobretudo pela reorientação das funções do Banco Central.

1 - Breve Retrospectiva da Política Monetária da Década de 80

O impacto da segunda crise do petróleo, deflagrada em meados de 1979, agravado pela crise financeira internacional que se iniciara ao final daquele ano com a escalada das taxas de juros internas da economia norte-americana, teve repercussões devastadoras sobre a economia brasileira. Causou desequilíbrios sem precedentes em nosso balanço de pagamentos e forçou a necessidade de duas maxidesvalorizações cambiais: a primeira em dezembro de 1979 e a segunda em fevereiro de 1983, no auge da crise da dívida externa.

Ao final de 1980 já se delineava a crise cambial que teve seu momento mais dramático em setembro de 1982, logo após a moratória da dívida externa mexicana. Naquele ano, as reservas de divisas do país se esgotaram totalmente. Porém, o governo brasileiro não se deu conta de imediato da gravidade do quadro e ainda tentou preservar o crescimento praticando uma política monetária expansiva. No entanto, ao se iniciar o ano de 1981, o então Ministro do Planejamento, Delfim Neto, deu uma guinada de 180 graus e iniciou a política monetária de juros reais elevados que permanece até hoje, interrompida apenas por poucos meses, na fase inicial do Plano Cruzado.

Segundo dados publicados pelo próprio Banco Central, as taxas de juros reais médias anuais no Brasil passaram de -30% em 1980 para -4% em 1981 e 11,1% em 1982 (taxas médias do *overnight*). A escala iria prosseguir ao longo da década até atingir o inacreditável nível de 43,4% em 1989. Em 1993 essa taxa média, segundo a Fundação Getúlio Vargas, atingiu 26%, colocando o Brasil na posição nada invejável de recordista mundial de juros altos.

A política de juros altos do Banco Central anulou os demais instrumentos de política monetária que até então eram mais frequentemente utilizados no Brasil, tais como os controles quantitativos de operações ativas e passivas do sistema financeiro, as reservas compulsórias e o redesconto bancário. A política de *open market*, que era feita em sua forma tradicional usando como lastro as letras do Tesouro (LTN), metamorfoseou-se ao longo do tempo

em instrumento de administração da dívida pública pelo Banco Central e serviu de indução permanente à prática de juros reais superiores a qualquer rentabilidade de ativos em nossa economia, por mais especulativos que fossem. Não se tem registro na história econômica mundial de procedimento desse tipo por tão longo período de tempo.

Como se viu, o objetivo inicial desse tipo de política contracionista era o reequilíbrio das contas do balanço de pagamentos e a recuperação das reservas internacionais. Essa meta foi rapidamente atingida. Em 1984, o saldo da balança de bens e serviços (exclusive itens financeiros) chegou a US\$ 11,4 bilhões, cobrindo inteiramente os encargos financeiros da dívida externa, depois de ter atingido o saldo negativo de US\$ 2,8 bilhões em 1982. Em outras épocas, ao longo da década, como ao final de 1986, ou em meados de 1989, os desequilíbrios voltaram parcialmente, causados então por desequilíbrios internos, mas sempre foram prontamente debelados.

O fenômeno da escalada inflacionária, no entanto, que surgiu inicialmente na esteira da crise internacional, mostrou-se crescentemente resistente à terapia dos juros altos. Salvo alguns curtos períodos de trégua nos primeiros meses de cada um dos sete planos de estabilização implementados ao longo dos últimos 14 anos, o índice médio anual de elevação de preços passou do patamar de 100%, em 1980, para mais de 200% em 1983, superou 400% em 1987, até atingir a quase 2.000% em 1989, recuou para o patamar de 500% entre 1991 e 1992 e voltou a disparar em 1993, superando 2.700%.

Esses resultados deveriam ser suficientes para levar à forte suspeita de que a política monetária prevalecente ao longo de todos esses anos tem sido, no mínimo, extremamente ineficaz no que concerne à meta de estabilização dos preços, não obstante ter produzido resultados no setor externo da economia.

