



PAPERS DO NAEA

ISSN 15169111

PAPERS DO NAEA Nº 034

**IMPACTOS FINANCEIROS DO AJUSTAMENTO
MACROECONÔMICO DA ECONOMIA BRASILEIRA À
CRISE CAMBIAL NOS ANOS 80**

David Ferreira Carvalho

Belém, Dezembro de 1994

O Núcleo de Altos Estudos Amazônicos (NAEA) é uma das unidades acadêmicas da Universidade Federal do Pará (UFPA). Fundado em 1973, com sede em Belém, Pará, Brasil, o NAEA tem como objetivos fundamentais o ensino em nível de pós-graduação, visando em particular a identificação, a descrição, a análise, a interpretação e o auxílio na solução dos problemas regionais amazônicos; a pesquisa em assuntos de natureza socioeconômica relacionados com a região; a intervenção na realidade amazônica, por meio de programas e projetos de extensão universitária; e a difusão de informação, por meio da elaboração, do processamento e da divulgação dos conhecimentos científicos e técnicos disponíveis sobre a região. O NAEA desenvolve trabalhos priorizando a interação entre o ensino, a pesquisa e a extensão. Com uma proposta interdisciplinar, o NAEA realiza seus cursos de acordo com uma metodologia que abrange a observação dos processos sociais, numa perspectiva voltada à sustentabilidade e ao desenvolvimento regional na Amazônia.

A proposta da interdisciplinaridade também permite que os pesquisadores prestem consultorias a órgãos do Estado e a entidades da sociedade civil, sobre temas de maior complexidade, mas que são amplamente discutidos no âmbito da academia.

Papers do NAEA - Papers do NAEA - Com o objetivo de divulgar de forma mais rápida o produto das pesquisas realizadas no Núcleo de Altos Estudos Amazônicos (NAEA) e também os estudos oriundos de parcerias institucionais nacionais e internacionais, os Papers do NAEA publicam textos de professores, alunos, pesquisadores associados ao Núcleo e convidados para submetê-los a uma discussão ampliada e que possibilite aos autores um contato maior com a comunidade acadêmica.



Universidade Federal do Pará

Reitor

Marcos Ximenes Ponte

Vice-reitor

Zélia Amador de Deus

Núcleo de Altos Estudos Amazônicos

Diretor

Francisco de Assis Costa

Diretor Adjunto

Tereza Ximenes Ponte

Conselho editorial do NAEA

Edna Ramos de Castro

Francisco de Assis Costa

Indio Campos

Marília Emmi

Setor de Editoração

E-mail: editora_anae@ufpa.br

Papers do NAEA: Papers_anae@ufpa.br

Telefone: (91) 3201-8521

Paper 034

Revisão de Língua Portuguesa de responsabilidade do autor.

IMPACTOS FINANCEIROS DO AJUSTAMENTO MACROECONÔMICO DA ECONOMIA BRASILEIRA À CRISE CAMBIAL NOS ANOS 80

David Ferreira Carvalho

Resumo:

Não há dúvida que o ajustamento macroeconômico à crise cambial nos anos 80 tem muito a ver com o processo de endividamento externo que tem curso nos anos 70. Pretende-se discutir a experiência dos efeitos dos ajustamentos macroeconômicos sobre o sistema financeiro nacional. Para tal, o presente ensaio foi organizado da seguinte maneira: no item II, discutem-se as funções da moeda e a preferência pela liquidez no contexto de uma economia com alta taxa de aceleração inflacionária, como a brasileira. Nos itens III e IV, discute-se a estratégia de ajuste das empresas produtivas e os efeitos do desajuste sobre as empresas financeiras. Por fim, no item V, analisa-se tanto a política de reajuste das empresas financeiras, quanto a intervenção do Banco Central no controle da dívida interna brasileira.

Palavras-chave: Ajustamento Macroeconômico. Economia Brasileira. Crise Cambial.

I. Introdução

Não há dúvida que o ajustamento macroeconômico à crise cambial, nos anos 80, tem muito a ver com o processo de endividamento externo que tem curso nos anos 70. De fato, tudo começou com o esforço do governo Geisel, até um certo ponto voluntarista, de levar adiante a imensa tarefa de implantação dos megaprojetos econômicos do II PND.

