

A Moeda Indexada: Uma Experiência Brasileira

Luiz Carlos Mendonça de Barros

I. Formação da Moeda Indexada no Brasil (1967-90)

1. Introdução

Os contratos com o valor principal, ou valor de face, indexado a uma taxa de juros referencial são hoje uma figura comum na estrutura dos mercados financeiros. Eles foram desenvolvidos, principalmente durante a crise econômica do pós-choque do petróleo em 1972-3, como resposta às terríveis flutuações da conjuntura econômica nos países avançados do Ocidente. O período de certa estabilidade, principalmente em relação às taxas de juros e inflação, dos últimos anos criou novamente um espaço para os tradicionais contratos de longo prazo com juros fixos, reduzindo com isto a utilização dos contratos indexados nas transações financeiras. Entretanto, a crise das Savings & Loans americanas, com seus quase US\$ 500 bilhões de "furo", permanece como um monumento terrível a lembrar os riscos associados a contratos longos com uma taxa de juros fixa.

No caso dos países avançados, a indexação dos instrumentos financeiros longos responde a uma necessidade de proteção contra a flutuação das condições conjunturais, principalmente as taxas de juros nominais. Nos países situados no Terceiro Mundo a questão da indexação é outra. A defesa que se busca, ao se permitir uma cláusula de variação do valor de face do contrato em função de algum referencial externo, é em relação a seu valor real. Em uma conjuntura de inflação crônica, a questão relevante é o poder de compra da moeda associada aos contratos financeiros no prazo de sua validade. Em outras palavras, trata-se da necessidade de se trabalhar com o conceito de juro real explícito e não mais com juros nominais.

A experiência nos mostra que nesta situação e na ausência de mecanismos formais de indexação os mercados financeiros nacionais não se desenvolvem. Quando muito, é o governo que assume a função de ofertante de créditos, o que, na maioria das vezes, acaba representando uma fonte de transferência de renda do setor público ao setor privado, via o mecanismo de juros negativos. Uma grave distorção sempre associada a esta situação é a questão do tráfico de influência e corrupção. De qualquer forma existe sempre uma grande ineficiência na alocação dos poucos recursos movimentados pelos intermediários financeiros, privados e estatais. O mercado restringe-se às operações de curtíssimo prazo do mercado monetário, e praticamente inexistente o mercado de capitais.

Outra consequência direta da ausência de indexação legal nos contratos financeiros nos países do Terceiro Mundo é o aparecimento de um mercado informal de crédito. Fora do circuito dos agentes financeiros institucionais, desenvolve-se uma gama muito grande de intermediários que se utilizam da indexação informal para viabilizar o casamento de agentes superavitários e deficitários da economia. Neste mercados são usadas moedas de valor real constante como o dólar, o número de arrobas de carne, o ouro e outras. Em alguns casos extremos a moeda efetiva do contrato é o próprio dólar ou outra moeda forte.

2. A indexação no mercado financeiro no Brasil

2.1. Os contratos financeiros indexados

A reforma financeira realizada em 1964-5 pelos ministros Roberto Campos e Otávio Gouveia de Bulhões (governo Castelo Branco) introduziu o contrato financeiro indexado no mercado financeiro formal. Foi criada uma moeda de referência legal, a ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional), que tinha seu valor corrigido mensalmente em função de um índice de preços internos, o IGP, calculado pela Fundação Getúlio Vargas. Posteriormente criou-se uma segunda moeda de referência, a UPC, com variação trimestral igual à da ORTN. A UPC tinha seu uso restrito aos contratos, ativos e passivos, do chamado Sistema Financeiro da Habitação. A utilização da indexação estava inicialmente restrita aos contratos de prazos mais longos, limitação que foi desaparecendo ao longo dos anos.

A legislação de 1965 permitia ainda o uso do dólar como indexador dos títulos públicos federais de longo prazo, as chamadas ORTN cambiais. Esses títulos, de dois e cinco anos de prazo, carregavam uma dupla possibilidade de indexação, ORTN e dólar, ficando a escolha a critério do investidor por ocasião do resgate do título.

Dois outros contratos, envolvendo partes privadas, tinham também a alternativa legal de carregar uma indexação formal ao valor, em moeda nacional, de uma moeda estrangeira. O primeiro era a chamada operação 4131, envolvendo um credor externo e um devedor interno; o segundo, a chamada operação 63, envolvia um credor externo e um banco brasileiro como repassador dos recursos a uma empresa brasileira. Fora dessas três exceções, empréstimo pela lei 4131, pela resolução 63 e as ORTN cambiais, todos os demais contratos financeiros não podiam carregar a cláusula de correção cambial.

2.2. A evolução do sistema de indexação

Período 1966-74

Neste período a cláusula de indexação às ORTN quase não foi usada nos contratos financeiros em função do sucesso conseguido pelo governo no controle da inflação. O

mercado operava com juros nominais fixos e prazos que chegavam até a três anos. Como a tendência da inflação era de queda, o juro real embutido nos contratos era quase sempre positivo e maior *ex post* do que *ex ante*. A expressão “correção monetária prefixada”, que aparece na maioria dos contratos ativos e passivos do sistema financeiro nesta época, nada mais era do que uma forma de contornar a limitação dos juros (*ceiling*) de 12% a.a. (Lei da Usura) então existente. Havia uma decisão do Supremo Tribunal Federal que convalidava a exclusão da inflação (correção monetária) no cálculo dos juros sujeitos à limitação legal.

O único contrato indexado à variação das ORTN de alguma importância no período foi o título, também chamado Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional⁽¹⁾, emitido pelo Tesouro Nacional. Mas esses papéis só eram demandados pelos agentes econômicos para atender compromissos de natureza compulsória, como era o caso dos bancos comerciais (depósitos obrigatórios no Banco Central) e das companhias seguradoras (reservas técnicas). O mercado de títulos públicos, ainda incipiente na primeira metade do período, tinha como principal papel em circulação as LTN — Letras do Tesouro Nacional. Estes títulos tinham juros nominais prefixados e prazo de até um ano.

Em relação aos contratos de empréstimos indexados ao dólar, operações 4131 e 63, houve um crescente volume de transações. Este comportamento do mercado se deveu basicamente ao fato de, no período, a correção cambial ter sido sistematicamente inferior à inflação interna, e portanto de custo inferior aos empréstimos vinculados à variação das ORTN ou com taxas de juros prefixadas (Quadro I). Contribuíram também para o aumento da demanda por empréstimos externos, movimentos especulativos de arbitragem entre taxa de câmbio e juros internos.

QUADRO 1
CORREÇÃO MONETÁRIA X CORREÇÃO CAMBIAL

ANO	CORREÇÃO MONETÁRIA		CORREÇÃO CAMBIAL	
	no ano	num. índice	no ano	num. índice
1968	—	100	—	100
1969	18,5%	119	13,6%	114
1970	19,6%	142	13,8%	130
1971	22,7%	174	13,8%	148
1972	15,3%	201	10,3%	163
1973	12,8%	226	0,1%	163
1974	33,3%	302	19,5%	194
1975	24,2%	374	22,0%	238
1976	37,2%	513	36,1%	323
1977	30,1%	668	30,1%	421
1978	36,2%	909	30,3%	548
1979	47,2%	1338	103,3% ⁽²⁾	1113
1980	50,8%	2018	50,8%	1678

(1) O termo Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional era aplicado tanto à moeda referencial ORTN (moeda contratual), como ao título público emitido pelo Tesouro Nacional (contrato financeiro).

(2) Lembrar que houve uma maxidesvalorização de 30%, realizada pelo ministro Delfim Netto em dezembro.

