

**Nº 261**

***DIFICULDADES DO SISTEMA BANCÁRIO COM AS  
RESTRIÇÕES ATUAIS E COMPULSÓRIOS ELEVADOS***

*Anais do Seminário realizado na Fundação Getúlio Vargas  
no dia 09 de dezembro de 1994  
Rubens Penha Cysne (editor)*

***Março de 1995***

# **PACTUAL**



---

## ***Banco Fininvest S.A.***

---

**Esta publicação foi tornada possível  
graças ao gentil patrocínio  
do Banco Fininvest e do Banco Pactual.**

## INTRODUÇÃO

Este ensaio econômico, cuja consecução final se deve graças ao patrocínio do Banco Pactual e do Banco Fininvest, objetiva trazer para o leitor as diferentes opiniões emitidas a respeito de temas de política monetária, quando da realização do Seminário "Perspectivas Atuais do Sistema Financeiro e da Política Monetária" na Fundação Getúlio Vargas no dia 09 de dezembro de 1994.

Este seminário, que tive o prazer de promover e de coordenar, contando para isso com a valiosa assistência dos estagiários Cesar Kayat Bedran e Silvério Zebral Filho, bem como das secretárias Ana Paula de Souza e Luzia Nolasco só foi possível graças à cooperação dos painelistas Alkimar Ribeiro Moura, Ernane Galveas, Affonso Celso Pastore, José Julio Senna, Paulo Guedes, Carlos Brandão, que aceitaram o respectivo convite da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas (EPGE/FGV) para que aqui trouxessem suas interessantes análises sobre os temas em questão.

Os originais deste texto foram transcritos a partir de gravações efetuadas quando do seminário, tendo sido, mais tarde, objeto de revisão por parte dos autores. Nesta revisão, cujo processo final encerrou-se em fevereiro de 1995, alguns autores preferiram rever substancialmente o texto, mantendo, entretanto, o conteúdo das palestras, enquanto outros optaram por revisões apenas marginais.

O seminário dividiu-se em dois painéis. Neste primeiro, denominado "Dificuldades do Sistema Bancário com as Restrições Atuais ao Crédito e Compulsórios Elevados", objetivava-se fundamentalmente discutir os reflexos das medidas tomadas após a implementação da moeda real sobre a saúde do sistema financeiro bancário e não-bancário.

No Brasil de 1994 os problemas a serem enfrentados pelo sistema financeiro, na hipótese de uma estabilização séria da inflação, foram temporariamente amortecidos pela expansão da atividade econômica, com conseqüente aumento do crédito (também explicado pela estabilização dos preços e queda do risco de previsão das prestações) e do *spread* bancário. Estima-se, entretanto, que algo ao redor de US\$16 bilhões do imposto inflacionário e US\$ 9 bilhões de transferências inflacionárias, por ano, deixarão de fluir naturalmente como receita bruta, respectivamente, para o Banco Central e para os bancos comerciais, na hipótese da inflação brasileira realmente se reduzir a níveis de países desenvolvidos.

Nestas circunstâncias, espera-se que os ajustes a serem demandados pelos bancos comerciais estaduais e federais seja muito mais intenso do que aqueles relativos aos bancos privados. Isto porque, enquanto estes últimos já tentavam se adaptar a um ambiente de baixa inflação, os bancos estaduais e federais utilizavam boa parte de seus ganhos brutos inflacionários para fazer frente a despesas correntes.

Os bancos privados, devido à concorrência entre os mesmos, repunham muito mais para o setor não-bancário da economia, sob a forma de baixas alíquotas de serviços bancários, os seus ganhos inflacionários. Os bancos estaduais e federais, por outro lado, acostumados a depósitos automaticamente efetuados pelo setor público com remuneração nula ou próxima disto, não enfrentavam no ambiente inflacionário uma concorrência por depósitos suficientemente alta que lhes obrigasse a repor para o sistema não-bancário da economia tais ganhos inflacionários. Ou seja, embora a ordem se inverta quando se consideram os ganhos brutos, os ganhos inflacionários líquidos com a inflação eram maiores para o setor bancário comercial estadual e federal do que para os bancos privados. Isto exigirá dos primeiros maiores ajustes na hipótese a inflação vir efetivamente a ser reduzida no longo prazo.

