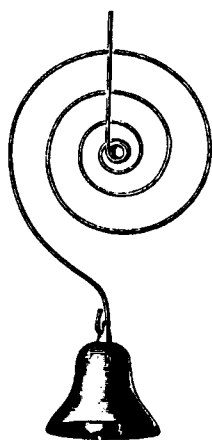


Política monetária, depósitos compulsórios e inflação

MÁRCIO G. P. GARCIA*

Since the outset of the Real Plan, the government has resorted to much higher reserve requirements on bank's liabilities, as well as to the creation of reserve requirements on credit (a bank's asset) in the attempt to restrict the expansion of monetary aggregates and credit. The policy intention was right, although the design of the reserve requirements profile—i.e., the relative structure of the reserve requirements on the different bank's liabilities—was flawed. This is because there is a very high (initially a 100% marginal) reserve requirement on demand deposits, which is the liability that typically grows the most when high inflations subside. Since the beginning of 1995, tax changes made profitable to transfer even very short-term funds from demand deposits to short term mutual funds. Furthermore, when such transfer is undertaken, the overall reserve requirement falls substantially. The main policy recommendation is to use both the reserve requirements' profile and the tax structure so that the aggregate financial wealth is distributed among its several components in a way compatible with low inflation. This will avoid future reallocations of portfolio, thereby increasing the efficacy of monetary policy.



1. INTRODUÇÃO

A política monetária do Plano Real trouxe um notável aumento dos depósitos compulsórios das instituições financeiras junto ao Banco Central (BC). Tal aumento visou garantir o caráter restritivo da política monetária, evitando a expansão demasiada da moeda e do crédito que poderia pressionar a demanda e, conseqüentemente, elevar a inflação, colocando o Plano em risco. Após dois meses de sua execução, os recolhimentos compulsórios foram novamente aumentados para fazer frente à expansão do crédito e do consumo.

Posteriormente, em outubro, criou-se um compulsório também sobre parte dos ativos (os empréstimos), com o objetivo de conter o crédito. Em dezembro/94, deu-se o primeiro sinal de

* Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

afrouxamento dos compulsórios, com a redução da alíquota marginal sobre depósitos à vista de 100% para 90%, e com a redução da alíquota dos depósitos a prazo de 30% para 27%. Em janeiro/95, retirou-se o compulsório dos adiantamentos de contrato de câmbio para incentivar as exportações, dada a reversão da expectativa favorável a fluxos cambiais, que vigia até a crise mexicana, deflagrada em finais de dezembro/94.

Este artigo discute a racionalidade de tais medidas dentro da lógica do Plano Real, bem como sugere alternativas. Na próxima seção, analisam-se as funções macroeconômicas dos depósitos compulsórios. Estas são a de possibilitar algum controle sobre os agregados monetários e creditícios, bem como servir de fonte de financiamento barato para os gastos governamentais.

Na terceira seção estuda-se o caso brasileiro atual sob a perspectiva da experiência de países industrializados (EUA, Canadá, Alemanha e Inglaterra), enfatizando-se o papel das inovações financeiras em reduzir acentuadamente a importância dos depósitos compulsórios na política monetária. Para o caso brasileiro atual, apresentam-se diversas formas de recolhimento compulsório ao BC. Embora sejam distintas, sobretudo quanto à existência ou não de pagamento de juros sobre os depósitos no BC, todas as formas de recolhimento compulsório junto ao BC têm em comum o fato que restringem a aplicação voluntária dos recursos ativos das instituições financeiras, diminuindo o crédito ao consumo, produção e investimento. Mostra-se que o atual perfil¹ assimétrico dos depósitos compulsórios, o qual grava fortemente os depósitos à vista, torna ainda mais inadequados e pouco relevantes os tetos sobre a base monetária impostos pela MP original que criou o Real, e que foi abandonada nas últimas reedições da MP em 1994.

Por fim, a última seção resume as principais conclusões e apresenta recomendações quanto aos depósitos compulsórios junto ao BC e quanto à política monetária.

2. AS FUNÇÕES MACROECONÔMICAS DOS DEPÓSITOS COMPULSÓRIOS

Analisamos aqui as principais funções macroeconômicas dos depósitos compulsórios, quais sejam a de exercer o controle da quantidade de moeda e de crédito da economia, bem como a de servir de fontes de recursos para o financiamento dos gastos do governo.

2.1. Controle monetário

A quantidade de moeda da economia é afetada pelos requisitos de depósito compulsório junto ao BC. No caso mais simples, suponha-se que estejamos interessados apenas nos meios de pagamento, $M1$. O conjunto de equações a seguir permite derivar o multiplicador bancário para o caso brasileiro atual, isto é, o fator que relaciona a base monetária com a quantidade de meios de pagamento.