QUADRO 2
ORTN X CÂMBIO X INFLAÇÃO (IGP)

Ano	IGP	ORTN	CÂMBIO
1969	20,1%	18,5%	13,6%
1970	19,3%	19,6%	13,8%
1971	19,5%	22,7%	13,8%
1972	15,7%	15,3%	10,3%
1973	15,5%	12,8%	0,1%
1974	34,5%	33,3%	19,5%
1975	29,4%	24,2%	22,0%
1976	46,3%	37,2%	36,1%
1977	38,8%	30,1%	30,1%
1978	40,8%	36,2%	30,3%
1979	77,2%	47,2%	103,3% ⁽³⁾
1980	110,2%	50,8%	54,0%

Período 1974-9

A reversão do quadro inflacionário em 1974, motivada entre outras causas pelo primeiro choque do petróleo, mudou bruscamente o quadro do sistema financeiro no Brasil. Com o aumento da componente inflacionária nos juros nominais houve uma completa reversão das expectativas dos participantes do mercado financeiro. A quebra da confiança no controle da inflação alterou o comportamento dos agentes credores do mercado, que passaram a procurar, com maior intensidade, os contratos indexados às ORTN. A perfeita aderência da ORTN à inflação verificada nos anos anteriores a 1973 conferia grande credibilidade à indexação pela ORTN. Diante das incertezas sobre o comportamento futuro da inflação os investidores passaram a procurar os contratos financeiros com correção monetária. É o período de ouro dos títulos públicos, federais e estaduais, e a primeira grande corrida às cadernetas de poupança. Estes eram os contratos com correção monetária que já estavam disponíveis no mercado quando o comportamento dos agentes superavitários da economia mudou.

Os títulos privados, principalmente os CDB emitidos pelo sistema bancário, só passaram a carregar cláusula de indexação às ORTN a partir de 1977-8. É quando começa, em função do início da crise cambial brasileira, a troca pelo setor privado do endividamento externo pelos créditos domésticos indexados às ORTN. Esta foi a segunda grande mudança de comportamento dos agentes privados no mercado financeiro neste período. A indexação cambial deixa de ser uma alternativa rentável para o devedor e passa a ser buscada especulativamente pelo agente credor. Esta mudança

(3) Maxidesvalorização de 30% em dezembro de 1979.

começa de maneira muito seletiva em 1978, sendo percebida apenas pelos mais ágeis. Mas vira “senso comum” após a maxidesvalorização de Delfim Netto em 1980. Os primeiros CDB indexados à ORTN, com prazo mínimo de seis meses, foram colocados nos mercados em 1978 com um cupom entre 6% e 8% ao ano. Este cupom (juros reais acima da correção monetária), extraordinariamente baixo quando comparado com a década de 80, refletia a confiança dos investidores no valor real da ORTN na época.

Outra característica importante deste período foi o crescimento vigoroso das chamadas operações de Open Market com lastro em títulos públicos. Estas transações, envolvendo a aplicação de recursos de curto prazo, vinham se desenvolvendo desde o início dos anos 70, estimuladas pelo Banco Central (BC). Os parceiros eram basicamente os intermediários financeiros que passaram a investir recursos ociosos de caixa — até então mantidos em espécie ou depositados na Conta Reserva junto ao Banco do Brasil — em aplicações de curtíssimo prazo em títulos públicos federais da carteira do BC. Com o crescimento da inflação e o aumento do custo de oportunidade dos recursos ociosos de caixa, as aplicações no Open invadiram também o dia-a-dia das empresas não financeiras. Para isto foi fundamental o papel dos intermediários financeiros não bancários, principalmente corretoras independentes, que, apoiadas na mesa de Open do BC, fizeram agressivamente a “venda” deste novo produto.

Outro fator importante no crescimento desta primeira forma de “Quase Moeda” ou “Moeda Indexada” foi a implantação do sistema Selic. Este sistema eletrônico de processamento e liquidação de investimentos em títulos públicos deu ao Open as condições de segurança e operacionalidade necessárias para sua verdadeira massificação. Neste processo evolutivo a entrada das pessoas físicas, mesmo com aplicações de valor reduzido, foi a terceira, e última, etapa.

Não poderíamos tratar da experiência brasileira de indexação neste período sem fazer referência a um fato marcante ocorrido em 1977. Pela primeira vez introduz-se no cálculo do valor da ORTN um redutor arbitrado pelo governo. A correção monetária oficial passou a ser calculada em função da inflação efetiva (80% do total) e de uma taxa arbitrada pelo governo (20% do total). Foi o primeiro de uma série de golpes desferidos pelo governo na credibilidade do indexador oficial dos contratos financeiros. O ministro Simonsen, tentando pela primeira vez reduzir os efeitos da componente inflacionária que anos mais tarde seria chamada de *inércia inflacionária*, desferia um golpe mortal nas bases da reforma da dupla Bulhões-Campos. Anos mais tarde o ministro Delfim Netto, com a utilização dos chamados “expurgos” na correção monetária, enterra definitivamente a variação das ORTN como um indexador confiável. Sua substituta foi a chamada correção monetária financeira, ou seja, a taxa de operações de Overnight. A maioria dos contratos financeiros indexados deixou de estar atrelada a um índice de preços e passou a ser corrigida por uma taxa de juros do mercado financeiro (Overnight).

Período 1979-85

Para o mercado financeiro, a década de 80 começou no dia 10 de dezembro de 1979. Neste dia o ministro Delfim Netto decreta uma maxidesvalorização de 30% do

cruzeiro e abre um dos períodos mais conturbados da economia brasileira. Um dos pilares do sistema de indexação, a política de minidesvalorizações diárias abaixo da inflação interna, é pela primeira vez violentado. A prefixação do câmbio em 1980 e a maxidesvalorização de 1983 completaram a ruptura com o compromisso mantido durante mais de dez anos. A correção cambial como indexador deixa de ser utilizada pelo devedor e passa a ser procurada especulativamente pelo credor. A rolagem da dívida externa (operações 4131 e 63), agora um ônus financeiro, passa a ser feita quase que exclusivamente pelo Setor Público, via empresas estatais e Tesouro. As Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional emitidas pelo governo são totalmente dolarizadas, fenômeno que não tinha ainda acontecido nos catorze anos de sua existência. O mercado de Open, já então atingindo quase 60% do valor do M1, começa a ser pintado com as tintas incontroláveis da especulação e da crise. A falta de credibilidade da correção monetária, sujeita agora a vários expurgos arbitrados pelo governo, vai progressivamente empurrando a poupança financeira para o Open. Este processo acelera-se a partir de 1983 com o ajuste financeiro promovido pelas empresas do setor privado. As empresas reduzem seu passivo dolarizado realizando maciços depósitos em dólares no BC. Para manter solvente a Autoridade Monetária, o Tesouro é obrigado a emitir ORTN cambiais para servirem como lastro deste passivo em dólares no BC. É o chamado processo de “estatização” da dívida externa. O governo, pressionado também no “front” de suas contas fiscais, torna-se o grande tomador de recursos do sistema, principalmente via colocação de títulos públicos.

QUADRO 3
INFLAÇÃO X CORREÇÃO MONETÁRIA X CÂMBIO

ANO	IGP	ORTN	CÂMBIO
1979	77,2%	49,3%	103,3%
1980	110,2%	51,4%	54,0%
1981	94,5%	96,9%	95,1%
1982	100,4%	100,2%	97,7%
1983	210,9%	159,2%	289,4% ⁽⁴⁾
1984	223,8%	223,8%	223,6%
1985	235,1%	227,6%	231,7%

Os recursos ociosos de empresas e instituições financeiras passam a ser investidos em prazos cada vez mais curtos e com lastro em títulos emitidos pelo Tesouro. Entretanto, a colocação destes títulos não se fazia como em outros países. Na falta do

(4) Maxidesvalorização do cruzeiro de 30% em fevereiro.

chamado “investidor final”, isto é, do agente superavitário que aplica seus recursos na compra definitiva dos papéis, aparece a figura da aplicação com recompra. As instituições financeiras compram títulos emitidos pelo Tesouro, federal e estadual, e financiam esta “carteira” com recursos captados junto ao público. O mecanismo operacional usado é a venda do título e um compromisso de recomprá-lo dentro de um prazo fixado por mútuo acordo. Como existe uma venda final e o compromisso de recompra não é contabilizado, esta operação não aparece como uma responsabilidade das instituições financeiras. Ela fica registrada apenas em suas Contas de Compensação. Até 1976 este “passivo oculto” não estava sujeito a nenhuma limitação quantitativa. Na crise do Open de fins de 1975 existiam pequenos intermediários financeiros com compromissos de recompra de até mil vezes seu patrimônio líquido. A partir de então o BC passou a fixar limites operacionais para o mercado.