Numa conjuntura de esgotamento do padrão de financiamento da economia brasileira, agravado pela forte crise financeira internacional, o endividamento externo tornou-se uma saída cômoda e fácil em relação à alternativa de se desenvolver internamente formas de intermediação financeira de longo prazo capaz de dar suporte a continuidade da acumulação produtiva.¹

Os sucessivos fracassos dos “pacotes” de política macroeconômica de combate a inflação e de retomada do crescimento econômico, de inspiração neoclássica e de natureza ortodoxa ou heterodoxa, vão aprofundar ainda mais à crise financeira brasileira nos anos 80.² Os traços mais significativos dos efeitos das políticas de ajustamento macroeconômico à crise cambial, sobre o sistema financeiro nacional, são os seguintes:

1. Estatização da dívida externa pelas Autoridades Monetárias (AM), através da resolução nº 432, circular nº 230 e hedge com ORTN cambial;
2. Aumento das reservas internacionais através da compra do saldo positivo de dólares da balança comercial;
3. Lançamento de títulos da dívida pública para cobrir o déficit financeiro do setor público;
4. Política monetária de **open market** para contrair a base monetária e garantir a rentabilidade das **financeiras** que compravam títulos que serviam de lastro para o **overnight**;
5. Regulação do crédito subsidiado, por parte do Banco do Brasil (BB) e Banco Central do Brasil (BACEN), com vista ao controle do déficit público numa situação de queda da receita fiscal;
6. Elevação da taxa de juros nominal básica para lançamento de novos títulos públicos;
7. Ampliação generalizada dos custos financeiros e seu repasse para os preços e, portanto, para a correção monetária;

¹ Os principais instrumentos de crédito externo utilizados pelas empresas produtivas e empresas financeiras foram, respectivamente, a lei nº 4131 e a resolução nº 63. Ver os interessantes comentários de Coutinho, Luciano G & Belluzzo, Luis Gonzaga de Mello. Política Econômica, Inflexões e Crise: 1974-1981. In: **Desenvolvimento Capitalista no Brasil nº 1**. São Paulo, brasiliense, 1982. p. 159-168.

² Costa, Fernando Nogueira da. **Mercado Financeiro**. São Paulo, IESP/ FUNDAP, 1988. p.9-15.

8. Intensa aplicação de capital próprio das empresas produtivas privadas na liquidação de dívidas passadas e em ativos financeiros.

Tendo em conta essas principais características do cenário macroeconômico, na gestão do governo Sarney, pretende-se discutir a experiência dos efeitos dos ajustamentos macroeconômicos sobre o sistema financeiro nacional. Para tal, o presente ensaio foi organizado da seguinte maneira: no item II, discute-se as funções da moeda e a preferência pela liquidez no contexto de uma economia com alta taxa de aceleração inflacionária, como a brasileira. Nos itens III e IV, discute-se a estratégia de ajuste das empresas produtivas e os efeitos do desajuste sobre as empresas financeiras. Por fim, no item V, analisa-se tanto a política de reajuste das empresas financeiras, quanto a intervenção do Banco Central no controle da dívida interna brasileira.

II. A Moeda e a Preferência pela Liquidez

A política de desvalorização cambial, seguida da desastrosa experiência de desindexação em 1980, custou ao governo brasileiro o compromisso de igualar a variação da correção monetária (ORTN) à variação do dólar (ORTN cambial) do que resultou a dolarização do sistema financeiro brasileiro. Ao impacto desestabilizador, dado pela generalização da indexação financeira na captação e na aplicação - com desvantagem às instituições financeiras públicas - vai se juntar a estatização da dívida externa e o endividamento interno em títulos públicos no mercado financeiro doméstico.