¹ Entende-se como o perfil dos depósitos compulsórios a estrutura *relativa* das alíquotas do compulsório entre as diversas aplicações.

$$\begin{aligned}
M1 &= DV + PMPP \\
BM &= RB + PME \\
PMPP &= PME \times (1 - \Delta) \\
RB &= \delta \times DV \\
DV &= \gamma \times PMPP
\end{aligned}$$

A primeira equação define os meios de pagamento ($M1$) como a soma do papel-moeda em poder do público ($PMPP$) com os depósitos à vista (DV). A segunda diz que a base monetária (BM) é a soma das reservas bancárias (RB) com o papel-moeda emitido (PME). A terceira equação mostra que o papel-moeda em poder do público ($PMPP$) é o papel-moeda emitido (PME) menos uma fração Δ , que representa o papel-moeda que constitui o caixa dos bancos, e que pode ser usado para satisfazer parte dos requisitos compulsórios (o qual aumentou significativamente com o Real). A quarta equação diz que as reservas bancárias (RB) são uma fração δ (a alíquota do compulsório) dos depósitos à vista (DV). A última equação mostra a relação de preferências dos agentes econômicos, que dividem o $M1$ entre depósitos à vista (DV) e papel-moeda ($PMPP$) de acordo com o coeficiente γ . Após alguns cálculos, chega-se à expressão:

$$M1 = \left\{ \frac{(1 + \gamma) \times (1 - \Delta)}{1 + \delta \times \gamma \times (1 - \Delta)} \right\} \times BM$$

Na expressão acima, pode-se ver claramente o papel dos depósitos compulsórios; quanto maior for δ , menor será $M1$ para uma dada base monetária (BM). Usando-se os dados publicados pelo BC para o final de julho/94, temos que a alíquota média do compulsório sobre depósitos à vista (δ) foi 0,39, a fração do papel-moeda emitido e retido nos caixas dos bancos (Δ) foi 0,14, e a relação entre depósitos à vista e papel-moeda (γ) foi 1,76. Assim, o chamado multiplicador da base monetária — a expressão entre chaves na equação anterior — é de 1,49, ou seja, cada R\$ 1,00 adicional de base monetária fará com que os meios de pagamento se expandam em R\$ 1,49. Naturalmente, tal relação não é exatamente esta, porque os números usados representam médias do período no qual ocorreram diversas modificações, enquanto deveríamos ter usado coeficientes marginais. Além disso, as taxas de juros e as expectativas, entre outros fatores, alteram os valores dos parâmetros do modelo γ , Δ , e até mesmo δ . De todo modo, fica clara a relação que quanto *maior* o requisito de depósitos compulsórios (δ), *menor* o $M1$ para uma *dada* base monetária (BM).

2.2. Controle do crédito

O crédito da economia intermediado pelas instituições financeiras não se origina só dos depósitos à vista mas, em geral, de todos os passivos das instituições financeiras. Assim, o aumento do compulsório apenas sobre os depósitos à vista tem efeito limitado sobre a oferta de crédito das instituições financeiras. Por essa razão, a MP que criou o Real instituiu o compulsório também sobre os depósitos a prazo. As medidas de final de agosto/94, que aumentaram os recolhimentos compulsórios sobre depósitos a prazo e cadernetas de poupança, visaram fundamentalmente restringir a quantidade de crédito. Ao se restringir a quantidade de crédito, freia-se a demanda por bens,

notadamente os bens de consumo durável, diminuindo-se a pressão sobre a inflação. O mesmo se aplica à instituição do compulsório de 15% diretamente sobre os empréstimos das instituições financeiras.

Um ponto freqüentemente levantado é que a onda de consumo após a deflagração do Plano Real baseou-se fortemente no crédito via cheque pré-datado. Por esse motivo, restrições adicionais para maiores recolhimentos compulsórios não seriam efetivas, uma vez que o crédito via cheque pré-datado não se daria por nenhuma instituição financeira. Tal argumento *é falho*, pois esquece o importante na operação de crédito via pré-datado (como em todas as outras): alguém ou alguma instituição está pagando à vista pelo bem financiado.

Por exemplo, quando um comerciante recebe cheques pré-datados pela compra de um produto, está comprometendo seus recursos para financiar o bem. Ao comprometer tais recursos, o lojista diminui a oferta desses mesmos recursos no mercado financeiro. Caso o lojista *não* tivesse financiado o comprador, provavelmente aplicaria no mercado financeiro os recursos utilizados para fazer o financiamento. Ao financiar o bem, tais recursos não mais acorrerão ao mercado financeiro, diminuindo a oferta de fundos emprestáveis, e, conseqüentemente, restringindo o crédito pelas vias tradicionais. Por outro lado, os lojistas freqüentemente recorrem às instituições financeiras para poder financiar os compradores que pagam com pré-datados. Assim, o aumento do compulsório afeta também a oferta de crédito via pré-datado.

Em suma, o fato de o crédito via pré-datado *não* ser oficialmente dado por uma instituição financeira, *não* o torna imune ao aumento do compulsório. Mais ainda, o volume de crédito via pré-datado impacta o mercado de crédito como um todo. Quanto mais crédito for dado nessa transação, menos crédito as instituições financeiras poderão dar sob as formas usuais.