Existia um evidente “descasamento” do intermediário financeiro. Os títulos de sua carteira estavam na sua grande maioria indexados ou à ORTN, ou à taxa de câmbio e o dinheiro dos clientes à taxa do Over. Em outros países os riscos associados a este descasamento funcionam como um limitador natural ao volume de títulos de longo prazo financiados com recursos de curto prazo. As instituições financeiras “carregam” títulos longos com dinheiro de curto prazo para ganhar o diferencial de juros (*yield curve* positiva), mas em volume compatível com os riscos associados a esta estrutura.

No caso brasileiro desenvolveu-se ao longo dos anos, desde a implantação do Open em 1969, um compromisso informal entre a Autoridade Monetária e o mercado no sentido de eliminar os riscos de prejuízos nas operações de recompra. Isto era feito através de três mecanismos: (1) existia um compromisso do BC de manter o custo do Overnight inferior à remuneração média dos títulos públicos colocados no mercado; (2) se não fosse possível, em função de alterações na política monetária, manter esta regra, o BC “trocava” a carteira do mercado. Isto era feito através da compra dos títulos antigos pelo BC e venda de outros com uma rentabilidade adequada ao novo nível do Over; (3) além destes ajustes de natureza econômica, havia um compromisso de zeragem automática da parcela da carteira de títulos que não conseguisse financiamento do mercado. Este ajuste financeiro era feito pela mesa de Open do BC, no fim do dia, e a uma taxa igual à do mercado.

Nesta situação as instituições financeiras corriam um risco muito pequeno — desde que tivessem sempre a carteira média do mercado — de prejuízo ou de iliquidez. Podiam portanto comprar títulos de dois a cinco anos de prazo e “rolá-los” com dinheiro de um dia de seus clientes. Do lado dos clientes esta forma de operar o sistema permitia investir seus recursos com liquidez imediata e receber uma remuneração sempre igual ou maior do que a inflação. O triângulo, tendo o governo como o captador de recursos a juros reais, o intermediário financeiro ganhando um generoso “spread” praticamente sem risco e o aplicador com liquidez e juros reais garantidos, estava formado.

A consequência macroeconômica desta situação foi a progressiva destruição da Base Monetária, com a perda da arrecadação do *imposto inflacionário* pelo governo, e a completa endogeneização da moeda via o compromisso de zeragem automática.

QUADRO 4
AGREGADOS MONETÁRIOS EM % DO PIB

Ano	Base	M1	M2	M4	M2/M1
1977	5,2	14,1	22,2	34,7	1,6
1978	5,3	13,5	22,1	36,1	1,6
1979	5,3	12,6	18,4	31,5	1,5
1980	3,6	9,3	13,2	23,0	1,4
1981	3,2	9,3	16,6	29,4	1,8
1982	3,2	7,8	15,9	25,4	2,0
1983	1,9	5,1	10,4	25,7	2,0
1984	2,1	4,5	13,2	29,7	2,9
1985	2,0	5,0	16,6	33,1	3,3
1986	4,5	11,5	20,6	36,3	1,8
1987	2,4	4,9	15,8	30,8	3,2

2.3. A moeda indexada no governo Sarney

A Moeda Indexada em 1985 — um arranjo institucional estável

Uma definição precisa de Moeda Indexada no início da chamada Nova República deve responder a várias questões centrais. Primeiro deve-se ressaltar que estamos falando de uma moeda bancária indexada ou ainda de “depósitos à vista remunerados”. Não se trata mais da antiga figura da carta de recompra em cima de títulos públicos, marca da segunda metade dos anos 70, mas sim de um sistema de depósitos à vista, com remuneração igual à taxa do Over. Este “aleijão” de depósito à vista tem um compulsório de 100%, realizado em títulos públicos.

Outra característica do sistema existente no início do governo Sarney era a automaticidade da ligação entre a Moeda Indexada e os depósitos à vista, os únicos legalmente com poder liberatório. Este fato tem levado alguns especialistas a cometer um gravíssimo erro de análise, ao considerar que a Moeda Indexada não tem poder liberatório. Estas pessoas erram ao olhar para o M1 no fim do dia e não na abertura dos mercados. Esta diferença de doze horas no fuso horário das estatísticas, característica marcante da experiência brasileira, é fundamental para o entendimento da questão monetária em nosso país. No limite, uma pessoa ou empresa pode aplicar seus recursos no Open às 10 h de uma manhã e gastá-lo, total ou parcialmente, na tarde ou noite do mesmo dia. A compensação do cheque no dia seguinte vai encontrar sua conta corrente devidamente provisionada pelo resgate, em reservas, da suas aplicações no Over. Maior poder liberatório do que este, impossível!

É importante ressaltar também que, devido às incertezas conjunturais e institucionais de nosso país, houve uma progressiva destruição da poupança financeira, e sua

transformação também em depósitos de um dia no Open. Não são apenas os recursos financeiros vinculados às transações correntes do lado real que procuram abrigo nos depósitos do Open; os recursos “ociosos” da poupança financeira também abandonaram os tradicionais títulos financeiros como CDB, debêntures, ações e outros e vieram refugiar-se no abrigo menos instável das aplicações de curtíssimo prazo. Em outras palavras a Moeda Indexada tem uma componente monetária M1 e uma componente não monetária que seria parte do M2, do M3 e do M4, agora transformados em aplicações no Overnight. Estão aplicados em um mesmo instrumento financeiro os recursos das empresas comprometidos com pagamentos de curtíssimo prazo — como a folha de pagamentos, os impostos, os compromissos de fornecedores — e os recursos representativos de poupança interna — como o fundo de depreciações, outros recursos para investimentos e ainda a poupança financeira sem destinação específica. No caso das pessoas físicas temos lado a lado recursos para o atendimento de compromissos correntes — como aluguel, compras de supermercado e colégio — e recursos poupados para o futuro. Como o dinheiro no Open não é carimbado não se pode separar a parcela da Moeda Indexada que corresponde ao M1 e a parcela dos outros Mi, seja no seu conceito agregado seja no caso de cada agente individualizado.

Outra questão básica é a da correção do valor da Moeda Indexada. Embora não exista nenhum vínculo formal entre os juros pagos pelos intermediários financeiros no Over e a variação dos preços da economia, a indexação é garantida pela atuação do BC no mercado. O cinismo, muito característico de nossa sociedade, ensinou aos agentes econômicos que a necessidade de manter “quietos e comportados” os recursos financeiros de curto prazo da economia vale mais do que um compromisso formal e explícito de indexação. A chantagem conseguida com a ameaça de colapso do sistema de preços e o compromisso do BC em manter um juro real positivo no Open criaram condições para manter-se em funcionamento nosso sistema financeiro, mesmo com taxas de inflação muito altas. Em última análise, a quantidade de moeda em circulação, na sua forma de Moeda Indexada, cresce diariamente a uma taxa compatível com a inflação verificada no mês anterior. As taxas do Over não se formavam pela conjugação das forças de oferta e procura no mercado monetário, mas respondiam a uma administração diária da Autoridade Monetária. O objetivo final era dar aos aplicadores um ganho real líquido após o pagamento dos impostos.

