



um grande esforço de planejamento e organização, a única forma de se viabilizarem resultados e efeitos positivos.

As colocações desses títulos, com fins fiscais e monetários, possibilitaram o nascimento de um sofisticado e bem-estruturado mercado financeiro, provocando verdadeira revolução em termos de sua modernização. Foi a década do *Milagre Brasileiro*, período em que houve um relativo equilíbrio fiscal e uma eficiente política monetária. Houve um espetacular crescimento econômico no período e um grande aumento da poupança financeira. Tudo isso foi obtido nos anos 70, apesar da existência e convivência de dupla autoridade monetária (o Banco Central — que também tinha funções de banco de fomento — e o Banco do Brasil).

O maior mérito das ações desenvolvidas até fins de 1979 foi representado pelo fato de que os poupadores foram respeitados e não trapaceados. Muito pelo contrário, todos foram sócios do desenvolvimento obtido no período. Os índices que calculavam a correção monetária, desde 1964, acompanhavam, realmente, a inflação.

O conceito de crédito público, interno e externo, foi restaurado e, em 1979, o prazo médio de resgate da dívida mobiliária do Tesouro Nacional, em mercado, era de cerca de dois anos. Os depósitos a prazo tinham um prazo mínimo de um ano e a Caderneta de Poupança, de seis meses.

Mas, a partir de 1980, teve início o longo período de deterioração do conceito de crédito público. Naquele ano, a correção monetária foi *tabelada* em 50% ao ano, frente a uma inflação de cerca de 100%. Nos anos posteriores, houve numerosas trocas de índices e de títulos (ORTN para LTN, LBC, LFT, BTN, Bônus do BC, e, agora, LBC e Notas do Tesouro Nacional, após monetização de toda a dívida). Nenhuma dessas medidas trouxe embutido qualquer benefício, em termos de maior confiança e maiores incentivos aos poupadores.

Os Planos Cruzado, Verão e Collor-2 extinguíram a correção monetária para as aplicações financeiras. O Plano Collor-1 tornou indisponíveis — junto ao BC — cerca de 80% da nossa poupança financeira, além de decretar a moratória da nossa dívida externa. Como resultado desastroso, foi destruído, novamente, o conceito de crédito público, no país e no exterior. A recuperação desse crédito será muito difícil, a serem mantidas as atuais posturas do governo.

A destruição da dívida pública mobiliária — e com ela a ineficácia da política monetária — foi consequência desses inúmeros desacertos na sua administração, nos últimos 10 anos. A concentração de aplicações no overnight foi responsabilidade exclusiva do governo, a partir do momento em que lançou as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), remuneradas pela taxa de juros do over. Essa taxa pagava a maior

juízo real, desestimulando as aplicações de prazo mais longo, já que tais títulos não tinham competidores.

O Plano Collor I tentou enxugar a liquidez de curto prazo, mas, até agora, não conseguiu os resultados esperados. O orçamento monetário previu uma meta de expansão dos meios de pagamento equivalente a 9,1%, de junho a dezembro de 1990. Foi atingida, nesse período, uma expansão de 121,18%.

A dívida pública mobiliária — dadas as incertezas — foi levada à monetização, chegando a tal ponto a liquidez de curto prazo — antes e depois do Plano Collor 2 — que tem obrigado o Banco Central a comprar e remunerar por um dia as reservas dos bancos. E isto tem sido feito, apesar do fato de o compulsório sobre os depósitos à vista ter sido fixado num percentual absurdo (80%). Todos esses fatores inviabilizaram a normalidade creditícia do nosso sistema bancário, atualmente imobilizado e impossibilitado de cumprir os objetivos que justificam sua existência.

O governo federal assumiu *temporariamente* a dívida pública mobiliária dos principais estados da federação. O retorno dos títulos estaduais ao mercado, entretanto, será extremamente difícil — para não dizer impossível — devido à perda total do conceito de crédito público de tais títulos. As conclusões ficam por conta do leitor.

Os títulos estaduais foram trocados por Letras do Banco Central, que só têm aceitação no mercado devido ao fato de que o BC pode emitir moeda para resgatá-las.

As consequências de toda essa situação estão sendo dramáticas para o Brasil, podendo inviabilizar seu crescimento econômico — como ocorreu na década de 80 — por insuficiência de poupança financeira interna. A desorganização do mercado financeiro é o caminho mais curto para inviabilizar, também, toda a economia do país.