Nesse ambiente de instabilidade financeira, sob condições de incerteza, a dinâmica inflacionária acionava os mecanismos de indexação dos contratos reais - em dólar e ORTN - permitindo a forte valorização dos ativos não-monetários e o consequente deslocamento dos ativos monetários. A política contracionista da base monetária e os efeitos negativos do **casuismo legal** - gerando um permanente estado de desconfiança nos agentes econômicos por perdas patrimoniais e riscos de contratos num ambiente de aceleração inflacionária - provocavam uma **desmonetização** no sistema financeiro brasileiro que se manifestava por uma significativa queda dos haveres monetários em relação ao total de haveres financeiros³

Neste contexto, a **desmonetização**, que se manifestava pela forte contração dos ativos monetários, sinalizava uma acentuada **preferência pela liquidez financeira** - e não, como

³ Cabe observar que, no Brasil, tem-se os contratos de riscos por inadimplência (falta de pagamento), riscos de conjuntura (contratos com correção monetária) e os riscos de contratos (casuismo legal decorrente das decisões do governo de intervir na correção monetária e até mesmo nas cláusulas contratuais por razões de "política econômica"). Ver a esse respeito os interessantes comentários de Costa, Fernando Nogueira da. Estado de Confiança e Hiperinflação. **Texto para Discussão n°10**. Campinas, IE/ UNICAMP, 1989. p.9. Ver ainda os comentários de Barros, Luis Carlos Mendonça de. Indexação e Desindexação: debate a ser retomado. **Rev Fund Seade/São Paulo em Perspectiva**. 1(3), 38-45, set/dez 1985.

imaginavam alguns monetaristas de plantão, uma intensa **preferência pela liquidez monetária (M1)** - pela quase-moeda do **overnight**⁴. Na verdade, a preferência pela liquidez financeira, expressa na quase-moeda indexada, revelava apenas a opção dos agentes econômicos pelo “novo dinheiro”, enquanto reserva de valor, e uma utilização muito restrita, em face do seu **poder liberatório**, do “velho dinheiro” de curso forçado, enquanto meio de pagamento, para liquidar contratos.

Num ambiente de incertezas, quanto ao curso dos acontecimentos no futuro - marcado por fortes expectativas inflacionárias por parte dos agentes - os **ativos líquidos**, circulando em grande volume e intensa velocidade no mercado financeiro, passaram a ser não só **transacionáveis endogenamente** no sistema financeiro, como se fossem moeda financeira - particularmente através da aplicação dos deságios - como também, em face dos curtíssimos prazos de circulação, passaram a ser plenamente **liquidáveis** na medida em que puderam ser reconversíveis, a custos de transação relativamente baixos, à forma monetária original, transitando, temporariamente e com grande rapidez, do **mercado financeiro** para o **mercado monetário** e vice-versa.

Esta **ciranda financeira**, na qual participavam todos agentes privados e públicos, se devia ao fato de que, muito embora houvesse aceitação legal dos contratos reais com correção monetária, com base num indexador oficial, os agentes não podiam saldá-los de pronto com os próprios títulos financeiros que lastreavam os seus valores.⁵

Num regime monetário com inflação alta, é inevitável o rompimento das funções do dinheiro, integradas numa única e plena moeda institucionalmente aceita pela sociedade. Com efeito, tão logo se instala a **cultura inflacionária**, na memória dos agentes, tem-se um processo de **esquizofrenia da moeda** que passa a se manifestar nas transações dos agentes como se a economia tivesse três moedas.

De fato, a tríade do dinheiro, no caso da economia brasileira, se apresentava no **mercado monetário**, até bem pouco tempo, na forma do “velho dinheiro” de curso forçado - cruzeiro ou cruzado - que, por força de lei, mantinha ainda as funções de meio de pagamento e de instrumento geral de crédito. No **mercado financeiro**, entretanto, tinha-se um “novo dinheiro”, formado por alguns títulos especiais, que passou a exercer as funções de reserva de valor e de valorização financeira do capital dinheiro. Por fim, **no mercado de contratos**, com exceção do mercado de trabalho, os vários indexadores - ORTN, BTN, dólar, etc - assumiram a função social de unidade de conta do dinheiro⁶.

⁴ Ver Costa, Fernando Nogueira da. **Moeda Endógena e Política Monetária**. Campinas, IE/UNICAMP, 1990.