Esta ligação entre a correção financeira da Moeda Indexada e a taxa de inflação era feita tomando-se por base a fixação de um valor diário da ORTN, a chamada ORTN fiscal. Ela representava uma previsão feita pelo governo da inflação do mês em curso. Em função deste valor o BC fixava a taxa do Over, sempre com um juro real por ele arbitrado. Este juro na prática representava uma margem de segurança para acomodar uma variação para mais na inflação efetivamente medida ao fim de cada mês. Dadas as variações que sempre se verificaram, o juro real efetivo do Overnight acabava apresentando flutuações significativas. Durante a primeira metade dos anos 80 os “juros reais” do Open oscilaram entre 14% e 24% a.a.

Devemos ainda ressaltar a forma de tributação do imposto de renda neste arranjo institucional que era o Open no Brasil. Só havia cobrança de imposto de renda, tanto na fonte como nos balanços das empresas, sobre a parcela da renda que superasse a variação da ORTN fiscal. Com isto a arrecadação do imposto inflacionário, quer sob a

forma de desvalorização da moeda quer sob a forma de imposto de renda sobre ganho inflacionário, era na prática muito pequena. Quem efetivamente se apropriava desta renda era o sistema bancário, na medida em que as pequenas aplicações recebiam uma remuneração muito inferior às taxas de juros nominais praticadas no mercado interbancário e nas aplicações dos grandes investidores.

É importante ainda citar a questão do mecanismo de destruição da Moeda Indexada. Com uma grande frequência ouve-se falar da possibilidade de uma fuga em massa da Moeda Indexada, motivada pela desconfiança dos investidores. Nesta situação o governo não conseguiria rolar sua dívida e o caos estaria instalado. Mas, fugir para onde? — perguntaríamos. “Para bens reais” seria certamente a resposta obtida. Mas o vendedor dos tais bens reais teria recebido um cheque ou um crédito na moeda legal e, a não ser que resolvesse sacar em dinheiro, passaria a ser ele o detentor da Moeda Indexada via aplicação destes recursos no Open. É evidente que o nosso vendedor de bens reais poderia decidir também não ficar com os cruzados, usando-os imediatamente para comprar alguma coisa. Neste caso o “mico” estaria repassado para o segundo vendedor. E assim sucessivamente, até que um último vendedor faria o depósito no Over, equilibrando o sistema.

Na alternativa de que um dos agentes resolvesse manter em casa o dinheiro recebido pela venda de um ativo real, haveria a destruição de Moeda Indexada, substituída agora por moeda manual. Nesta situação um intermediário financeiro do sistema ficaria sem rolar parte de sua carteira de títulos públicos e perderia reservas pelo saque do dinheiro. Neste caso o ajuste automático feito pela Mesa do BC no fim do dia, recomprando títulos públicos e emitindo reservas para “zerar” o banco que ficou deficitário, restabeleceria o equilíbrio do sistema. O governo estaria trocando dívida onerosa por dívida sem ônus (moeda manual).

O ponto mais relevante nesta situação descrita diz respeito ao mercado de bens e não ao mercado monetário. Se o processo de troca da Moeda Indexada por bens em um mesmo dia, ou mesmo em dias subsequentes, for muito violento, teremos uma verdadeira explosão de preços. Neste caso a velocidade de circulação da moeda na economia estaria no limite, sem que ocorresse o colapso do sistema monetário. Teríamos entretanto um forte constrangimento de ordem quantitativa no lado monetário, na medida em que a Moeda Indexada estaria sendo corrigida pela inflação passada (defasada de um mês) e os preços pela inflação presente. Mas, mesmo este limitador quantitativo é muito frágil, na medida em que existe a parcela não monetária, poupança financeira, dentro do total de Moeda Indexada em circulação e que poderia cobrir este hiato.

Finalmente devemos discutir a relação entre os intermediários financeiros, emissores de Moeda Indexada, e o BC. As operações de Open Market em mercados estáveis são realizadas dentro de um sistema operacional muito diverso do existente no Brasil. Os títulos públicos, que são o instrumento básico das transações, estão diluídos em carteiras de vários agentes econômicos. Um primeiro grupo destes agentes é formado pelas instituições financeiras que usam os títulos públicos como reserva de segunda linha, isto é, como um estoque de liquidez para fazer frente a eventuais problemas de caixa. Outro grupo, os chamados *dealers*, mantém um estoque adicional de títulos para atender sua clientela. Tudo se passa como se o *dealer* fosse um comerciante que mantém estoques

para atender prontamente as demandas de seus clientes. Esse estoque é financiado com recursos tomados emprestado junto a outros bancos e clientes. Normalmente este financiamento é obtido através de uma operação de venda destes títulos com recompra contratada e prazos e taxas previamente acertados. Existe portanto um risco associado a este estoque operacional, na medida em que os títulos tem uma taxa de juros fixa e o mercado de recompra varia de acordo com a liquidez do mercado. Este potencial de perdas funciona como um inibidor da carteira especulativa do *dealer*.

Outro grupo de tomadores dos títulos públicos são as empresas não financeiras, os indivíduos e investidores institucionais, entre eles os *fundos de previdência, seguradoras e fundos mútuos de investimentos*. Nesse caso temos investidores finais que compram os papéis para aplicar seus saldos de caixa e poupança financeira. Existem ainda aqueles que compram títulos com o objetivo de especular com o comportamento futuro das taxas de juros. Nesse caso temos a alternativa de manter uma posição “longa”, títulos comprados e financiados no mercado, ou “curta” com títulos “alugados” e que são vendidos no mercado para uma recompra futura. Mas sem o “guarda-chuva” do Banco Central como acontecia no Brasil.

A experiência de vários anos de financiamento deste mercado levou a uma divisão dos títulos públicos em dois grupos: o primeiro de papéis curtos, com menos de um ano de prazo, para dar uma maior facilidade operacional e menor risco. O segundo grupo é formado por papéis de prazo mais longo, de até trinta anos, o que dá uma estabilidade maior à dívida pública. Os papéis curtos, chamados Letras do Tesouro, giram basicamente no mercado monetário e são a matéria-prima das operações de Open. Os papéis mais longos são demandados pelos investidores de longo prazo e têm uma importância secundária nas transações do Banco Central para ajuste do estoque de moeda da economia. Em ambos os casos não existe entretanto nenhum compromisso de liquidez, formal ou informal, por parte do Banco Central. Quem compra títulos corre todos os riscos de liquidez e de resultados relativos às suas decisões de investimentos.

A operação do Banco Central no mercado tem como motivação básica a manutenção de um nível adequado de liquidez em função de sua política monetária. Comprando ou vendendo títulos da carteira dos *dealers* ele influencia as reservas do sistema bancário e detona um processo de ajuste na liquidez da economia.

No caso brasileiro a relação entre Autoridade Monetária e sistema bancário é completamente diversa. Os títulos públicos se transformaram ao longo dos anos 80 em mero mecanismo formal de captação de recursos de curtíssimo prazo para o Tesouro. Os únicos compradores das ORTN e LTN eram as instituições financeiras, que as utilizavam para captar recursos junto ao público em operações de um dia. Para tal, em função do volume de suas carteiras, as instituições financeiras tinham assegurado acesso total ao BC para redesconto destes papéis caso não houvesse liquidez suficiente no mercado. Por outro lado, havia uma garantia informal do BC de que as taxas de juros do Overnight, formadas logo de manhã para sua mesa de operações, cobririam a inflação corrente estimada e mais um juro real. Por este arranjo institucional o BC perdia totalmente sua capacidade de reduzir as reservas bancárias, e portanto sua capacidade de levar adiante uma política monetária efetiva. O volume de reservas bancárias era sempre determinado pelos agentes econômicos via ajuste da posição de títulos públicos.