O compulsório de 15% sobre empréstimos, contudo, não consegue atingir o crédito via pré-datado. Para este compulsório sobre ativos bancários (ao contrário dos compulsórios sobre passivos bancários), o pré-datado é uma inovação financeira que permite a burla da intenção de tornar mais restritiva a concessão de crédito.

2.3. Fonte de recursos para o financiamento dos gastos do governo

Outra função macroeconômica dos recolhimentos compulsórios — embora os compulsórios não sejam criados por esta razão — é a de funcionar como fonte de financiamento barato para os gastos do governo. O compulsório, mesmo que recolhido sob a forma de depósitos remunerados ou títulos públicos, acaba se constituindo em um financiamento mais barato para o governo do que o financiamento pela dívida pública, caso não houvesse tais compulsórios.

2.3.1. Seignorage sobre reservas bancárias

Seignorage é o poder de gasto que o governo dá ao emitir moeda. Como as reservas bancárias *não* são remuneradas, toda vez que estas aumentam, acabam constituindo receita líquida para o governo. Tecnicamente, as reservas são passivo do BC, mas quando as instituições financeiras passam a demandar *de forma estável* mais reservas, tal passivo *não* será, na prática, mais passível de resgate. Ainda que as reservas fossem

resgatadas, o BC as resgataria pagando em moeda que ele emitiria para tal fim. Assim, elevações nas alíquotas do compulsório *dado um volume de depósitos à vista* geram receita *once-and-for-all*² para o governo.

2.3.2. Encaixes obrigatórios a juros baixos

Já os recolhimentos em espécie, remunerados pelo BC, não provêm financiamento tão barato quanto as reservas bancárias. O ganho do governo se dá à medida que os juros pagos sobre tais depósitos sejam inferiores àqueles pagos para rolar sua dívida no mercado.

2.3.3. Mercado cativo de títulos públicos

Quando o recolhimento pode ser feito em títulos públicos, gera também uma economia de recursos para o governo. A obrigatoriedade do recolhimento em títulos públicos cria uma demanda cativa para tais títulos, elevando a demanda e o preço e, conseqüentemente, reduzindo os juros pagos pelo governo para rolar sua dívida. O mesmo se aplica aos limites mínimos de aplicação das carteiras dos investidores institucionais em títulos públicos.

3. O COMPULSÓRIO E AS INOVAÇÕES FINANCEIRAS

Sobretudo a partir da década de 70, o fenômeno das inovações financeiras alterou em muito a política monetária dos países centrais. À medida que novos ativos financeiros surgiram, tornando maior o grau de substituição entre eles, o controle dos agregados monetários tradicionais passou a ser menos eficaz para promover a estabilidade de preços e o crescimento econômico. Nesse contexto situa-se a ênfase cada vez *menor* que é dada às reservas compulsórias como elemento de controle monetário.

3.1. A experiência internacional

Os países industrializados têm reduzido os requisitos de reservas compulsórias incidentes sobre depósitos à vista e a prazo. Canadá e Inglaterra eliminaram por completo as reservas compulsórias sobre depósitos à vista.³ Estados Unidos e Alemanha têm reduzido significativamente os requisitos de reservas compulsórias. A Tabela 1, extraída de Weiner (1992), ilustra tal fato.

A redução generalizada dos requisitos compulsórios de reserva justifica-se pela crença cada vez maior que o mecanismo de transmissão da política monetária se dá predominantemente pelos impactos das taxas de juros de curto prazo, controladas pelos bancos centrais, e apenas secundariamente através do controle quantitativo de um agregado monetário.

² Tal receita ocorre apenas uma vez, quando do aumento da alíquota do compulsório; ao contrário das receitas causadas pela inflação. A inflação aumenta constantemente a demanda por reservas dos bancos.

³ A Inglaterra mantém um requisito de 0,5% apenas para gerar a senhoriagem suficiente para pagar as despesas do Banco da Inglaterra (o banco central inglês). Tal objetivo está expresso claramente por escrito, sendo de conhecimento geral.

Recentemente o banco central alemão (Deutsche Bundesbank) desistiu de guiar sua política monetária pelo controle do M3. Este agregado havia se expandido muito sem que a economia tivesse demonstrado estar superaquecida. Apesar de o M3 crescer acima da meta, o Bundesbank decidiu reduzir a taxa nominal de juros, seguindo as perspectivas de inflação e PIB nominal declinantes.⁴ Em 1993, o *chairman* do banco central americano (FED), Alan Greenspan, anunciou que o FED não mais tentaria fazer o *targeting* de algum agregado monetário.

Em suma, é cada vez maior a tendência nos países centrais em pautar a política monetária pelo controle dos juros, em vez do controle de algum agregado monetário. Dentro dessa perspectiva internacional, a existência dos tetos monetários criados pela MP do Real parece ir de encontro aos movimentos registrados nos países centrais, o mesmo ocorrendo com a recente elevação das alíquotas do compulsório.