⁵ Sobre os conceitos de **liquidez financeira e liquidez monetária**, ver os comentários de Tavares, Maria da Conceição. O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente. in: **Desenvolvimento Capitalista no Brasil n° 2**. São Paulo, brasiliense, 1983.p.110-112. Ver, também, a interessante análise de Costa, Fernando Nogueira da. **Moeda Endógena e Política Monetária**. Campinas, IE/ UNICAMP, 1990.

⁶ Tavares, Maria da Conceição. op.cit.p.113-117.

A dinâmica da tríade do dinheiro, circulando freneticamente nas órbitas dos mercados monetário e financeiro, se realizava numa estrutura institucional de conglomerados financeiros que, sob condições de aceleração inflacionária, promovia a reversão do declínio da liquidez real (ativos reais) pela expansão da liquidez financeira (ativos financeiros) que, dependendo da demanda por transações, era convertida em liquidez monetária (ativo monetário).

Essa situação acabava forçando os agentes econômicos, com saldos líquidos, e em crescente processo de desvalorização, a optarem pelo “novo dinheiro” que se nutria da aceleração inflacionária. A indexação aí cumpria apenas a função de medida de valor.

Neste contexto, vejamos, agora, como reagiram as empresas produtivas.

III. O Ajuste das Empresas Não-Financeiras

A íntima conjugação dos processos de **desmonetização** e de intensa **preferência pela liquidez financeira**, como refúgio para a valorização do capital, numa economia com forte tendência a indexação em **dólar**, acabou provocando um crescente encarecimento da estrutura do passivo dos conglomerados financeiros, cujo resultado passou a se manifestar num declínio da posição relativa dos depósitos à vista captados a custo zero. Por sua vez, a contração do passivo monetário das Autoridades Monetárias (AM), em particular do BB, sobre o volume de suas aplicações - agravada pela política restritiva do crédito seletivo em geral - refletiu mais ainda o fluxo de empréstimos do sistema monetário para o setor privado e, simultaneamente, fez subir a participação relativa dos empréstimos específicos do sistema financeiro não-monetário para o setor privado. Nesse contexto, nota-se uma forte retração das empresas produtivas como tomadoras de empréstimos, em especial as grandes empresas não-financeiras privadas.

Num quadro de incertezas quanto ao futuro, face ao agravamento da crise econômica-financeira dos anos 80, as reações dos empresários foram no sentido de evitar a contração de novas dívidas e da liquidação gradativa de suas dívidas passadas. Com essa estratégia de ajustamento microeconômico, as grandes empresas nacionais não-financeiras saíram na frente liquidando suas dívidas e logo foram seguidas pelas empresas estrangeiras e estatais. No entanto, estas últimas, apesar de reduzirem suas dívidas lentamente, acabaram no final com o maior grau de endividamento dentre os três segmentos.

Num ambiente de instabilidade, agravado ainda mais pela recessão e pela contração da liquidez monetária e do crédito oficial, a estratégia empresarial de racionalização microeconômica implicou numa reestruturação do passivo das mega-empresas não-financeiras. Ademais, a grande

empresa oligopolista fez uso do seu poder de **mark-up** para elevar os preços dos seus produtos, gerando, assim, os **efeitos propagadores da aceleração inflacionária**.

O resultado dessa reorganização estratégica, por parte da grande empresa não-financeira privada, foi a transferência do ônus de sua reestruturação financeira e patrimonial para os trabalhadores, consumidores, fornecedores e concorrentes⁷.

Há que se ressaltar, ainda, que as grandes empresas não-financeiras privadas realizaram uma ampla reestruturação pelo lado das suas contas do ativo. Essa recomposição do ativo, por outro lado, significou a compreensão do fato de que a elevação dos juros exercia um duplo impacto no balanço das empresas não-financeiras que se manifestava, de um lado, pelo efeito da desvalorização relativa dos ativos reais e, de outro, pelo efeito da valorização das dívidas acumuladas.