3. O Plano Cruzado e a questão monetária

O entendimento da equipe que trabalhou na formulação do Plano Cruzado era que, no contexto institucional da Moeda Indexada, não era possível a execução de uma política monetária com um mínimo de operacionalidade. Portanto, o restabelecimento da ordem no mercado financeiro era um pressuposto básico para o sucesso de um programa de estabilização. A separação entre moeda de um lado e poupança financeira de outro era um de seus desafios mais importantes. A redução brusca da inflação deveria transformar uma parte significativa dos recursos do Open em depósitos à vista. A parcela correspondente à poupança do setor privado deveria ser realocada no investimento em títulos finais, e não mais nas chamadas operações de recompra. Com isto diminuiria muito o volume de recursos aplicados no Overnight, permitindo à Autoridade Monetária a eliminação do compromisso do nivelamento de reservas dos bancos comerciais, a chamada zeragem automática. Com uma carteira de títulos públicos financiada em mercado que não representasse várias vezes seu patrimônio, os intermediários financeiros poderiam correr os riscos inerentes a esta forma de descasamento entre ativos e passivos. O fim da correção monetária nos títulos de curto prazo e a volta dos contratos com juros nominais complementariam as transformações. No lugar da indexação dos contratos financeiros vinculada a um índice de inflação pretendia-se trabalhar com taxas de juros nominais flutuantes. Neste sistema os juros variariam de acordo com as condições do mercado financeiro. Estariam portanto refletindo as expectativas dos agentes em relação à inflação futura e às condições de liquidez impostas pela política monetária do BC. Os contratos financeiros de prazos maiores estariam ligados aos juros de curto e médio prazo via uma condição de flutuação periódica, como no caso da LIBOR londrina.

A estabilidade deste novo sistema deveria ser atingida com a eliminação da fonte primária de emissão de moeda, ou seja, o desequilíbrio financeiro do governo federal. Durante a primeira metade dos anos 80 o Tesouro vinha expandindo a liquidez da economia via o chamado Orçamento Monetário. Fora das contas do Orçamento Fiscal aprovado pelo Congresso e com a liberdade total de emissão de títulos públicos dada pela lei complementar 21, o BC vinha financiando este déficit oculto pela emissão de títulos públicos que eram imediatamente transformados em Moeda Indexada pelo sistema bancário. Durante os anos mais críticos de nossa crise cambial de 1981-3 esta expansão de liquidez foi mascarada pela contração da moeda gerada pela perda de reservas externas e pelos depósitos em moeda estrangeira efetuados no BC pelo setor privado (resoluções 432 e 230). O quadro que apresenta as causas de expansão e contração da Base Monetária neste período é muito claro neste sentido.

O Plano Cruzado

Hoje, quando o Plano Cruzado já é história, podemos verificar a importância que ele teve na trajetória da economia brasileira desta última década. Medido pela reação do público em relação à moeda, podemos verificar que ele foi o único a ser entendido como

um verdadeiro plano de estabilização. Em um curto espaço de semanas o público recompôs seu estoque de moeda em níveis só verificados na segunda metade dos anos 70, quando a inflação brasileira era da ordem de 60% a 70% a.a. A relação entre a Base Monetária e o PIB voltou à faixa dos 5% e o M1 passou a representar quase 10% do PIB. A expectativa de uma inflação baixa recompôs o estoque de moeda da economia, destruindo a Moeda Indexada, e restaurou a chamada poupança financeira.

Esta prova de confiança dos agentes econômicos no plano trouxe entretanto duas consequências terríveis para o seu próprio sucesso. A primeira, no campo monetário, foi a transformação de uma massa considerável de Moeda Indexada, quase 5% do PIB, em moeda bancária (depósito à vista). Como o depósito compulsório da Moeda Indexada é de 100%, sua transformação em depósitos à vista, com um compulsório médio na época da ordem de 38%, acabou liberando uma enorme capacidade de empréstimo para o setor bancário. Isto em um momento de explosão da atividade econômica interna. Alguns dos membros da equipe do plano, principalmente os diretores do BC, advertiram para esta armadilha e propuseram um compulsório de 100% para o aumento dos depósitos à vista decorrentes da mudança de comportamento do público.

A medida não foi aprovada por dois motivos básicos: o primeiro, defendido pelo então presidente do BC, dizia respeito à questão da rentabilidade dos bancos comerciais, principalmente os maiores deles, com a brusca queda da arrecadação do imposto inflacionário sobre os depósitos à vista e o “float” de suas operações. O segundo argumento contra a medida vinha principalmente do então ministro da Fazenda e tinha a ver com a necessidade de a economia trabalhar com juros baixos durante o período de congelamento de preços.

A explosão do crédito bancário foi um estímulo insuportável para uma economia já aquecida pela elevação do salário real, em função da redução brusca da inflação, e pelo processo de queima da poupança financeira em função da ilusão monetária dos juros nominais baixos. Do ponto de vista técnico, foi um dos maiores erros cometidos na gestão do Plano Cruzado.

Outro impacto macroeconômico importante do chamado processo de monetização da economia brasileira em 1986 foi o aumento de quase cinco vezes no financiamento da dívida pública com moeda. A consequente diminuição do custo da dívida mobiliária teve um impacto importante na redução do déficit público.

A curta experiência do Plano Cruzado revelou uma outra armadilha importante instalada no arcabouço institucional da Moeda Indexada: a ilusão monetária dos juros nominais. Uma parcela ponderável dos poupadores, principalmente nas faixas B e C da população, acostumados a rendimentos nominais da ordem de 10% a 15% ao mês, quando diante de juros nominais da ordem de 15% ao ano, passou a resgatar suas aplicações (principalmente cadernetas de poupança) para financiar seu consumo. Independentemente da questão teórica da política monetária durante os primeiros meses do Plano Cruzado — muito mais uma questão de explosão do crédito bancário —, a força da ilusão monetária dos juros nominais baixos foi uma grande surpresa. E é certamente um complicador adicional importante em qualquer plano de estabilização que provoque uma queda rápida da inflação. A taxa de juros real que evita este comportamento irracional do pequeno e médio poupador é elevada demais para permitir uma certa

estabilidade do setor real durante o plano de estabilização. Esta é uma face importante do que se pode chamar Cultura da Inflação no Brasil.

A conjugação dos efeitos sobre o crédito bancário da remonetização da economia e da destruição da poupança financeira, via processo de ilusão monetária dos juros nominais baixos, foi uma fonte importante de dificuldades enfrentadas pelo Plano Cruzado, e que nos ensinou coisas fundamentais para o entendimento do sistema de Moeda Indexada no Brasil.

Mudanças no sistema financeiro

As reformas introduzidas no sistema financeiro brasileiro no contexto do Plano Cruzado procuravam iniciar um processo de desindexação dos contratos financeiros. Somente para as cadernetas de poupança foi mantido o critério anterior de correção monetária. Para tanto foi criado o mercado interbancário, até então proibido por lei, com transações a partir de um dia. O objetivo deste novo mercado, o chamado CDI, era o de permitir o aparecimento de uma taxa de juros que refletisse as expectativas do mercado e que pudesse ser usada como indexador financeiro para os contratos de prazo mais longo. Algo parecido com a LIBOR existente no mercado internacional. Do mesmo modo foi lançado um título público de médio prazo, seis meses a um ano, indexado às taxas de juros das LTN curtas de 28 dias. A idéia central foi a de substituir a indexação baseada na inflação passada (índices de preços defasados de trinta dias) por juros que incorporavam a expectativa futura de aumento de preços.

Outro ponto importante das alterações foi a criação de um imposto de renda mais elevado nas operações financeiras de curto prazo. Seu objetivo era provocar, por mecanismos fiscais, uma separação mais rápida e eficaz da Moeda Indexada e da poupança financeira.

Esta mini-reforma financeira foi implementada em outubro de 1986, quando os sinais de colapso do Plano Cruzado já eram evidentes. Com as expectativas dos agentes contaminadas pelo pessimismo em relação ao futuro, não foi possível avaliar-se a operacionalidade do sistema de taxas flutuantes em um mercado financeiro como o brasileiro.