**Discutir os possíveis problemas do sistema financeiro bancário após a implantação do Real e no contexto das políticas de contenção de custos e de demanda exageradamente centradas no câmbio, nos compulsórios e no crédito, quando o certo seria utilizar fundamentalmente o ajuste fiscal, é o objetivo deste primeiro painel deste seminário.**

**Rubens Penha Cysne  
Março de 1995**

**ANAIIS DO SEMINÁRIO DO DIA 09 DE DEZEMBRO DE 1994  
"PERSPECTIVAS ATUAIS DO SISTEMA FINANCEIRO E DA  
POLÍTICA MONETÁRIA"**

**-PAINEL 1-**

**DIFICULDADES DO SISTEMA BANCÁRIO COM AS RESTRIÇÕES  
ATUAIS AO CRÉDITO E COMPULSÓRIOS ELEVADOS**

**Presidente da Mesa: Ernane Galveas - Ex-Ministro da Fazenda**

**Mediador: Affonso Celso Pastore - Ex-Presidente do Banco Central do Brasil**

**Debatedores:**

- **José Julio Senna - Diretor Sócio do Banco Graphus e Ex-Diretor do Banco Central do Brasil**
- **Paulo Guedes - Diretor do Banco Pactual**
- **Rubens Penha Cysne - Diretor de Pesquisa da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas**

## **Rubens Penha Cysne -**

É um prazer dar início neste momento ao nosso primeiro painel sobre as Dificuldades do Sistema Bancário com as Restrições Atuais ao Crédito e Compulsórios Elevados. Passo a palavra ao primeiro participante do debate, Dr. Paulo Guedes.

## **Paulo Guedes -**

A drástica redução da taxa de inflação obtida pelo Plano Real desnuda uma obviedade: a hipertrofia do sistema financeiro no Brasil. Além deste fato estrutural que aponta na direção do gradual desaparecimento de algumas instituições e do encolhimento ou especialização de outras, há pressões conjunturais adicionais sobre o sistema financeiro. A escalada de recolhimentos compulsórios sobre depósitos e até mesmo sobre empréstimos, as enormes perdas na Bolsa após a eleição do novo presidente e o estampido provocado pela queda de pequenas instituições privadas produziram na imprensa a percepção de que há uma crise bancária deflagrando um processo que poderia fazer ruir todo o sistema financeiro.

Ora, falar em colapso do sistema bancário em um dos sistemas menos alavancados do mundo é quase que um contra-senso. A hiperinflação reprimida resultou na inexistência do mercado de crédito de longo prazo. Temos os consumidores menos endividados do mundo, as empresas privadas menos endividadas do mundo e o sistema bancário menos alavancado do mundo. Então, quando falamos de dificuldades no sistema financeiro temos que ser específicos: o foco dos desequilíbrios está no próprio setor público.

Em primeiro lugar, os bancos estaduais estão quebrados. Funcionam através de um arranjo institucional inteiramente inadequado. O Banco Central rola indefinidamente as dívidas estaduais em troca de apoio político dos governadores para

o tradicional pacote fiscal de fim de ano. Este arranjo é exatamente o contrário do que deveria ser. O regime democrático exige a descentralização dos recursos orçamentários. O governo federal teria que acelerar a privatização simultaneamente ao repasse de recursos aos Estados e Municípios, e não reagir tentando aumentar os impostos. Por outro lado, se os governos estaduais têm direito a estas receitas para produzirem a ação social do Estado de forma descentralizada através de escolas, hospitais, saneamento, etc., não podem exorbitar em suas dotações orçamentárias exportando inflação para o resto do país através de seus bancos estaduais. O Banco Central precisa proteger a moeda nacional sendo absolutamente inflexível quanto a atuação dos bancos estaduais no sistema monetário. Há milhões de brasileiros humildes em estados pobres sofrendo o mais injusto dos tributos, o imposto inflacionário, enquanto as dinastias Quércia-Brizola tacavam fogo no BANESPA e no BANERJ sob o olhar complacente do Banco Central.