Num cenário como este, em que não há alternativas para a redução das taxas de juros, e nem para a desvalorização das dívidas acumuladas, a estratégia microeconômica da grande empresa oligopolista, para resguardar as suas condições de rentabilidade e de liquidez corrente, resultou numa “saída” estratégica do sistema financeiro, pela via da liquidação de suas dívidas na posição de devedora, seguida por uma oportuna “reentrada” no mercado financeiro, agora como investidora financeira, convertendo-se, assim, numa credora líquida do sistema financeiro brasileiro⁸.

Esse duplo movimento estratégico do **ajuste** microeconômico das empresas oligopolistas, fazendo **hedge** financeiro, implicou numa reestruturação dos balanços - tanto na estrutura do passivo quanto do ativo - dessas empresas produtivas. De fato, estes grandes empresários investidores, ao fazerem hedge financeiro, passaram também a usufruir das altas taxas de juros, sobretudo no curtíssimo prazo, do mercado financeiro.

Naturalmente a resultante dessa racionalidade microeconômica, por certo, provocou também repercussões macroeconômicas negativas sobre o declínio da taxa de investimento produtivo, renda e emprego. Vejamos agora a reação das empresas financeiras - bancos e financeiras em geral - a esta estratégia das grandes empresas produtivas privadas nacionais e estrangeiras.

III. O Desajuste das Empresas Financeiras

A nova posição das grandes e sólidas empresas produtivas, como credoras líquidas do sistema financeiro nacional - realizando investimentos não-operacionais, em particular em títulos financeiros -

⁷ Costa, Fernando Nogueira da. Ajuste-desajuste-reajuste: sistema financeiro na crise dos anos 80. **Rev Análise & Conjuntura**. Belo Horizonte, 1(3), p.62-63.

⁸ Almeida, J S G. Financiamento e Desempenho Corrente das Empresas Privadas e Estatais. **Relatório de Pesquisa Nº 3**. São Paulo, IESP/FUNDAP, 1988.

representou para o sistema bancário não só uma perda de seus melhores clientes, agravando assim o risco global de empréstimos para os agentes **ponzi e especulativos**, como também significou a deterioração da própria estrutura patrimonial e de rentabilidade corrente das empresas financeiras, em particular dos bancos atacadistas, num processo de **desajuste** financeiro.

Como resultado dessa estratégica conduta das empresas não-financeiras restou às empresas financeiras uma estrutura de ativos “podres” - em face dos riscos de iliquidez dos ativos e da insolvência dos clientes sobranes e, portanto, mais frágeis financeiramente - apesar dos empréstimos terem sido concentrados nas empresas públicas, em particular nos bancos estaduais, o que, sem dúvida, ainda assim não minimizou o problema da inadimplência e nem a gravidade da crise financeira do sistema bancário.

Esta crise financeira, por sua vez, acabou provocando mudanças na estrutura de ativos e passivos dos bancos comerciais. Do lado dos ativos, houve uma retração das operações de crédito e uma correspondente elevação do peso da carteira de títulos públicos e valores mobiliários. Do lado dos passivos, houve uma queda generalizada dos depósitos à vista que, de certo modo, foi compensada pelas operações de repasses interno e externo com origem em fontes externas e de entidades oficiais.

Num primeiro momento, os ajustes microeconômicos, praticados pelas grandes empresas financeiras, acabaram reproduzindo níveis de custos de operacionais excessivamente altos em função não só dos elevados custos financeiros de captação, como também devido os crescentes aumentos dos custos administrativos e patrimoniais. Neste ambiente de forte concorrência interbancária, entre os **bancos varejistas e atacadistas**, alguns segmentos do setor bancário, para reduzir custos pelo aumento da produtividade, optaram pela modernização dos seus equipamentos, pela reengenharia de gestão e pela inovação financeira de processos e produtos.

O resultado dessa reação das empresas financeiras privadas, face a intensa competição no mercado de captação de recursos, foi uma sensibilidade financeira muito mais acentuada, tanto pelo lado da estrutura financeira da captação - principalmente às variações abruptas de preço e da rentabilidade esperada dos títulos - quanto pelo lado da aplicação, particularmente aquelas de natureza operacionais, provocadas pelas ocasionais mudanças nas regras da correção monetária ou cambial e pelas frequentes flutuações das taxas de inflação e de juros.