A questão fiscal no Plano Cruzado

Na gestão do ministro Dilson Funaro foram tomadas duas medidas fundamentais na tentativa de separar de forma institucional o Banco Central do Tesouro. A primeira, o encerramento da chamada "Conta Movimento" do Banco do Brasil (BB) vinha corrigir uma falha que vinha das reformas de 1964-5. A capacidade de emissão monetária pura e sem controle de um banco comercial do porte do Banco do Brasil era um defeito notado por muitos mas que nenhum ministro, por mais ortodoxo que fosse, teve coragem de enfrentar. Para preservar a função do BB como agente importante do governo, principalmente na área agrícola, a Conta Movimento foi substituída por suprimentos do Banco Central, aprovados de acordo com as prioridades do governo. Estas operações passaram

mais tarde a compor as contas do Orçamento Geral da União, votado e aprovado pelo Congresso Nacional.

A segunda mudança foi a criação da Secretaria do Tesouro Nacional, projeto que estava engavetado havia vários anos. Este órgão passou a centralizar a execução financeira do Orçamento da União e a ser o responsável pela gestão da dívida pública mobiliária federal. Posteriormente, com a criação do Orçamento Geral Unificado, abrangendo inclusive as operações de crédito da União, e a revogação da lei complementar 21, estava completada a modernização institucional das contas fiscais do governo federal. Esta separação institucional entre o Tesouro e o Banco Central era condição essencial para a retomada do controle monetário pelo governo.

O fracasso do Plano Cruzado e a volta da moeda indexada

A partir do segundo semestre de 1986, quando o fracasso do Plano Cruzado já era conhecido por um grupo de técnicos do governo, mais uma vez altera-se o quadro institucional do mercado. No fundo, o lançamento das LBC e dos Fundos de Curto Prazo nada mais era do que a criação de condições institucionais para acomodar a volta da inflação elevada e da indexação da moeda. O fato de ser a LBC um título emitido pelo Banco Central e não pelo Tesouro Nacional tinha um objetivo claro: mostrar a todos que se tratava de uma moeda e não um título de crédito.

Além desta mensagem conceitual clara, a LBC incorporava formalmente o conceito da indexação financeira. A variação do valor de face das LBC estava vinculada à taxa média de juros nas operações de um dia no sistema Selic, e não mais, como desde a criação das ORTN em 1964, a um índice interno de preços. A principal consequência da criação desta nova forma de indexação foi o “casamento” entre os depósitos no Open (passivo dos intermediários financeiros) e a carteira de títulos vinculados a estes depósitos (ativos dos intermediários financeiros). Para dar-se maior transparência a esta nova situação foi alterado o critério de contabilização das operações de Over. A partir de 1988 as instituições financeiras passaram a registrar suas operações de recompra de títulos públicos como um depósito em seu exigível de curto prazo, ao lado dos depósitos à vista, dos depósitos a prazo e dos depósitos interbancários. Pela primeira vez os números da contabilidade das instituições financeiras registraram os compromissos de recompra, trazendo ao nível do consciente a verdadeira dimensão da Moeda Indexada.

Como lançamento ativo correspondente aos depósitos do Open as instituições financeiras registram sua carteira de títulos públicos vinculada (lastro) aos compromissos de recompra. Esta nova maneira de contabilização de tais operações explicitava suas três características básicas: (1) eram depósitos de um dia; (2) tinham um compulsório de 100% em títulos públicos; (3) o detentor efetivo dos títulos públicos eram os intermediários financeiros.

Como complemento importante a esta estrutura institucional do Open foi criado um imposto de renda, exclusivamente na fonte, para as operações de curto prazo. Este novo tributo buscava dois objetivos básicos: o primeiro, como um imposto “polícia”, visava inibir as fraudes aos limites quantitativos de depósitos do Open. Esta preocupa-

ção é importante para evitar-se a “*exposure*” excessiva dos intermediários financeiros, principalmente os de menor porte.

O segundo objetivo do IR de curto prazo era o de permitir a cobrança do imposto inflacionário sobre a Moeda Indexada. Existia ainda um terceiro objetivo que era o de voltar a criar uma *yield curve*, das taxas líquidas de IR, positivo no mercado.

A explosão da inflação após o chamado Cruzado II recompôs rapidamente o quadro da Moeda Indexada. A memória inflacionária ainda viva e o mecanismo operacional para a realização das operações em massa de Overnight intacto fizeram com que o processo de desmonetização fosse ainda mais rápido do que a monetização da economia em março de 1986. A novidade institucional do início de 1987 foi a utilização da LBC como título de lastro das operações no Open. Com ela o sistema da Moeda Indexada estava plenamente sancionado, principalmente pela eliminação total do risco econômico dos intermediários financeiros.

Outro fato importante observado neste período de desmonetização da economia foi de novo a explicitação da realidade do depósito compulsório de 100% da Moeda Indexada. Com a diferença de que, desta vez, substituía-se um ativo monetário com 40% de compulsório (os depósitos à vista) por um outro com 100% de compulsório em títulos públicos. O efeito sobre a liquidez da economia foi o contrário daquele verificado em março de 1986, com uma destruição brutal do crédito bancário. O Banco Central foi obrigado então a criar mecanismos especiais de liquidez para evitar um verdadeiro “*credit crunch*” com inevitáveis quebras de instituições financeiras. Mesmo assim, o volume de quebras e concordatas de empresas do setor real foi suficientemente grande para provocar enormes prejuízos nos intermediários financeiros bancários.

O novo sistema do Open mostrou sua operacionalidade, tanto no que se refere à parte dos novos títulos (LBC) como na parte tributária. Terminada a ilusão do Cruzado, voltávamos à indexação do sistema financeiro, agora na sua fase terminal.

A fase terminal — 1987-90

A explosão inflacionária nos dois últimos anos do governo Sarney testou ao máximo a nova estrutura da Moeda Indexada em nosso sistema financeiro. A aceleração brutal da inflação, principalmente depois do fracasso do chamado Plano Verão, praticamente destruiu a moeda tradicional da economia. Da mesma forma, o medo da *hiperinflação aberta* trouxe para o Over a quase totalidade dos recursos da poupança financeira. A fusão da moeda e da poupança nunca foi tão ampla como neste período.

A aceleração da inflação de um mês para o outro foi de tal ordem que o conceito de juro real nas operações de Open virou uma abstração. A necessidade de colocar as taxas diárias do Open em linha não mais com a inflação do mês anterior, mas sim com a inflação ou expectativa da inflação corrente, praticamente destruiu a operacionalidade do sistema. O cupom dos títulos indexados ao Over passou de 200% ao ano, na tentativa de acomodar uma inflação que se acelerava a uma taxa de 15% ao mês. Às vésperas da posse do presidente Collor a indexação formal do sistema financeiro criado 25 anos antes chegava a seu fim sob o peso de uma inflação de mais de 200.000% ao ano.

QUADRO 5
JUROS REAIS NAS OPERAÇÕES DE OVERNIGHT⁽⁵⁾ (EM %)

Período	IPC do mês		IPC do mês seguinte	
	no mês	acumulado no ano	nomês	acumulado no ano
1989				
Jan	-2,7	-2,7	-11,9	-11,9
Fev	-14,8	-17,1	12,1	-1,2
Mar	13,5	-5,9	12,2	10,9
Abr	3,9	-2,2	1,4	12,5
Mai	1,4	-0,9	-10,7	0,4
Jun	2,0	1,1	-1,1	-0,8
Jul	3,4	4,5	3,0	2,1
Ago	4,8	9,5	-0,4	1,8
Set	1,9	11,6	0,7	2,5
Out	7,3	9,8	4,4	7,1
Nov	4,9	25,7	-3,4	3,5
Dez	6,9	34,4	5,2	8,9
1990				
Jan	7,4	7,4	-3,0	-3,0
Fev	5,4	13,1	-4,2	-8,3
Mar	-25,8	-16,1	-5,6	-9,5

QUADRO 6
ATIVOS FINANCEIROS EM % DO PIB

	Moeda	Depósitos à vista	Tit. publ. fora do BC	Poupança	CDB
1977	2,6	11,5	8,2	7,1	5,3
1978	2,5	11,0	8,5	7,8	6,2
1979	2,4	10,2	5,8	7,6	5,5
1980	1,8	7,5	3,9	6,2	3,6
1981	1,7	7,6	7,3	8,3	4,6
1982	1,6	6,1	8,1	9,5	5,5
1983	1,0	4,1	5,3	10,1	5,3
1984	1,0	3,5	8,7	10,2	6,4
1985	1,0	4,0	11,6	9,8	6,7
1986	2,1	9,4	9,1	8,4	7,4
1987	1,2	3,7	10,9	10,5	4,6
1988	0,9	2,0	10,6	10,8	4,4
1989	0,9	1,3	13,2	6,9	3,2

(5) Utilizamos o IPC como deflator.