Em segundo lugar, o governo não só produziu a hipertrofia do *open market* para financiar sua insaciável busca de recursos, como o fez através de um sistema absolutamente desengonçado e ineficiente. Além dos tributos que reduzem a formação de poupança privada e encarecem os juros brutos para a rolagem da dívida pública, as regulamentações que definem os instrumentos são totalmente inadequadas. Os fundos de renda-fixa estão travestidos de fundo de *commodities*, não tem liquidez diária e resultam em uma formidável indústria de lastros fictícios. Além do tomador e do aplicador de recursos em renda fixa, há ainda mais três "sócios" na intermediação: o governo com sua cunha fiscal, a Bolsa de Mercadorias e Futuros com seus emolumentos e uma exportadora de café ou soja com seu pedágio pelo "fornecimento" de lastros fictícios que enquadrem a operação na regulamentação do Banco Central. E os fundos carteira livre, teoricamente fundos de ações, oferecem liquidez diária e recorrem a operações de *box* com opções para viabilizar operações de renda fixa de investidores externos que entraram via anexo IV do Banco Central.



É um mundo de ficção. É um mundo onde o governo, sem fazer sua parte, quer que todos os agentes econômicos se comportem como se ele governo tivesse feito a sua parte. Se o governo realmente desejasse um alongamento de prazos das aplicações financeiras, uma *desovernightização* da poupança, deveria começar o programa de estabilização pela geração de superávits fiscais e por um programa de privatização acelerada que permitisse um resgate líquido da dívida interna.

A *overnightização* da poupança foi uma resultante de dois vetores: de um lado milhões de poupadores assustados pela crescente ameaça de hiperinflação, atingidos por uma sequência de expurgos, pré-fixação e até supressão da correção monetária, culminando com o bloqueio de ativos no governo Collor, e de outro lado um tomador insaciável de recursos pagando um prêmio de risco crescente embutido nas taxas reais de juros. A *desovernightização* rápida requer uma redução drástica do endividamento, um *overkill* baseado na privatização para reduzir o estoque da dívida e o prêmio de risco, e um forte superávit fiscal para derrubar os juros reais (o *crowding in* do investimento privado nos fluxos de poupança). Sem isto não adianta tentar alongar prazos, pois o governo é o maior cliente deste mecanismo tortuoso em que se transformou o sistema de intermediação. O que existe é um bando de burocratas de um lado, o do governo, e um bando de meninos espertos de outro, no sistema financeiro, produzindo uma pororoca entre as regulamentações inadequadas e os artifícios engenhosos tipo lastros fictícios, *box* de renda-fixa e etc. até que aconteça o que tem que acontecer: o governo tomar os recursos que precisa, custe o que custar. E a ineficiência do atual sistema maximiza o custo do governo e minimiza o incentivo à poupança privada.

Ainda com relação ao alongamento de prazos ou *desovernightização* da poupança cabem alguns comentários sobre a taxa de juros de longo prazo (TJLP) que o governo acaba de criar com base nos títulos da dívida externa e no risco cambial. Há sempre dinheiro do trabalhador para pagar cada novo experimento. É sabido que o

BNDES funcionou no passado como instrumento de expropriação do dinheiro do trabalhador em benefício do sistema industrial. Os empréstimos não tinham correção monetária, depois passaram a ser corrigidos em 20% da correção monetária e finalmente correção plena e taxas de juros de mercado.