Na verdade, não apenas isso. Ao induzir o crescimento permanente de ativos financeiros com características de “quase-moeda”, a política monetária tornou-se passiva, acomodando automaticamente os estoques de haveres do sistema financeiro aos níveis de preços e renda nominal da economia, pelos mecanismos de indexação ou de juros nominais. Além dessa acomodação automática, não é de se desprezar as pressões de custos causadas pelos juros reais. Chegamos assim ao paradoxo de admitir que a política monetária não apenas foi inócua, apesar de seus absurdos custos sociais, como também pode ter contribuído “involuntariamente” para a perpetuação do processo inflacionário.

2 - A Disfunção do Sistema Financeiro

Além de ter contribuído para a perpetuação do processo inflacionário, a política monetária de juros altos trouxe outro subproduto extremamente nocivo ao funcionamento da economia. Estimulou a concentração das operações ativas do sistema bancário em aplicações destinadas ao setor público, notadamente em títulos das dívidas públicas federal, estadual e municipal. Como se pode deduzir de informações do Banco Central, o crédito ao setor privado representava, em 1980, 73,4% do crédito interno total concedido pelo sistema financeiro (balanço consolidado). Em dezembro de 1992, último ano com dados completos disponíveis, essa participação foi de 53,1%. O crédito ao setor público passou de 26,2% em 1980 para 46,9% em 1992, enquanto o crédito securitizado (títulos) passou de 12,4 para 28,2%.

Observando, por outro lado, a composição dos haveres financeiros, nota-se novamente a ascensão dos títulos da dívida pública, que passaram de uma participação de 23,3% em 1980, para 31,2% no final de 1993. Na composição desses haveres, os títulos privados permaneceram com participação relativamente estável no período (20,5% em 1980 contra 20,8% em 1993), situação semelhante à dos saldos de cadernetas de poupança (22,8% em 1980 contra 20,8% em 1993), porém os chamados haveres monetários (M1) passaram de 33,4% em 1980, para 5,8% em 1993.

A perda de expressão dos haveres monetários — moeda manual e depósitos à vista — é consequência do próprio processo inflacionário, que acarreta redução significativa da demanda por moeda e sua substituição pela chamada “quase-moeda”, ou moeda indexada e remunerada. Este papel é desempenhado pelos títulos públicos e privados, principalmente pelos papéis da dívida pública, por oferecerem, além de indexação plena e juros elevados, também a liquidez praticamente idêntica à da moeda manual.

Voltando ao fenômeno da queda do crédito ao setor privado, é óbvio se tratar de consequência lógica das taxas de juros reais que prevaleceram nos últimos 14 anos, com exceção de raros períodos. Essas taxas foram superiores a qualquer rentabilidade de ativos reais, sobretudo ativos produtivos, reduzindo assim drasticamente os investimentos no conceito de formação de capital. Segundo os dados das contas nacionais, a taxa de investimentos bruta, a preços constantes, passou de 22,9% do PIB em 1980 para 16% em 1993.

Conclui-se, portanto, que a política monetária de juros elevados, prática habitual de quase todos os ministros da área econômica desde 1981, levou à transfiguração do sistema financeiro, descaracterizando-o de sua função econômica de intermediador de recursos às atividades produtivas, e concen-

trou recursos no simples “giro” dos papéis financeiros, seja em títulos públicos ou em papéis lastreados nesses títulos. E, além de tudo, perpetuou o fenômeno inflacionário. Pior não poderia ter sido.

3 - Os Novos Rumos Propostos

Não parece nada fácil nem imediato mudar procedimentos há tantos anos consolidados na forma de pensar e agir dos dirigentes da área econômica no Brasil. E nada mais consolidado entre nós do que a idéia aparentemente simples e lógica de que a manipulação das taxas de juros pelo Banco Central constitui o instrumento primordial da política econômica de curto prazo, sobretudo no condicionamento das decisões de investir, poupar, consumir, demandar ou ofertar divisas.

No entanto, como se procurou mostrar, esse ensinamento elementar da teoria econômica, quando praticado da forma distorcida e abusiva, como vem acontecendo no Brasil ao longo de tantos anos, produz resultados nulos ou opostos aos desejados, ao lado de custos sociais exageradamente elevados. E se é, ou parece ser essa a conclusão a tirar, a decisão lógica é uma só: mudar radicalmente os procedimentos.

Para tanto, há um conjunto de ações simultâneas que interagem no sentido de compor uma nova estratégia de atuação da política macroeconômica, cujos objetivos, no entanto, permanecem os mesmos, isto é, estabilização, recuperação e retomada dos investimentos e equilíbrio do balanço de pagamentos.