II. A Moeda Indexada e a Política Monetária

1. Os mecanismos de transmissão da política monetária

Embora não seja o objeto desta nossa reflexão, é importante deixar claro alguns conceitos sob como a política monetária influencia o mercado de bens e serviços em uma economia capitalista neste fim de século. Uma das áreas mais polêmicas do chamado pensamento econômico contemporâneo, para efeito da análise sobre o quadro institucional da Moeda Indexada, estaremos usando um arcabouço teórico keynesiano. Portanto, é através das taxas de juros, principalmente as de curto prazo, que temos a “linkagem” entre as condições do mercado monetário e o lado real da economia. Neste sentido gostaríamos de citar o artigo preparado por Eileen Mauskopf ⁽⁶⁾ e publicado no *Federal Reserve Bulletin* em dezembro de 1990, que de certa forma resume uma visão moderna desta questão. O primeiro e, de longe, o mais importante canal de transmissão é o chamado custo de capital. Alterações nos juros no mercado de crédito provocadas pela intervenção da Autoridade Monetária no mercado monetário afetam as decisões de consumo e investimentos dos agentes econômicos. No caso norte-americano, segundo pesquisas realizadas pelo Fed, este canal responde por 55% das alterações verificadas no lado real da economia.

Um segundo canal é representado pelo chamado efeito riqueza. Alterações no custo de capital afetam o valor de ativos reais e financeiros, provocando aumentos e diminuições do estoque de “riqueza” pertencente aos agentes privados. Ainda segundo pesquisas do Fed, este segundo “canal” responde por 28% das mudanças geradas pelo custo de capital. Uma terceira fonte é representada por alterações no comércio exterior em função das mudanças nas taxas de câmbio. O novo equilíbrio entre exportações e importações responde por 17% do efeito total das alterações no lado real da economia americana.

Embora as condições institucionais e estruturais da economia brasileira sejam bastante diferentes das norte-americanas, como não estamos discutindo a “eficiência” ou “eficácia” da política monetária no combate aos problemas de nossa economia, vamos usar na análise da Moeda Indexada os mesmos canais identificados pelo Fed. No final deste capítulo procuramos identificar estas diferenças e os problemas que elas trazem à operacionalidade da política monetária no contexto da Moeda Indexada.

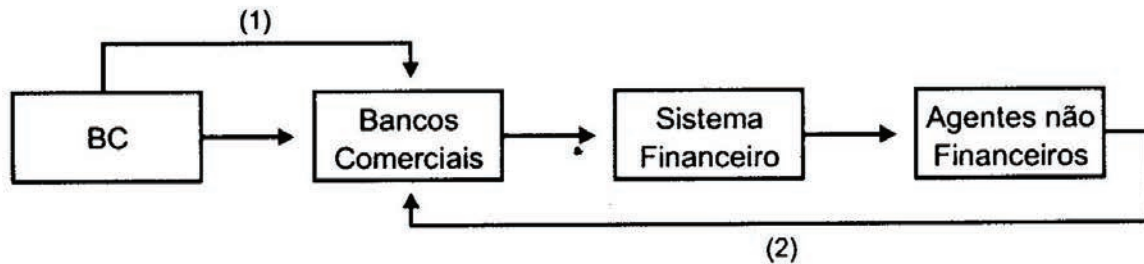
2. A operacionalidade da política monetária

A base de uma política monetária que controle a liquidez da economia é a capacidade do Banco Central para alterar, para menos ou para mais, o volume de reservas do sistema bancário. Uma vez provocada uma alteração em suas reservas, o

(6) Membro da Divisão de Pesquisa e Estatísticas do Federal Reserve Board dos Estados Unidos.

sistema bancário vai reagir de maneira a atingir uma nova posição de equilíbrio. Nesta tentativa os bancos vão afetar a situação dos demais agentes da economia, principalmente através do mercado de crédito. A reação dos agentes não financeiros nos mercados de bens e serviços a esta alteração do comportamento do sistema financeiro acaba ligando o movimento inicial do Banco Central (expansão e contração de reservas) ao equilíbrio da conjuntura econômica do lado real. É evidente que este processo de acomodação é muito complexo, e existe um total desacordo entre as várias escolas de pensamento econômico sobre o resultado final deste movimento monetário inicial do Banco Central.

Esquemáticamente temos a seguinte cadeia de movimentos:



Circuito (1) — mecanismos de curto prazo para reequilíbrio das reservas bancárias.

Circuito (2) — ajuste definitivo das reservas bancárias.

O circuito 1 — mecanismos de curto prazo para reequilíbrio das reservas bancárias — é necessário para acomodar a contração inicial de reservas quando é ultrapassado o nível mínimo legal dado pelo volume de depósitos compulsórios. No circuito 1 estão as operações de redescontos ou janela de liquidez, a possibilidade de se manter um nível de compulsório abaixo do mínimo legal por algum tempo (desde que na média ao longo do período de compulsório fique no nível mínimo) e outros instrumentos.

Vamos analisar o caso mais complexo de atuação do Banco Central, que é o da retirada de reservas bancárias quando o sistema financeiro está em equilíbrio, isto é, não existem reservas excedentes. Esta redução pode ser feita de várias formas, mas vamos seguir a situação provocada pela venda de cem unidades adicionais de títulos públicos federais da carteira da Autoridade Monetária para o sistema *dealer* no mercado de Open Market. Para simplificarmos nosso exemplo vamos admitir que o sistema *dealer* seja composto apenas por Bancos Comerciais e que portanto têm conta direta de reservas junto ao Banco Central.

A retirada destas cem unidades de reservas dos bancos *dealers* provoca uma situação instável, pois os bancos terão que necessariamente cobrir esse “furo” de reservas. Como o volume de reservas por hipótese está no nível do compulsório, esta recomposição em um primeiro momento só pode ser realizada sacando-se contra a Autoridade Emissora (circuito 1). Este equilíbrio é instável, pois as reservas terão que ser devolvidas em curto prazo, mas inicialmente o sistema está novamente em equilíbrio.

Resolvida a questão de solvência, o sistema bancário partirá para a tentativa de alcançar uma situação de equilíbrio estável. Para tanto ele terá que obter reservas contra o Banco Central iguais às cem unidades de títulos públicos adicionais em suas carteiras.

Existem duas linhas básicas: a primeira é tentar reduzir a carteira de títulos públicos vencidos na data de seu resgate; a segunda é via redução dos depósitos à vista do setor privado.

A primeira alternativa, em um sistema de *dealers* e leilões periódicos de títulos públicos, acaba não acontecendo pois sempre haverá uma taxa de juros na qual o Tesouro rolará a totalidade de sua dívida vencida. Isto acontece principalmente pela existência de compradores finais destes papéis fora do circuito das instituições bancárias. Este é certamente o caso da economia norte-americana, mas não do Brasil da Moeda Indexada. Vamos continuar nosso raciocínio segundo o modelo norte-americano e esquecendo por hora nosso país. Não podendo ajustar sua posição de reservas via resgate líquido de títulos, o sistema bancário como um todo terá que provocar uma redução dos depósitos à vista, e conseqüentemente de suas exigibilidades junto ao Banco Central. O mecanismo clássico para tal é a diminuição do volume de crédito ao setor não financeiro.

