

# As reservas e a base monetária

## ESTADO DE SÃO PAULO

No final do 1º trimestre, a base monetária – composta pelo papel-moeda emitido e as reservas bancárias – superou em 4,8% o limite estabelecido pelo orçamento feito pelas autoridades monetárias. Esse fato mostra as dificuldades que o Banco Central tem para controlar a liquidez do sistema monetário, apesar de emitir títulos públicos, em volume crescente, cujo objetivo é neutralizar as pressões sobre a liquidez. Essas emissões têm o inconveniente de contribuir para aumentar o déficit do Tesouro, que deve pagar juros elevados para honrar o serviço da dívida.

As autoridades monetárias estão diante de uma situação difícil. Por um lado, precisam atrair capitais externos para cobrir as necessidades do balanço de pagamentos – déficit em conta corrente e amortizações. A entrada desses capi-

tais, porém, aumenta as reservas internacionais, o que exige uma contrapartida em reais. Por outro lado, diante do crescimento da liquidez, são obrigadas a neutralizá-la emitindo títulos que contribuem para elevar o déficit público.

No mês de março, houve uma entrada excepcional de capitais externos, exigindo a emissão de R\$10,233 bilhões, que se somaram aos R\$ 5,773 bilhões emitidos no mês anterior. Tudo indica que, em abril, as operações do setor externo terão também um forte impacto expansionista sobre a base monetária. Diante dessa pressão, as autoridades monetárias viram-se forçadas a emitir títulos no valor líquido (emissão menos liquidação) num montante de R\$11,0 bilhões.

Com essa emissão líquida, que visou neutralizar o excesso de li-

quidez e pagar os juros sobre a dívida interna, os títulos públicos federais em poder das instituições financeiras e do público somaram R\$ 287,606 bilhões, acusando aumento de 313,8% desde o início do Plano Real. Se se considerar o aumento paralelo da taxa de juros, será lícito perguntar se o Brasil precisa, hoje, persistir numa política destinada a manter elevado o nível das reservas internacionais.

Mas não são apenas as operações externas que pressionaram a base monetária. O Tesouro lançou mão de R\$ 794 milhões para cobrir seu déficit, enquanto o sistema financeiro exigiu uma expansão monetária líquida de R\$ 870 milhões, especialmente para operações relacionadas à liquidação de instituições financeiras, o que mostra que o processo de seu saneamento não terminou.

O crescimento da dívida interna não tem apenas um efeito altamente negativo sobre o déficit público: ele retira do setor privado recursos que poderiam financiar o crescimento econômico a um custo mais baixo. No final do trimestre, os haveres financeiros representavam 46,2% do PIB, valor muito elevado.

O chamado M4 – o total dos ativos financeiros mais a moeda em circulação – é de R\$ 417,186 bilhões, dos quais 40,4% representam aplicações em títulos públicos em poder de instituições não financeiras. É fácil imaginar que se uma parte desses recursos fosse dirigida para o financiamento das atividades produtoras a um baixo custo, haveria condições de fazer que o índice de crescimento do PIB fosse maior.