TABELA 1
Requisitos legais de reservas compulsórias, anos selecionado (%)

| | | | |
|---------------------------------|--------------------|------|-----------------|
| Depósitos para Transação | 1974 | 1989 | 1992 |
| EUA | 18 ^a | 12 | 10 ^b |
| Canadá | 12 | 10 | 0 ^c |
| Alemanha | 19,1 ^d | 12,1 | 12,1 |
| Depósitos a Prazo | | | |
| EUA | 8 ^a | 3 | 0 |
| Canadá | 4 | 3 | 0 ^c |
| Alemanha | 13,25 ^d | 4,95 | 4,95 |

^a Efetivo de 1º de janeiro a 11 de dezembro de 1974.

^b Efetivo a partir de 2 de abril de 1992.

^c O requisito marginal de reservas é zero. Os requisitos de reservas totais estão sendo eliminados num período de 2 anos a partir de meados de 1992.

^d Efetivo de 1º de janeiro a 30 de agosto de 1974.

Nota: As cifras citadas são as taxas marginais mais elevadas; em alguns casos, as taxas marginais aplicáveis podem variar segundo o tipo específico de depósito, a localização da instituição depositária, ou o nível daquele tipo de depósito.

Fonte: Federal Reserve System; Bank of Canada; Deutsche Bundesbank. [Traduzido de Weiner, Stuart E. (1992). "The Changing Role of Reserve Requirements in Monetary Policy", *Economic Review*, 4º trimestre.]

O que justifica a elevação tão significativa dos compulsórios na virada do Plano é a pouca importância dos juros de curto prazo, controlados pelos bancos centrais, nos mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil, em comparação com a importância dos juros de curto prazo nos países industrializados. Embora tal assunto não seja o tópico deste artigo, vale mencionar algumas das razões de tal diferença:

- a. No Brasil praticamente não há ativos financeiros de longo prazo, e os poucos que há são, via de regra, indexados às taxas de juros de curto prazo (via TR). Assim, elevações das taxas de juros de curto prazo não causam *perda* de *porta-fólio* via

⁴ Vide Goodhart, Charles (1994). *Private Financial Dynamics and the Challenge for the Policies of the Central Banks*, paper apresentado no seminário Os Desafios à Reorganização do Sistema Monetário Internacional, São Paulo, 29 e 30 de agosto.

redução do preço dos ativos de longo prazo, como nos países industrializados. Além disso, o impacto fiscal negativo sobre a dívida pública de tal elevação pelo BC é imediato;

- b. O crédito (ao consumo, ao investimento, à produção) tem muito menos importância no Brasil do que nos países industrializados;
- c. A pouca previsibilidade da inflação no momento da transição (a confusão dos índices de inflação de julho e agosto) faz com que a sinalização de juros real pelo BC seja bastante prejudicada. Uma taxa real de juros fortemente positiva calculada por um índice pode ser interpretada como negativa se outro índice for usado.

Com a estabilização da inflação em níveis reduzidos, espera-se que estes três fatores tornem-se progressivamente *menos* relevantes, cada vez mais aproximando a realidade do Brasil à dos países industrializados. Para isso, é fundamental a volta de ativos financeiros de longo prazo, bem como a recomposição do mercado de crédito de longo prazo para investimento.

3.2. Depósitos compulsórios no Brasil: o perfil atual⁵

Há três formas sob as quais as instituições financeiras têm de cumprir recolhimentos compulsórios junto ao BC: reservas compulsórias, encaixe obrigatório (remunerado), e recolhimento em títulos públicos. Os compulsórios são calculados em relação aos itens de *passivo* e, mais recentemente, também do *ativo* das instituições financeiras. Além dessas três formas de compulsório, há também limites *mínimos* de aplicação em títulos públicos federais e depósitos remunerados no BC de *ativos* de fundos, entidades de previdência e seguradoras. Embora tais limites mínimos não sejam considerados compulsórios, eles têm em comum com os compulsórios a função de limitar o potencial de crédito ao setor privado. Por isso, os limites mínimos são também, aqui, analisados.

Ao final de janeiro de 1995, vigia, grosso modo, o seguinte perfil de depósitos compulsórios. O recolhimento compulsório na margem sobre depósitos à vista e sob aviso é de 90%. O percentual de encaixe obrigatório dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) é de 30% (encaixe em espécie remunerado no BC). Tal percentual pode ser reduzido, caso a instituição financeira tenha destinado para o financiamento habitacional mais do que o mínimo, ou seja, 70% dos recursos. A exigibilidade de recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo, aceites cambiais, cédulas pignora-tícias de debêntures e operações compromissadas com títulos de emissão própria é de 27%. O recolhimento do compulsório deve ser efetuado mediante vinculação, no SELIC, de títulos federais da carteira própria das instituições financeiras registrados naquele sistema e não vinculados a compromissos de revenda.