A queda da taxa do **spread** do crédito comercial, forçada pelas novas condições de concorrência, simplesmente refletia o baixo desempenho da intermediação financeira tradicional. De fato, o processo de desajuste das empresas financeiras significou uma **desintermediação financeira** -

entre as unidades de dispêndios superavitárias e deficitárias - que se manifestou por uma troca do mercado de crédito pelo mercado financeiro⁹.

Com esta manobra, as grandes instituições financeiras procuraram se ajustar a alta sensibilidade do grande investidor financeiro à valorização do seu capital. Mesmo assim, o grande banco, com configuração multi-bancária de extensa penetração e diversificação dos seus novos produtos no mercado financeiro, conseguiram, de um lado, intermediar e potencializar os ganhos diferenciais de rentabilidade, preferencialmente aqueles mais favoráveis aos **rentiers** e, de outro, dada a alta liquidez decorrente da velocidade com que circulava a grande massa de títulos no mercado financeiro, extrair ganhos no mercado financeiro em volume suficiente para cobrir o prejuízo causado pela redução do diferencial entre as taxas de juros de captação e empréstimo praticadas no sistema financeiro nacional.

A seguir, examina-se o processo de reajuste das empresas financeiras, e o papel das inovações financeiras do setor, como resposta à crise do sistema bancário.

IV. O Reajuste das Empresas Financeiras e a Fragilidade do Setor Público

Com o processo de desajuste das empresas financeiras, seguido pelo declínio do **spread creditício**, configurou-se um processo de **reajuste** caracterizado pela elevação do **spread de risco** sobre o **float** das empresas financeiras¹⁰. Com o aumento dos custos de captação, agravado pela forte concorrência interbancária, os grandes bancos - cabeça dos conglomerados financeiros - entraram no mercado com as **inovações financeiras**, representadas por um balcão de oferta de novos títulos para valorização fictícia, ainda que sujeitos a riscos e incertezas das mudanças de prazos e da rentabilidade esperada.

Com isso, qualquer captação bancária de recursos, a custo zero ou próximo deste, passou a se constituir em ganhos diferenciais de alta rentabilidade nos contratos pré-fixados ou pós-fixados, por parte do intermediário financeiro, cuja magnitude passou a depender da taxa de aceleração inflacionária. Nesta condição, os grandes bancos, buscando a valorização do **floating** (depósitos),

⁹ Ver a análise de Teixeira, Natermes Guimarães & Costa, Fernando Nogueira da. Setor Financeiro: momentos de decisão. in: **Política Econômica da Nova República**. [Org]. Ricardo Carneiro. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1986. p.177-181.

¹⁰ As receitas de **float** dos bancos provêm de aplicações no **open market** dos depósitos à vista e do dinheiro que entra nos bancos provenientes da arrecadação dos tributos e taxas do governo, dos encargos sociais e de outras operações de cobranças ou de ordem de pagamentos. Numa economia indexada, quanto maior a taxa de aceleração da inflação, mais altos são os ganhos em operações no **open market** lastreadas com dinheiro captados à custos zero.

acabavam elevando o **spread de risco** no mercado financeiro em função do diferencial entre as taxas do **overnight** e do **open market**¹¹.

Neste cenário, o **BACEN**, para conseguir a colocação de mais títulos públicos no mercado primário, era forçado a garantir a taxa do **overnight** do sistema financeiro. Isto porque, a manutenção da taxa de juros do **overnight**, abaixo da rentabilidade líquida do mercado financeiro, acabava gerando um impulsivo mecanismo especulativo adicional no mercado financeiro para aquelas instituições que apostavam na subida da taxa do **spread líquido**.