Antes de efetuar comparações com as situações de outros países, em relação à descapitalização financeira do Brasil, é bom lembrar para ficar mais clara a análise, os conceitos de moeda internacionalmente aceitos:

M 1 representa a soma de papel-moeda em poder do público, mais depósitos à vista, ambos com poder liberatório imediato para qualquer transação;

M 2 representa a soma de *M 1* mais haveres financeiros com poder liberatório somente após resgate;

M 3 e *M 4* representam a soma de *M 2* mais recursos financeiros aplicados, para retorno com poder liberatório ainda de mais longo prazo.

Nossa atual insuficiência de poupança financeira é um fator muito grave a ser considerado. Poderá ser melhor compreendida se forem feitas as seguintes comparações: o *M 3*, nos EUA, atingiu 77,5% do seu Produto Nacional Bruto, em 1989; na Alemanha, Japão e Espanha, o percentual de *M 4* atingiu mais de 100% dos seus respectivos PNBs, no mesmo ano; no Brasil, o *M 4* situou-se em 15,6% do nosso PIB (dados do BC), em dezembro de 1990. Apenas o *M 1* dos países citados representa um percentual maior, em relação aos seus PNBs do que o *M 4* do Brasil, sobre seu PIB, em dezembro de 1990.

A soma de moeda e *quase-moeda*, dentro do conceito do FMI (*M 1* e haveres financeiros de pronta liquidez), apresentou os seguintes valores, em 1989: nos EUA, 43,5% de seu PNB; na Alemanha, 62,2%; no Japão, 121,1%; na Espanha, 90%; no Brasil, apenas 5,9% do PIB, em dezembro de 1990.

Estas comparações revelam um triste quadro de nossa descapitalização financeira interna. Este fato, por si só, explica por que não houve crescimento econômico na década de 80. Por outro lado, explica por que houve uma forte recessão em 1990.

Não há como financiar o crescimento de uma economia representada por um PIB de US\$ 350 bilhões com apenas US\$ 20,6 bilhões de moeda e *quase-moeda*.

Recorde-se, também, que a capacidade de investimentos do país é diretamente dependente da disponibilidade de poupanças internas, devidamente complementadas pelas poupanças externas que possamos atrair.

O quadro de descapitalização, acentuada é ainda mais grave pelo fato de ser negativa a poupança do nosso setor público, o que leva o governo a depender de financiamentos para a formação de capital fixo e até para despesas correntes. Estes financiamentos são inexistentes no momento, a não ser de forma compulsória.

Os números apresentados demonstram que o sistema financeiro brasileiro (oficial e privado) não tem condições de financiar os investimentos indispensáveis ao nosso crescimento econômico, pela escassez de poupança financeira. Ficam prejudicadas as nossas exportações, as áreas imobiliárias e, também, o capital de giro da agricultura, da indústria e do comércio.

Nossa economia atual pode ser comparada — após o bloqueio de 80% dos cruzados novos pelo BC — a um doente grave, com febre altíssima, para cuja cura os médicos aplicaram terapia adicional, reduzindo a quantidade de sangue do paciente para 1,5 litro. O doente pode até curar-se, mas não terá condições de levantar-se e sair da cama.

A análise efetuada neste artigo permite a elaboração de algumas sugestões ao governo federal — da forma mais construtiva e objetiva possível — as quais consideramos vitais à recuperação do conceito do crédito público e à reorganização adequada do mercado financeiro brasileiro, gerando as condições necessárias para que os poupadores e investidores em geral voltem a acreditar na política econômica, revertendo as expectativas e tendências atuais.

O próprio Governo tem insistentemente solicitado contribuições e sugestões, que possam melhor orientar o seu programa de combate à inflação.

Estas sugestões somente terão consistência, entretanto, se o governo federal cumprir o prometido de “só gastar o que arrecadar” (não ter déficit fiscal), e desde que cumpra, também, o dispositivo constitucional que veda ao Banco Central financiar, direta ou indiretamente, o Tesouro Nacional.

Vamos a elas:

1) Colocação líquida de títulos do Tesouro Nacional junto ao mercado para cobertura do déficit público:

Proibir o Banco Central de realizar recompras de valores semelhantes em mercado, concomitantemente àquelas vendas, para evitar o financiamento indireto ao Tesouro, como tem ocorrido.

2) Receitas do Banco Central do Brasil transferidas para o Tesouro Nacional:

Proibir estas transferências, porque o Banco Central não tem finalidade de lucro; seu objetivo é o controle da moeda e do crédito; estas transferências criam, direta ou indiretamente, moeda inflacionária, além de financiar, também indiretamente, o Tesouro.