O BC instituiu também compulsórios sobre ativos na intenção de conter o aumento do crédito. Foram criados recolhimentos sobre os contratos de assunção de

⁵ A fonte dos dados desta seção são vários relatórios da ANDIMA. Dada a velocidade das mudanças ocorridas nos compulsórios após o Real, a súmula da ANDIMA atualizada à época da revisão final deste artigo (2/2/95) não havia ainda sido publicada.

obrigações vinculadas a operações realizadas no país e no exterior (30% sobre a média dos saldos diários) e sobre as operações de adiantamento, empréstimo, financiamento e crédito (15% sobre a média dos saldos diários). Em janeiro de 1995, frente à reversão do fluxo de capitais, causado pela crise mexicana, o BC isentou os ACCs (Adiantamento de Contrato de Câmbio) do compulsório de 15%, com vistas a fortalecer a exportação.

Os limites mínimos de alguns dos investidores institucionais para aplicação em títulos públicos e depósitos no BC são os seguintes:

- a. **Fundos de Aplicação Financeira (FAF):** mínimo de 45% da carteira ativa em títulos públicos federais e depósitos no BC, sendo 25% do total do patrimônio, no mínimo, em depósitos junto ao BC, rendendo TR;
- b. **Fundos de Renda Fixa – Curto Prazo (FRF-CP):** mínimo de 50% da carteira ativa em títulos públicos federais e depósitos no BC, sendo 25% do total do patrimônio, no mínimo, em depósitos junto ao BC, rendendo TR;
- c. **Fundos Mútuos de Renda Fixa:** mínimo de 10%;
- d. **Fundos de Renda Fixa de Capital Estrangeiro:** mínimo de 35%.

3.3. Depósitos Compulsórios no Brasil: Avaliação

Estimativas indicam que o volume de recolhimentos compulsórios nas suas diversas formas teriam quase quadruplicado do início do Plano Real até janeiro/95, quando teria passado de R\$50 bilhões. Apesar da tendência internacional ser a de reduzir ou mesmo eliminar os recolhimentos compulsórios sobre os passivos das instituições financeiras (compulsórios sobre ativos são casos muito raros na história monetária internacional), as recentes medidas podem ser justificadas como medidas de emergência, para se fazer a transição entre uma economia megainflacionária e uma economia de baixa inflação. Quando tivermos completado a transição, espera-se que os compulsórios sejam significativamente reduzidos.

3.3.1. Tetos monetários, compulsório e restrição de crédito

Restrição de crédito

Para se medir a restrição agregada ao crédito ao setor privado imposta pelo aumento dos requisitos compulsórios, deve-se olhar o total da riqueza financeira da economia (*M4*) menos o que daí é absorvido pelo setor público sob as três formas supracitadas, quais sejam, as reservas bancárias junto ao BC, os recolhimentos compulsórios remunerados e os títulos públicos fora da carteira do BC.

A importância de se aferirem os dados a nível agregado pode ser entendida através de um exemplo hipotético. Suponha que os novos compulsórios tivessem gerado uma compra de títulos de cerca de R\$ 13 bilhões por parte das instituições financeiras com captação em depósitos a prazo (esta era a previsão que a imprensa divulgou em agosto de 1994). A primeira, porém equivocada, conclusão seria a de que o crédito ao setor privado seria reduzido em R\$ 13 bilhões, reduzindo severamente as compras a crédito e diminuindo fortemente a demanda agregada da economia. Tal conclusão seria

equivocada porque não tomaria em consideração a realocação dos porta-fólios frente às mudanças impostas pela legislação, ou seja, tomaria como imutável o comportamento das famílias, firmas e instituições financeiras às mudanças ocorridas.

Mas isso *não* é correto, pois os agentes econômicos procuram sempre se adaptar às novas realidades. Por exemplo, suponha que um *lojista* venda a crédito através de uma *financeira*. Suponha também que dadas as novas alíquotas do compulsório, a *financeira* não possa mais financiar os *compradores* do *lojista*. Para continuar a vender, o *lojista* pode ser levado a comprometer seus recursos próprios, dando crédito aos *compradores* através de cheques pré-datados.

Se os recursos do *lojista* estavam antes aplicados em títulos públicos, a demanda por títulos públicos sofrerá decréscimo. De quanto será o decréscimo, vai depender do que fará com os recursos pagos pelo *lojista* ao *fabricante* dos bens financiados. No limite, caso o *fabricante* aplique os recursos em títulos públicos, estes não sofrerão qualquer decréscimo na demanda. Caso o *fabricante* deixe os recursos em corrente, haverá queda na demanda por títulos públicos, substituída integralmente por aumento nas reservas bancárias do BC. Caso o *fabricante* aplique em CDBs, poderá então haver uma queda na demanda por títulos públicos (dependendo de como o banco que emitiu os CDBs aplicar os recursos captados).