Na verdade, as empresas financeiras, agindo deste modo, especulavam com a possibilidade de uma alta taxa de lucro esperado - dada pela diferença entre a rentabilidade do título em carteira e o custo do dinheiro tomado para financiá-lo a taxa de juros do **overnight** - que a **Autoridade Monetária (AM)** tinha interesse em mantê-la abaixo da rentabilidade do seu título. Neste caso, o **spread líquido** era dado pela diferença entre a rentabilidade líquida - isto é, a rentabilidade bruta da compra dos títulos de ORTN menos o imposto de renda sobre os juros acumulados até o prazo de vencimento - e o custo de financiamento no **overnight**.

Em face da aceleração inflacionária, as aplicações no **open market** passaram a ser praticamente a única alternativa lucrativa para as “sobras de caixa” dos depósitos correntes nos bancos, devido às exigências crescente de liquidez de curto prazo. Com a generalização das negociações de todos os títulos de curtíssimo prazo, juntamente com a estatização da dívida externa e do crédito, agravada ainda mais pela queda real das receitas fiscais numa economia com nível de atividade marcada pela estagflação, a **AM** era forçada a girar sua dívida pública com os bancos diariamente, independente de sua origem, isto é, se para cobrir os déficits fiscais do Tesouro Nacional ou se para controlar a liquidez de curto prazo do sistema monetário, fragilizando, assim, ainda mais sua posição financeira no mercado.

Essa fragilidade financeira do setor público, que se manifesta pela frequente presença do Banco Central no mercado de financeiro, decorre da tendência do crescente aumento dos encargos financeiros desta Autoridade Monetária em relação aos rendimentos líquidos do sistema financeiro. De fato, durante o Plano Cruzado, o governo buscou reduzir o custo do giro da dívida interna atrelando a rentabilidade líquida e o custo de carregamento à taxa de juros do **overnight**¹².

¹¹ Ver os comentários de Costa, Fernando Nogueira da. Dois Passos Adiante, um Passo Atrás. o sistema financeiro no ano do cruzado. In: **A Política Econômica do Cruzado**. São Paulo, UNICAMP/BIENAL, 1987. p.151-156.

¹² Ver os comentários pertinentes de Costa, Fernando Nogueira da. Dois Passos Adiante, Um Passo Atrás. op.it.p.160.

Com essa estratégia, o **BACEN** não só minimizou o custo da dívida do Tesouro Nacional, pela eliminação do **spread de risco** embutido na compra dos títulos federais, como também permitiu a flutuação das taxas de juros de curto prazo, sem que essa política financeira implicasse nem em ganhos extras e nem em riscos de quebra para os agentes do sistema financeiro.

V. Conclusões

Como se percebe, com a crise do sistema financeiro, há uma flexibilização das barreiras institucionais á mobilidade dos recursos entre distintos segmentos do mercado financeiro. Esta flexibilização foi alcançada pela institucionalização dos **multibancos** que passaram a realizar as trocas de reservas, via o mercado interbancário, permitido pela regulamentação dos repasses de Certificado de Depósitos Interbancário (CDI). Com o decorrer do tempo, paulatinamente, um crescente número de instituições financeiras recorreram a este mercado que, de certo modo, passou a estabelecer a taxa de juros interbancário.

A especialização das empresas de um mesmo conglomerado financeiro levou o **BACEN** a intervir no mercado estabelecendo novas regras para os depósitos compulsório e voluntário sobre os **depósitos a prazo**. Assim, em que pese a crise financeira que envolveu o sistema bancário, resultante da não renovação das aplicações dos investidores, os balanços das empresas financeiras demonstravam cabalmente o substancial aumento dos lucros das mesmas. Com o fim da indexação, o processo de ajuste administrativo e de pessoal, levado a cabo pelo setor privado bancário brasileiro, juntamente com o aumento das receitas de serviços e das novas operações de crédito e das inovações financeiras, acabaram contribuindo para a superação da crise do sistema financeiro brasileiro nos anos 80.

Com a remonetização da economia, durante o plano cruzado, o governo federal conseguiu reduzir a pressão da dívida pública sobre a dívida interna líquida. Com as medidas tomadas na área das finanças públicas, além das mudanças nas regras de administração da dívida pública realizadas nas operações de **open market**, o BACEN incorporou para si o **spread de risco**. De fato, com a criação do novo título da dívida pública - a LBC - em substituição as OTN e as LTN, o spread de risco, que antes era incorporado pelas instituições financeiras privadas, passou para as mãos da **AM** que, desta maneira, pôde diminuir os ganhos das empresas financeiras privadas no “carregamento” dos títulos públicos no **overnight** e, com um giro de custo muito mais baixo, também minimizou o custo da dívida pública do Tesouro Nacional.