A primeira mudança fundamental, condição necessária para que tudo faça sentido, reside na forma de proceder do Banco Central, no que concerne ao relacionamento com o Tesouro da União e com o sistema bancário. O relacionamento com o Tesouro deve seguir estritamente o que determina a Constituição, ou seja, ao Banco Central deve ser vedada de forma expressa qualquer forma direta ou indireta de financiamento de despesas, inclusive, e principalmente, financeiras. Nessas condições, não haveria mais lugar para a administração da dívida pública continuar a ser feita pela autoridade monetária. Isso é tarefa para um relacionamento direto do Tesouro com o sistema financeiro, através de alguns “agentes ou *dealers*”.

Deixando de ser o responsável pela dívida pública perante o sistema bancário, não haveria mais razão para a liquidez plena proporcionada pelo Banco Central aos títulos públicos, ou seja, a compra e venda desses títulos pela autoridade monetária voltaria a ser um simples instrumento de política monetária, ao invés de instrumento de administração da dívida ou de financiamento do Tesouro e dos bancos. Em outras palavras, há que se cortar o “cordão umbilical” do Tesouro com o Banco Central e deste com o sistema

bancário. Somente assim será possível recuperar a eficácia da política monetária e reduzir a influência da administração das finanças públicas na atuação do Banco Central.

Esse duplo “alívio” proporcionado ao Banco Central permitiria que fossem recuperados os demais instrumentos de política monetária, tais como o redesconto de liquidez aos bancos, os encaixes compulsórios dos bancos junto à autoridade monetária e os controles quantitativos das operações ativas e passivas do sistema financeiro, sobretudo o crédito interno e os passivos monetários. A “quase-moeda” perderia sua liquidez formal e, assim, a política monetária voltaria a ser exercida pelo controle da base monetária, do multiplicador e, através dos mecanismos dos depósitos compulsórios bem como dos controles quantitativos, sobre os demais agregados financeiros.

A utilização conjunta desses instrumentos, de forma independente das contas do Tesouro, permitiria conciliar o atingimento dos objetivos da política monetária com taxas de juros menos elevadas em termos reais. E a menor pressão do Tesouro, principalmente decorrente de menores encargos financeiros, abriria um espaço importante nas operações ativas dos bancos para a elevação do crédito ao setor produtivo. Não seria indesejável que nos controles quantitativos fosse introduzida a obrigatoriedade de participações mínimas do crédito produtivo nos ativos dos bancos.

A desvinculação do Banco Central da garantia de liquidez do sistema permitiria uma atuação mais independente da autoridade monetária e reforçaria seu papel fiscalizador, o que, mais uma vez, permitiria tornar mais efetivos os demais instrumentos de política monetária.

A política de estabilização de preços, no entanto, não se deve apoiar exclusivamente na política monetária. A desvinculação dos resultados das contas do setor público das autoridades monetárias traz maiores responsabilidades quanto ao equilíbrio orçamentário, reduzindo ao mínimo as necessidades de financiamento. Cresce assim o papel da política fiscal. Por outro lado, as conhecidas distorções nos mercados de bens e serviços, com presença marcante de cartéis, oligopólios e todas as formas de poder e de seu exercício na manipulação dos mercados e preços, obrigam a que políticas de estabilização tenham uma complementação necessária em políticas de rendimentos. Em outras palavras, a eficiência das políticas de estabilização depende de regras e procedimentos eficazes para controle de preços, privados e públicos, câmbio, e uma adequada política salarial, além, obviamente, do já enfatizado controle das taxas de juros.

Em síntese, o reposicionamento da política monetária, de forma que a torne mais eficiente, ou seja, que permita o atingimento efetivo dos seus objetivos com menores custos sociais, implica alterações profundas no sistema

financeiro a partir de um novo posicionamento do Banco Central, e em maior exercício do seu poder regulador dos mercados financeiros. Com isso ter-se-á também a recuperação da função econômica essencial do sistema, ou seja, a intermediação financeira de recursos ao sistema produtivo. Porém, para que o objetivo de estabilização seja atingido, torna-se indispensável a adequação da política fiscal e a formulação de política de rendimentos capaz de forçar a colaboração dos agentes da economia, sobretudo daqueles que dispõem de poder sobre os mecanismos de formação de preços.