

66m. Brasil

BMC LEASING BMC

03 NOV 1995

GAZETA MERCANTIL

Críticas à falta de controle ...

por Celso Pinto
de Brasília

(Continuação da página A-1)

sobre títulos federais e R\$ 1,06 bilhão sobre depósitos compulsórios).

Outros dois fatores importantes de expansão também estiveram ligados às contas fiscais, e sim à crise do sistema bancário. Foram R\$ 1,1 bilhão em assistência de liquidez aos bancos com problemas e R\$ 2,4 bilhões em resgates de dívida pela redução do compulsório.

Em outros termos, mesmo que por um milagre o governo pudesse ter cortado as despesas com pessoal (o que a lei não permite), ou seus outros gastos (que já estão muito comprimidos), ainda assim a expansão teria sido gigantesca. Por uma razão básica: porque o governo tentou, ao mesmo tempo, controlar a taxa de câmbio e a expansão monetária, mantendo as taxas de juros muito altas. Se o governo tivesse reduzido os juros, ou deixado o real se valorizar frente ao dólar, o ingresso de divisas teria sido reduzido ou revertido. Como não o fez, os dólares viraram reais e o governo foi obrigado a recomprá-los emitindo títulos públicos (o que acaba ampliando os gastos com juros).

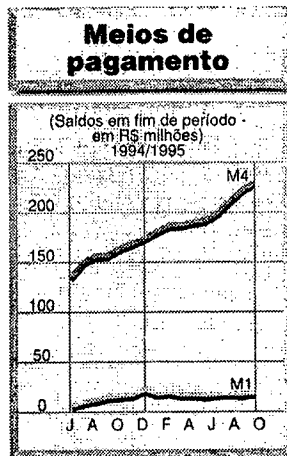
Estas pressões não se refletiram nos indicadores básicos da moeda, a base monetária (papel moeda mais reservas bancárias) e meios de pagamento (papel moeda mais depósitos à vista). No entanto, pressionou, e bastante, a base monetária ampliada (que inclui também os títulos federais fora das mãos do governo) e o cha-

mado M4, que é a soma dos meios de pagamento (M1), mais todas as outras formas de haveres financeiros, incluindo títulos federais em mãos do público.

Enquanto a base monetária restrita ficou 18% abaixo da previsão do orçamento para o terceiro trimestre e o M1 ficou 11,9% abaixo, a base ampliada estourou as previsões em 11,7% e o M4 em 3,9%. Mais importante, enquanto a base restrita até setembro caiu 13,1% em relação a dezembro e o M1 caiu 8%, tanto a base ampliada quanto o M4 cresceram 31,6% - muito acima, portanto, da inflação do período. E o salto se deu no terceiro trimestre: no final do segundo trimestre, a expansão da base ampliada era de apenas 5% e a do M4 de 14,2%.

E isso importa? Sem dúvida, segundo o próprio BC. A base ampliada indica, grosso modo, a quantidade de liquidez que o governo está gerando e que se reflete no volume de ativos financeiros em mãos do público. Esta liquidez, por sua vez, pode gerar demanda e acabar tendo um impacto negativo sobre a inflação.

No voto do BC ao Conselho Monetário Nacional (CMN) em que foi aprovada a programação monetária para o último trimestre deste ano e o primeiro trimestre de 1996, a questão está claramente colocada. "Além do monitoramento da emissão de base monetária, é fundamental o acompanhamento, também, do M4, com o pressuposto de que este agregado mais amplo seja melhor correlacionado com os preços



Fonte: Banco Central

na economia brasileira, conforme mostram alguns estudos sobre o assunto", afirma o voto, assinado pelo presidente do BC, Gustavo Loyola. Ou seja, a evolução do M4 acaba acompanhando a variação inflacionária.

A emissão de títulos para enxugar o excesso de dólares, diz o voto, acaba gerando "aumento no volume de ativos financeiros de relativa liquidez em poder do público e, se não houver crescimento compatível na oferta de bens e serviços, pode exercer pressões inflacionárias a médio prazo". O BC argumenta que o superávit nas contas fiscais deveria, em teoria, ser suficiente para cobrir o impacto dos gastos com juros e as pressões do ingresso de dólares. Obviamente, isso seria inteiramente impossível no terceiro trimestre, como foi visto.

O que mais preocupa alguns setores econômicos do governo, contudo, é que a própria programação do BC para os próximos dois trimestres não prevê uma desa-

celeração da base monetária ampliada e do M4. Considerando a taxa de expansão em relação a dezembro de 1994, a base ampliada passaria de um crescimento observado de 31,6% até o terceiro trimestre, para 46,5% no quarto trimestre e 56,2% no primeiro trimestre do próximo ano. O M4, nestes mesmos períodos, subiria de 31,6% para 40,2% e 47,3%.

O voto do BC observa que "vem sendo buscado um aprimoramento da política monetária, e um maior controle por parte do Banco Central, mantendo a trajetória de expansão da base monetária em níveis suportáveis, mas atuando mais ativamente sobre os níveis de liquidez macroeconômica, através do controle sobre a base monetária ampliada". Esse controle mais amplo, como indicam as metas, só deverá acontecer bem mais à frente.

Se a própria argumentação do BC estiver correta, portanto, as taxas de expansão destes agregados poderá estar acumulando um fator de pressão inflacionária a médio prazo. O BC pode sustentar, com razão, que a falta de um ajuste fiscal mais vigoroso obriga a uma política monetária de juros altos, com impacto tanto sobre a entrada de dólares quanto sobre os gastos de juros do governo.

De outro lado, também parece inimaginável, hoje, que o BC simplesmente deixe o real se valorizar frente ao dólar, como fez nos primeiros meses do Plano Real. Naquele período, o ingresso de dólares não teve impacto expansionista, porque o BC não interveio no mercado,

deixando o real se valorizar. Desde março, contudo, o BC passou a induzir a cotação do real frente ao dólar a se desvalorizar em linha com a variação dos preços por atacado. Isso tem um preço: para não deixar o real se valorizar, o BC tem que entrar comprando dólares com reais, numa primeira etapa, e vendendo títulos federais para enxugar estes reais, logo em seguida.

Esta armadilha de tentar manter o câmbio sob controle torna-se especialmente complicada quando os juros têm que ser mantidos altos (segundo o BC, pela falta de ajuste fiscal adequado). As formas de sair do impasse, teoricamente, seriam ou mudar a política cambial (com algum impacto inflacionário), ou baixar os juros (arriskado sem ajuste fiscal), ou ampliar o esforço fiscal (muito difícil, a curto prazo, em função das despesas incomprimíveis e das restrições legais).

É no meio deste dilema que empacaram algumas discussões sobre o futuro da política econômica em Brasília.