Entretanto, embora essa operação de regulação da dívida pública tenha tido sucesso no período do cruzado, com o advento do cruzado II, a LBC se transformou num indexador do mercado financeiro. Com efeito, **AM** perdeu a flexibilidade para controlar a política monetária de **open**

market, inclusive a de fixar a taxa média do overnight abaixo da taxa de inflação, e passou remunerar as “sobras de caixa” dos bancos privados, aplicadas nos mercados de curtíssimo prazo, com taxas reais negativas.

Entretanto, o sistema bancário, apesar de sujeito a regulação da **AM**, possui uma autonomia relativa para determinar, através das inovações financeiras, combinadas com os seus clientes tomadores de crédito, a taxa de juros efetiva real sob determinadas condições bancárias de prazo, acessibilidade, riscos, etc. Com efeito, para fixação das taxas de juros junto aos tomadores, os bancos líderes do mercado acrescentavam um **spread creditício** sobre as taxas do mercado de captação. Neste momento, entretanto, o poder da **AM** podia se manifestar tanto pela regulação da criação da moeda-bancária pelo multiplicador monetário, através da exigência dos depósitos compulsórios, quanto pela fixação da taxa do **overnight** através da política de **open market**.

Em face dessa política de administração da dívida pública, e de controle do custo de carregamento das instituições financeiras tomadoras finais dos títulos da dívida interna, que serviam de lastro as operações de **overnight**, o BACEN conseguia estabelecer a taxa básica de juros que servia de padrão de referência para a fixação do piso da taxa de juros nominal aceito pelos investidores financeiros.

Essa política financeira, no entanto, possuía limites. Pois, de um lado, se a política se tornava expansionista, com taxas de juros real negativa, corria-se o grave risco de **desintermediação financeira** com a fuga de capitais do mercado financeiro para o mercado consumidor ou o mercado paralelo especulativo. De outro, se a política se torna contracionista, com elevadas taxas de juros real positiva, podia-se atrair as mega-empresas superavitárias, aplicadoras líquidas de excedentes de capital no mercado financeiro, e assim desestimular os tomadores de empréstimos de terceiros para as aplicações em investimentos de estoque ou de capital fixo, devido as elevadas taxas de juros real cobradas pelos intermediários nas aplicações.

Nesta hipótese, isto significaria à economia brasileira um perverso incentivo aos investimentos financeiros em detrimento dos importantes investimentos produtivos - em ativos circulante e fixo - geradores de emprego e renda.

Enquanto isso, pelo lado do passivo, as empresas deficitárias, tomadoras líquidas de empréstimos junto ao mercado financeiro, face a alta dos juros reais positivo, acabariam elevando a carga financeira de suas dívidas, via o aumento dos elevados custos de amortização e dos juros, a cada renovação de novos empréstimos e, conseqüentemente, potencializariam os mecanismos de propagação da inflação.

No caso das famílias consumidoras, a alta dos juros reais pagos na captação por letras de câmbio ou por redução dos prazos de crédito, elevaria as prestações e desestimularia a compra de bens de consumo no comércio pela via do crédito ao consumidor. Além disso, para as famílias consumidoras, a alta dos preços das prestações, detonadas pela alta de juros reais por letras de câmbio ou pela redução do prazo do crediário, acabaria desestimulando a compra de bens de consumo no comércio por crédito direto ao consumidor.

Enfim, a experiência da política monetária brasileira, especificamente a partir de 1986, sugere que uma política de juros real positiva, num contexto de aceleração inflacionária, tem que ser temporária, pois, caso contrário, corre-se o risco de absorver toda liquidez dos negócios e, por conseguinte, paralizar os investimentos produtivos geradores de renda e emprego levando a economia a uma recessão.