O que se pretende enfatizar com esse exemplo é que a mudança nos porta-fólios dos agentes às novas alíquotas dos compulsórios pode vir a reduzir o impacto líquido da contração de crédito. Isto é, o recolhimento líquido ao BC pode ser inferior aos R\$ 13 bilhões, pois a realocação de porta-fólios para as novas alíquotas dos compulsórios pode gerar diminuição da demanda *voluntária* por títulos públicos. Apenas os números agregados do M4 poderão revelar a dimensão dessa realocação dos porta-fólios e da atenuação do efeito restritivo das novas alíquotas dos compulsórios sobre o crédito privado.

Mesmo em se conhecendo a composição do M4 não se tem toda a resposta. Isso porque inovações financeiras e mudanças no comportamento dos agentes podem mudar a quantidade de crédito que se obtém a partir de uma mesma quantidade de passivos bancários de um dado tipo.

Outro aspecto relevante ao impacto sobre o crédito é o efeito *cascata* dos compulsórios sobre os depósitos a prazo com os limites mínimos de aplicação em títulos públicos dos fundos. Na ausência de compulsório sobre os depósitos a prazo, os recursos captados pelos fundos e aplicados em títulos privados poderiam ser usados pelos bancos para alimentar suas carteiras de crédito ao setor privado. Note que ou o limite mínimo de aplicação em títulos públicos pelos fundos, ou o limite máximo de aplicação em títulos privados poderá estar limitando a compra de títulos privados pelo fundo. Suponha se trate de um FRF-CP que gostaria de comprar mais títulos privados mas se vê limitado pelo requisito de destinar 50% de sua carteira ativa a títulos públicos e depósitos remunerados pela TR no BC. Então de cada R\$ 100,00 reais captados pelo FRF-CP até R\$ 50 poderão ser comprados em CDB (não tudo do mesmo banco, mas pode haver troca de lastro entre bancos). Suponha-se que R\$ 50 sejam comprados em CDB, acarretando recolhimento compulsório de R\$ 13,50 em títulos. Sobram R\$ 36,50 a serem alocados pelo sistema bancário. Com o compulsório de 15% sobre empréstimos, restariam apenas R\$ 29,20 dos R\$ 100,00 iniciais. Em suma, as novas alíquotas dos compulsórios geram uma significativa restrição sobre o crédito.

O viés contra os depósitos à vista

Um problema do perfil dos recolhimentos compulsórios, particularmente grave até dezembro/94, foi a forte discriminação contra os depósitos à vista, os quais tinham recolhimento de 100% na margem, imposto desde o início do Plano Real. Isto fazia com que fosse inútil para o banco captar depósitos à vista.

Embora os bancos não tenham controle sobre a alocação de porta-fólio de seus depositantes, eles certamente podem e tentaram influir sobre ela. A imprensa noticiou que vários bancos estavam induzindo seus clientes a depositar salários diretamente em contas de poupança em vez de usar as contas-correntes. Esse movimento, previsto desde o início do Plano Real, nada mais é do que a aplicação do princípio de como as inovações financeiras tornam mais difícil separar os diversos conceitos de moeda, tornando muito complexa a administração da política monetária pelo controle de agregados monetários.

Até o final de 94, a existência do IPMF (Imposto Provisório sobre Movimentações Financeiras) fazia com que houvesse perda nominal das aplicações de curto prazo. Com o fim desse imposto, e a existência de substanciais juros nominais (na faixa de 50% a.a.), houve em janeiro uma volta às aplicações de curto prazo nos FAFs e FRF-CPs.

Quando um depositante coloca num FRF-CP os recursos que antes estavam em conta-corrente, há diminuição no compulsório, bem como alteração na forma de recolhimento, que passa de depósitos não remunerados nas contas de reservas dos bancos para depósitos remunerados no BC e títulos públicos. Prosseguindo o exemplo da seção anterior, suponha que havia R\$ 100 depositados em conta-corrente. Dos R\$ 100 depositados (acima da margem), R\$ 90 estavam recolhidos como compulsório do depósito à vista, restando apenas R\$ 10,00 para serem aplicados pelo sistema bancário. Quando os R\$ 100 são transferidos para o FRF-CP, o sistema bancário passa a dispor de R\$ 36,50 para alocar em ativos (vide os cálculos da seção anterior). No que tange ao déficit público, o BC trocou o recolhimento de R\$ 90 a custo zero, pelo recolhimento de R\$ 63,50 (R\$ 50 + R\$ 13,50) a taxas de mercado ou pouco abaixo delas.

O exemplo acima ilustra como a alteração da carga fiscal sobre os fundos e fundos de curto prazo deve ter impactado no mês de janeiro de 95; a quantidade de crédito disponível pelo sistema bancário — e, conseqüentemente, aumentando a demanda por bens e serviços —, bem como a rentabilidade dos bancos e o resultado (lucro) do BC. Mas há, ainda, outro impacto que poderá vir a causar dificuldades posteriores ao Plano Real.

