

# Sobre a reforma financeira e a política monetária

Lauro Lobo Burle\*

Após o confisco monetário do Plano Collor em março de 1990, o Banco Central cobriu as deficiências em cruzados das instituições financeiras nas reservas bancárias. Em maio de 1990 o Conselho Monetário Nacional (CMN) estabeleceu metas rígidas de expansão monetária e o Banco Central voltou a realizar leilões formais de venda de Letras do Tesouro Nacional (LTN) com o objetivo exclusivo de rolar a dívida pública.



Em junho a Resolução nº 1.714 determinou a extinção da garantia de recompra automática das posições diárias das instituições que operam no mercado aberto. Posteriormente, os custos das linhas de desconto foram aumentados e o depósito compulsório passou a incidir sobre o "floating" dos recursos nas agências bancárias. O recolhimento do exigível passou de quinzenal para semanal e os bancos foram divididos em dois grupos, visando a maior controle das reservas bancárias.

Em janeiro de 1991 foi criado o Bônus do Banco Central (BBC) prefixado e de curto prazo e em março foi aumentado o caráter punitivo nas linhas de desconto, tornando-se quase proibitivo o acesso a esse crédito. Além disso, o Banco Central vem suprimindo a posição sobrevenida em títulos públicos do mercado em relação ao nível de reservas ("oversold"), com a venda de dinheiro para os bancos.

Em agosto, o Banco Central realiza o primeiro leilão de Notas do Banco Central (NBC), título pós-fixado de noventa dias, na tentativa de alongar o prazo de financiamento da dívida pública. O governo antecipa a devolução dos cruzados com a criação do depósito especial remunerado (DER), rendendo a Taxa Referencial Diária (TRD) mais 8% ao ano. Essa conta abrigará a moeda liberada nos próximos treze meses, será isenta de impostos, terá liquidez diária e lastro em títulos públicos (70%), depósitos compulsórios (20%) e crédito rural (10%). O Banco Central tenciona manter as taxas de juro elevadas para evitar pressão no consumo e nos preços, os bancos oferecem inúmeros serviços, o comércio promove descontos e os mercados imobiliário e acionário se reativam na expectativa da devolução da liquidez. Isto é, acirra-se a concorrência para se abocanhar a maior fatia possível da moeda liberada.

Por outro lado, os bancos oficiais procuraram reestruturar-se e adaptar-se ao novo perfil do sistema bancário. O Banco do Brasil, na condição de agente financeiro da União, atuou no crédito rural entre outros segmentos. A Caixa Econômica Federal, na condição de principal agente do sistema financeiro da habitação, foi atingida pelo descasamento de prazos imposto pelo plano, transformou-se em banco múltiplo e passou a captar em certificados de depósito bancário (CDB). O Banco

Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), como principal repassador de recursos de longo prazo, lançou programa operacional objetivando eficiência e modernização tecnológica, entre outras diretrizes.

Os bancos estaduais foram atingidos por uma crise de liquidez a partir de setembro de 1990, tendo o Banco Central liquidado extrajudicialmente três instituições. As razões da crise desse segmento foram, em primeiro lugar, o elevado estoque de dívidas mobiliárias acumuladas anteriormente com as exorbitantes taxas de juro seguidas pelo Banco Central desde 1988. Em segundo lugar, os saques dos tesouros estaduais para atender a despesas em ano de eleições. Finalmente, a recessão comprometendo a arrecadação do ICMS.

As Letras Financeiras dos Tesouros Estaduais (LFTE) perderam credibilidade, fazendo os bancos estaduais recorrerem ao redesconto. A iliquidez aumentou e em fevereiro de 1991 o governo e os estados fecham acordo com validade de sessenta dias e direito à renovação, permitindo a rolagem de parcela da dívida pelas Letras do Banco Central (LBC), de maior credibilidade, em troca de maior controle das contas públicas estaduais e municipais. O esquema atual prevê a devolução de 23% das LFTE ao mercado e o restante financiado pelas LBC a cada dois meses.

A operacionalização dos fundos de aplicação financeira (FAF) a partir de março de 1991 desestimulou ainda mais as aplicações em títulos públicos. Os FAF "monopolizam" as aplicações nesses títulos e têm sido remunerados em percentuais inferiores aos dos CDB, que podem ser negociados de forma isolada. Uma das razões para as baixas rentabilidades dos FAF decorre da alta movimentação de saques e depósitos das grandes empresas fazendo incidir o IOF.

O governo estuda alternativas para maior liquidez dos títulos públicos, tais como elevar a parcela desses papéis nos FAF ou reduzir a liquidez dos CDB com a instituição de depósito compulsório sobre a aplicação (adotada no dia 15 de agosto).

Criada em janeiro de 1991, a TR se baseia na média das taxas de juro dos CDB prefixados de trinta dias praticadas pelos bancos e ponderada pelo volume negociado nos três últimos dias úteis do mês e nos três primeiros dias úteis do mês subsequente. Pelos dados da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados (Cetip), do valor de Cr\$ 3,64 trilhões registrados em CDB no dia 7 de agosto de 1991, 82,1% eram títulos prefixados e o restante indexados, indicando que os investidores preferem as aplicações prefixadas com o risco da inflação. O que justifica a baixa adesão da TR entre os aplicadores, mesmo sendo o indexador oficial do mercado financeiro?

Além da aversão dos agentes a aplicações pós-fixadas incorporada com as tablitais, a base tomada das taxas dos CDB do início do mês faz a TR subestimar a alta dos preços num contexto de aumento da inflação, tal como o atual.

Ademais, as elevadas oscilações das taxas dos CDB em virtude da alteração da liquidez propiciada por recolhimento de impostos e contribuições do IAPAS/FGTS, pagamento de salários, resgates e emissões de títulos, saques em vésperas de feriados, entre outros determinantes. Talvez mais adequado seria tomar as taxas de juro "overnight" em títulos públicos fixadas pelo Banco Central e utilizadas como custo primário do dinheiro transacionado por um dia entre as instituições financeiras.

Vale notar que em outros países a taxa flutuante de juro é formada a partir das

taxas de juro do over interbancário, o que equivale aos certificados de depósito interbancário (CDI) negociados por um dia no Brasil. No entanto, as taxas de juro deste mercado tendem a oscilar mais do que as do CDB prefixado de trinta dias. Em síntese, a taxa flutuante de juro brasileira como referencial para empréstimos parece ainda distante, em razão, sobretudo, da política monetária volátil resultante do déficit público.

\* Economista com mestrado em Economia Brasileira pela Universidade de Brasília (UnB).