A não renovação de parte dos créditos concedidos ao setor privado, na prática uma redução na oferta de crédito, vai influenciar o equilíbrio existente no mercado de bens e serviços. As taxas de juros subirão em todo o espectro do mercado financeiro durante o período de ajuste, empurradas inclusive pela elevação da taxa *prime* do mercado, que é a dos títulos públicos.

Com a redução do crédito disponível e a posterior redução do volume de depósitos à vista no sistema bancário, o ciclo iniciado pela Autoridade Monetária está completo. O sistema bancário está de novo em equilíbrio estável e o jogo passa a ser realizado no lado real. Além dos efeitos provocados pela redução do crédito disponível e da conseqüente elevação dos juros sobre os agentes econômicos, principalmente queda do consumo e investimento, outro fenômeno ocorre no mercado financeiro e que acaba também afetando as condições da economia. É o chamado “efeito riqueza”, pelo qual a queda dos valores de mercado dos ativos financeiros em circulação (pelo efeito de aumento dos juros) acaba reduzindo o consumo privado.

3. O caso da moeda indexada

No caso de nosso sistema de Moeda Indexada este circuito nunca era completado. A resposta imediata a uma contração da liquidez primária do sistema bancário era o resgate no fim do dia das LFT excedentes junto à mesa do Banco Central (zeragem automática). O circuito 1 prevalecia sobre o circuito 2.

A primeira questão a ser resolvida para que fosse possível recuperar a eficácia da política monetária era claramente a da “zeragem automática”. Ora, nós já vimos que esta possibilidade é peça fundamental na montagem do arcabouço da Moeda Indexada. Nenhum intermediário financeiro, por mais lunáticos e irresponsáveis que fossem seus dirigentes, assumiria uma posição de LFT da ordem de vinte ou trinta vezes seu capital de giro líquido sem este mecanismo. Portanto, a negação da “zeragem automática” será a própria negação do sistema de equilíbrio para o qual convergiu o sistema monetário brasileiro ao longo da década de 80. Outra característica de nosso sistema ao fim da

década de 80, o nível muito baixo dos depósitos à vista, também não permitia o reequilíbrio das reservas via queda do M1. A relação “Reservas Compulsórias/Moeda Indexada” era muito pequena para acomodar o desequilíbrio introduzido pela Autoridade Monetária nos balanços dos bancos.

Sem a “zeragem automática” haveria uma redução brutal da carteira de LFT das instituições financeiras pela elevação do risco associado às operações de Over. Os agentes privados ficariam diante de uma verdadeira armadilha, ou seja, deixar seus ativos líquidos no depósito à vista ou comprar de forma definitiva as mesmas LFT recusadas pelo sistema financeiro. A primeira alternativa, diante de uma inflação da ordem de 2% a 3% por dia útil, não existia, evidentemente. Nenhum agente aceitaria pagar tal imposto inflacionário e uma corrida para bens reais e a hiperinflação seria questão de horas. O segundo movimento, a compra definitiva de títulos públicos por parte dos detentores da riqueza financeira, era também uma operação muito arriscada tendo em vista a total falta de credibilidade do governo Sarney e a cultura do Overnight desenvolvida ao longo da década de 80. Sem o desarme da zeragem automática, o BC perdia portanto a capacidade de controlar a moeda de modo a colocar uma barreira quantitativa ao crescimento do PIB nominal da economia. Isto deixava livre o caminho para a corrida de salários e preços. Os preços indexados à BTN projetavam sem nenhum constrangimento a inércia inflacionária e as demandas salariais eram imediatamente atendidas pelas empresas. Não valia a pena o desgaste de uma greve *vis-à-vis* o mecanismo de repasse imediato dos custos. Outra vantagem evidente deste sistema era a manutenção do poder de compra da economia, e portanto do nível de atividade. A moeda estava totalmente endogeneizada e a capacidade da Autoridade Monetária para alterar o equilíbrio do lado real da economia via reservas bancárias, inviabilizada. Sobrava apenas a alternativa de “pedalar” a bicicleta da Moeda Indexada via a fixação de “juros reais” no Over.

O segundo efeito clássico da política monetária — o efeito riqueza — sobre o comportamento do setor real da economia também não se realiza dentro do desenho institucional da Moeda Indexada. Em condições normais, o aumento de juros provocado pela contração das reservas bancárias por meio da venda de uma quantidade adicional de títulos públicos leva a uma queda nos preços dos ativos financeiros existentes no mercado. Isto provoca uma redução na riqueza dos consumidores e uma consequente redução do consumo. No contexto da Moeda Indexada isto não é verdade, pois os ativos financeiros estão indexados à taxa de juros por um dia. Um aumento no custo do Over provoca, ao contrário, um aumento da riqueza dos consumidores e pode ser um estímulo adicional à compra de bens e serviços. No caso brasileiro, em que o grande devedor é o Estado, este processo implica um aumento do déficit público, tendo portanto um efeito oposto ao objetivo buscado pela Autoridade Monetária.

Outra resultante macroeconômica importante de uma política monetária contracionista, a valorização do câmbio por conta da entrada de capitais financeiros de curto prazo, também não ocorria. A crise de balança de pagamentos associada à questão da dívida externa não permite a utilização desta pressão externa sobre os preços.

O custo de oportunidade do Over em relação ao consumo e ao investimento do setor real era a única arma derivada da política monetária que ficava à disposição do

governo. Mesmo este instrumento vinha perdendo sua eficácia ao fim da década, na medida em que um cheiro de “cano” no ar vinha sendo sentido pelos aplicadores privados. O crescimento contínuo do estoque de LFT em termos reais vinha criando as expectativas de uma moratória inevitável. Os aplicadores passaram a considerar de forma crescente a necessidade de em algum momento trocar o Over por outros ativos reais (embora isto não fosse possível, como já vimos). Nesta situação nem o juro real da Moeda Indexada teria mais condições de manter o sistema em equilíbrio.

Luiz Carlos Mendonça de Barros é professor do Instituto de Economia da Unicamp e da Faculdade de Economia da PUC-SP.

Resumo

A economia brasileira viveu durante os últimos dezessete anos uma experiência muito particular quando comparada à de outros países do mundo ocidental. Um processo inflacionário crônico, com taxas quase sempre crescentes de inflação, levou ao desenvolvimento de um arcabouço institucional sofisticado de contratos com cláusula de correção monetária. Ao lado da moeda legal desenvolveu-se uma série de outros padrões monetários que podiam ser legalmente usados nas relações entre os vários agentes, privados ou públicos, no dia-a-dia das relações econômicas. As bases desse sistema de indexação foram lançadas na reforma econômica de 1964-5, implantada logo após a vitória do golpe militar de março de 1964. O trabalho sobre a criação do que se convencionou chamar de “Moeda Indexada” foi realizado a partir de uma perspectiva histórica do processo de indexação dos contratos financeiros, principalmente aqueles de caráter monetário. Nesse arcabouço institucional e operacional, o autor procura refletir sobre o espaço e a eficiência da política monetária como instrumento de ação macroeconômica do governo.

Abstract

Over the last seventeen years, the Brazilian economy has experienced a truly peculiar situation when compared to that of other Western nations. A chronic inflationary process, almost always marked by ever-rising rates, has led to the development of a sophisticated institutional framework, with contracts carrying monetary adjustment clauses. Besides the legal currency, a series of other monetary standards emerged, which could be used legally in the daily economic relations between various agents, in the private or public sectors. The economic reforms of 1964-65, introduced shortly after the successful military coup of March, 1964, established the foundations for this indexation system. This article deals with the origins of what has come to be called “Indexed Currency”, from a historical perspective upon the indexation process of financial contracts, especially those with monetary characteristics. Within this institutional and operational framework, the author discusses the role and efficiency of monetary policy as an instrument of macro-economic government action.