Para que o controle monetário possa fazer algum sentido, é necessário que o BC conheça as funções da demanda pelos diversos ativos financeiros. É com base nesse conhecimento que o BC pode desenhar o efeito da política monetária. O fim do imposto inflacionário aumentou em muito a demanda pela moeda não remunerada ($M1 = \text{depósitos à vista} + \text{papel-moeda}$). Este foi o processo de remonetização da economia. Esperava-se que, após sete meses do início do Plano, tal processo de remonetização estivesse completo, permitindo ao BC saber a função da demanda por $M1$, entre outras.

Entretanto, como se argumentou acima, tal fato não ocorreu, pois em janeiro ocorreu uma transferência de recursos das contas-correntes para os fundos e fundos

de curto prazo por conta da alteração na carga tributária destas aplicações. Na realidade, o processo de remonetização já vinha sendo obstaculizado pelos altos compulsórios sobre depósitos à vista desde o início do Plano. Embora os bancos não possam determinar a alocação dos porta-fólios de seus clientes, levando-os a discriminar o depósito à vista, eles certamente podem tentar influenciar tal decisão. Como se mencionou acima, vários bancos já no início do Plano adotaram a estratégia de pagar salários em contas de poupança, as quais, à época, permitiam a aplicação livre de parte dos recursos depositados. O fim do IPMF veio fortalecer o processo de discriminação das contas-correntes: elas são mau negócio tanto para o depositante (*vis-à-vis* os fundos e fundos de curto prazo) quanto para os bancos, pois representam o maior compulsório existente.

A MP original que criou o Real criou limites máximos de expansão da base monetária. Com essa medida, acreditava-se que ao limitar a expansão da base monetária, se limitaria a expansão do crédito e da demanda agregada nominal, impedindo a volta da inflação. O pressuposto é que houvesse uma relação estável entre o $M1$ — a soma do papel-moeda e dos depósitos à vista — e a demanda agregada nominal da economia. Isso porque o controle sobre a base monetária é o instrumento à disposição do BC para controlar o $M1$.

Embora a evidência econométrica anterior ao Plano *não* corroborasse a hipótese de uma relação estável entre o $M1$ e a demanda agregada nominal da economia, admita-se por um momento a sua validade. Ou seja, caso o BC conseguisse controlar o crescimento da base monetária, estaria controlando o crescimento da demanda agregada nominal e, por conseguinte, também a inflação. Mas para isso se concretizar seria necessário que o $M1$ continuasse a representar seu papel de meios de pagamento. Entretanto, quando os bancos começam a depositar os salários em contas de poupança, componentes do $M3$ e não do $M1$, parte do que deveria estar no $M1$, sob o controle dos tetos monetários da MP do Real, passa para o $M3$, ou seja, fora de controle. Com esse procedimento dos bancos, parte dos meios de pagamento migra para o $M3$, fora de controle dos tetos monetários da MP do Real. Ou seja, mesmo em se admitindo como correta a idéia inicial do controle da base monetária, o perfil dos compulsórios, fortemente discriminador contra os depósitos à vista, faz com que o controle prescrito pela MP do Real perca muito de sua efetividade. (O mesmo que se disse sobre contas de poupança se aplica ao movimento de aplicação de recursos de curto prazo nos FAFs e FRF-CPs registrado em janeiro de 1995.)

O movimento de migração dos depósitos à vista para depósitos a prazo ou para os fundos de curto prazo tem dois efeitos negativos. Do ponto de vista *fiscal*, causa perda para o governo, pois se está trocando reservas bancárias não remuneradas por um compulsório remunerado. Do ponto de vista de *controle monetário*, torna ainda mais inócuos os tetos sobre a base monetária impostas pela MP original do Real. Mesmo deixando de lado o objetivo de controlar a base monetária, o movimento de migração dos depósitos à vista para depósitos a prazo ou para os fundos de curto prazo significa que o processo de remonetização pode estar sendo, em parte, revertido. Isso, por sua vez, indica que deverá haver novas realocações entre os diversos agregados monetários no futuro, complicando qualquer tipo de controle monetário que o BC quiser restabelecer no futuro.