3) Títulos públicos federais, estaduais e municipais:

Passar a sua negociação em mercado a ser exclusivamente em *fundos a compensar* (D + 1); manter a forma atual de negociação (reservas) para as operações de giro da dívida e para as compras e vendas feitas pelo BC (a desorganização da dívida pública mobiliária e a falta de eficiência atual dos instrumentos clássicos de política monetária decorrem da liquidação exclusivamente em reservas para os títulos públicos em circulação no mercado, introduzida no final de 1979, e que levou-nos a ser o país do overnight. O mercado de títulos públicos deixará de ser somente entre bancos, como ocorre agora, porque passará a D + 1).

4) Troca de reservas entre bancos comerciais e criação da respectiva taxa de juros: Criar o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) — decorrência da implementação das sugestões do item 3) negociável exclusivamente com reservas bancárias (manter o CDI com *fundos a compensar*, no Cetip, que tem outra função), realizadas unicamente entre bancos comerciais, para nivelar a posição de suas contas de reservas livres depositadas no Banco Central, sensibilizadas diariamente pelas perdas e ganhos na compensação de cheques e outros documentos, inclusive Selic e Cetip. Esta medida virá restabelecer a eficiência do compulsório sobre depósitos, do desconto e do open market, renascendo entre nós o fundamental controle das reservas livres dos bancos, cuja dinâmica negociação diária em mercado cria a taxa de reservas bancárias, cuja variação diária retrata a situação de liquidez dos bancos. Esta medida e a anterior *desmontam* o mercado de overnight, já que o Banco Central somente operará no mercado de reservas bancárias (CDI), ao qual o público não terá acesso, nem mes-

mo as instituições financeiras não-bancos, que atuam como intermediadoras no mercado. Elas passarão a ter apenas como referencial para aplicações, mesmo de curto prazo, o que renderem os títulos, induzindo ao retorno da preferência dos investidores por títulos de prazo final;

5) Eventuais superávits de caixa do Tesouro Nacional: Dar opção ao Banco Central de manter na rede arrecadadora esses superávits, devidamente remunerados, desde que no interesse da condução da política monetária, para evitar elevação da taxa de juros, quando desses recolhimentos, como também para evitar constrangimento quando dos gastos do Tesouro Nacional, que resultem em expansão monetária indesejável;

6) Resolução nº 1787, de 31/01/90, do Banco Central, que criou o Fundo de Aplicações Financeiras, e Circular nº 1890, da mesma data e mesma instituição, proibindo o overnight: Revogar, por ficarem superadas, em face da implementação das sugestões 3 e 4, que viabilizarão o alongamento dos prazos dos títulos da dívida pública e privados, melhorando o perfil de prazo do *funding* dos financiamentos à economia, além de acabar com o overnight, tudo dentro de regras de livre mercado;

7) Letra e Bônus do Banco Central: Deixar de emitir, porque o Banco Central, como entidade sem finalidade de lucro, não pode arcar com despesas crescentes de juros e outros serviços dessa dívida, a não ser emitindo moeda inflacionária com esse fim. Para operações de open market, devem ser usados títulos do Tesouro Nacional ou até títulos privados, mas não papéis de sua emissão;

8) Compulsório do Banco Central sobre depósitos: Revisar, paulatinamente, os níveis atuais desses depósitos, uma vez que a implementação das sugestões 3 e 4 restabelecerá a força desse instrumento, do desconto e do open market, no controle monetário e da liquidez da economia. Os níveis atuais de compulsório inviabilizam a normalidade do funcionamento dos bancos, no financiamento às atividades produtivas, mantendo elevadas as taxas de juros, independentemente da ação do Banco Central;

9) Liberação dos cruzados novos bloqueados no Banco Central: Proporcionar a colocação em mercado de um título do Tesouro Nacional de médio e longo prazos, que dê proteção aos investidores contra a inflação, para servir de opção para as aplicações voluntárias da espécie, à medida da liberação daqueles recursos. Poderá ser a Nota do Tesouro Nacional, com opção de resgate pela cláusula cambial;

10) Restabelecimento do conceito interno e externo do crédito público: Dar o governo federal o exemplo de que é de seu superior dever zelar pelo conceito do crédito público, renegociando suas dívidas de forma a aumentar o seu próprio crédito, apagando a atual imagem de *caloteiro* interno e externo, ou seja, um péssimo exemplo, que vem de cima, refletindo na moral de todos os brasileiros, o que está muito aquém das expectativas mínimas de um país com a grandeza do nosso.

Só assim, no nosso entender, estará sendo viabilizado o crescimento econômico do Brasil, sem inflação, na década de 90.

Ex-gerente da Dívida Pública e ex-presidente do Banco Central do Brasil.