4. CONCLUSÃO

A elevação dos depósitos compulsórios sobre os ativos financeiros (os passivos das instituições financeiras) e a criação de recolhimentos compulsórios sobre crédito (que são ativos das instituições financeiras) foi uma das armas utilizadas para arrefecer a expansão dos agregados monetários e creditícios, tornando restritiva a política monetária. Desde o início do Plano Real houve uma série de medidas que expandiram tanto as alíquotas quanto a abrangência dos compulsórios. Inicialmente elevou-se o compulsório sobre depósitos à vista para 100% na margem e criaram-se compulsórios sobre a poupança e sobre os depósitos a prazo (também na margem). Frente a manobras do mercado para não recolher o compulsório, elevou-se o compulsório sobre os depósitos a prazo e eliminou-se a “faixa livre” das cadernetas de poupança. Por fim, criou-se compulsório sobre empréstimos, ou seja, sobre o ativo das instituições financeiras. Tais medidas ocasionaram significativa restrição do crédito na economia, além de criarem problemas localizados de liquidez para alguns bancos, sobretudo, algumas instituições oficiais e bancos de pequeno porte. Os problemas causados a alguns bancos estaduais levaram o Banco Central a tornar mais suave o processo de transição às novas alíquotas do compulsório, bem como a promover uma nova seção de troca de títulos estaduais nas carteiras ativas de alguns bancos estaduais por títulos federais. Mesmo assim, persistiram sérias dificuldades, as quais certamente tiveram significativa importância na decisão de intervir em diversos bancos estaduais. A restrição ao crédito foi generalizada, atingindo também o crédito via cheque pré-datado, via diminuição e encarecimento dos recursos para financiá-lo.

Embora a intenção de restringir a liquidez após a reforma monetária seja correta, o *perfil* dos recolhimentos compulsórios dos diversos ativos é inadequado, pois gravava⁶ totalmente os depósitos à vista, que são precisamente os que mais deveriam crescer no processo de remonetização da economia pós-Real. Tal defeito foi agravado com o fim do IPMF e a redução a zero da alíquota do IOF sobre os fundos de curto prazo desde o início de 1995 (vide comentários sobre o item *b* mais adiante).

No que tange à determinação legal de controlar a base monetária contida na MP que criou o Real, e posteriormente modificada para o conceito de base monetária ampliada, o compulsório marginal de 100% sobre depósitos à vista teve dois efeitos:

- a. para uma *dada* demanda por depósitos à vista, um compulsório mais elevado torna *maior* a base monetária; e
- b. frente a uma restrição forte de liquidez, a impossibilidade de utilizar os recursos captados em depósitos à vista faz com que as instituições financeiras tentem influenciar seus clientes para redirecionar tais depósitos para outras aplicações.

O efeito *a* acima torna mais apertados os tetos monetários das primeiras MPs do Real, enquanto o efeito *b* tende a torná-los inócuos. Isso porque, quando os fundos para transação passam a ser transferidos para outras aplicações, o controle da base monetária perde o sentido. A política monetária estruturada da forma concebida pelas primeiras MPs do Real — isto é, a conjugação do controle sobre a base monetária com compulsório marginal de 100% sobre depósitos à vista — é *autodestrutiva*. Caso o

⁶ Como já citado, em dezembro/94 a alíquota marginal foi reduzida de 100% para 90%.

controle da base monetária funcione, tornando restritivos a moeda e o crédito, os meios de pagamento tenderão a ser transferidos para outras aplicações, menos gravadas pelo compulsório do que os depósitos à vista. A possibilidade de tal movimento torna o controle da base monetária cada vez *menos* significativo, como ficou patente nos últimos meses de 1994, levando a equipe econômica desenfaturar totalmente o controle sobre a base monetária.

A outra consequência negativa de *b* é distorcer a demanda pelos diversos ativos monetários e financeiros. Isso faz com que a estrutura da demanda por moeda (*M4*) se afaste daquela que deve vigor sob inflação baixa. Ou seja, prevê-se que haja no futuro novas alterações na composição dos porta-fólios privados, o que introduzirá distorções nas séries de agregados monetários e dificultará o desenho de uma regra de controle monetário ou de juros compatível com inflação baixa.

Com o fim do IPMF (que vigorou até o final de 1994), a cunha fiscal que gravava as aplicações de curto prazo caiu, fazendo com que voltassem a ser rentáveis as aplicações nos FAFs e FRF-CPs por prazos menores a quatro dias. Isso fez com que os depósitos à vista fossem não só discriminados pelos bancos como também pelos clientes. Ou seja, os depósitos à vista, gravados com um compulsório de 90%, passaram a ter substitutos (os FAFs e FRF-CPs), que têm tanta liquidez quanto os depósitos à vista e, além disso, rendem juros (sendo por isso preferidos pelos clientes), e sobre os quais incide compulsório significativamente menor que o do depósito à vista (sendo por isso preferidos pelos bancos). Este processo de inovação financeira é negativo por distorcer a demanda pelos componentes do *M4*, e também por tornar crescentemente ineficaz a tentativa de se controlar o volume de crédito através dos compulsórios.

Sugere-se usar o perfil dos depósitos compulsórios⁷ e a estrutura tributária das aplicações financeiras para incentivar a composição do *M4* (a riqueza financeira da economia) compatível com inflação baixa. À medida que a estabilização for se firmando, pode-se, então, afrouxar os compulsórios e diminuir a tributação sem alterar muito a distribuição relativa entre os diversos componentes do *M4*, possibilitando um desenho mais preciso e eficaz da política monetária.

⁷ O perfil atual é, *grosso modo*, 90% sobre os depósitos à vista, 27% sobre os depósitos a prazo e 30% sobre as cadernetas de poupança.