É evidente que em rota de estabilização, com o ajuste fiscal do governo, os juros reais seriam declinantes após a fase inicial de aperto monetário. As taxas reais de longo prazo seriam mais baixas que as de curto prazo. Mas o caminho para o alongamento de prazo e a redução de juros deve refletir a percepção do mercado quanto à efetividade da política econômica do governo, e não uma fórmula de laboratório. A adequação da TJLP tal como produzida é condicional ao ajuste. Sem as reformas constitucionais terá sido apenas mais um instrumento artificial para descapitalizar a poupança privada compulsória do PIS/PASEP com o BNDES subsidiando a indústria sob a camuflagem de um simulacro de "mercado de crédito de longo prazo".

O melhor caminho é o alongamento espontâneo: o mercado começa a negociar com base em TR-60 dias, TR-90 dias, TR-6 meses, TR-ano etc.. O setor privado não precisa de "coordenação de expectativas" quando a política de governo envia sinais inequívocos de que anda na direção certa. Se as políticas monetária e fiscal são robustas o suficiente para criar expectativas de declínios nas taxas de juros nominais e reais em períodos futuros, mercados de longo prazo surgem espontaneamente e as taxas longas produzidas por estas mesmas expectativas serão substancialmente reduzidas em relação às taxas curtas. Teríamos TR-30 dias a 40% a.a. e TR-360 dias a 20% a.a., com mercados ativos nas duas pontas. O mercado sabe fazer conta, e se ainda não alongou os prazos é porque suspeita da capacidade de ajuste do setor público e não por falta de uma fórmula "bem bolada" como a TJLP. Para estimular o alongamento de prazo o governo deve tratar de "coordenar" sua política econômica em vez de tentar "coordenar" as expectativas do mercado.

## **Ernane Galveas-**

Em seguida a esse elogio à política monetária feita pelo Paulo Guedes nós vamos passar a palavra ao José Julio Senna.

## **José Julio Senna -**

O tópico deste primeiro seminário é bastante amplo e eu vou tentar discutir as restrições creditícias (hoje existentes no mercado brasileiro) dentro de um contexto específico. Refiro-me ao contexto do plano de estabilização que está sendo posto em prática pelo governo, desde o início do ano, e de forma mais concreta a partir de primeiro de julho.

Mário Henrique Simonsen, em artigo publicado, na revista Exame, começa da seguinte maneira: uma das maiores surpresas dos últimos anos (do ponto de vista de política econômica) tem a ver com o fato de que governo anunciou, em primeiro de julho, que plano de estabilização era um plano de âncora monetária, com taxa de câmbio flexível. Inegavelmente, foi uma surpresa - não há como negar. De saída, porque a lógica interna do plano, a meu ver, pedia taxa fixa de câmbio. Em linhas gerais, e de forma muito simplificada, e até simplória, a idéia é a seguinte: vamos indexar tudo ao dólar e um dia o dólar vira a moeda do país. Como isso não interessa por uma série de razões, algumas econômicas, outras políticas, vamos indexar a alguma coisa que esteja ligada ao dólar. Um dia esta "alguma coisa" vira moeda. Por conseguinte, a conclusão natural é que esta nova moeda teria uma paridade fixa com o dólar.

Eu esperava o anúncio do câmbio fixo na virada do Plano Real. Não veio. Mário Henrique Simonsen teve o mesmo tipo de surpresa, eventualmente por razões um pouco diferentes. Além disso, há mais uma razão pela qual se deve classificar de surpreendente o anúncio de que o plano possui âncora monetária, com câmbio flexível. A razão é que um bom número de países já se mostrou bem sucedido no combate à

inflação em particular no nosso continente - temos o Chile, o México, a Argentina, e lá longe Israel. Em nenhum desses casos o plano de estabilização pode ser assim resumido: ah, a âncora foi monetária e o câmbio flexível. Não existe esse caso. Não existe tal situação. Vamos rever muito rapidamente, para não estender além do desejável, o que aconteceu no Chile.

O Chile teve uma fase inicial ortodoxa, que começou há vinte anos. Teve uma fase ortodoxa e há uma séria dúvida na literatura econômica se a fase ortodoxa foi forte o suficiente para trazer a inflação para o nível desejado. Mas ela trouxe a inflação de 500% ao ano para mais ou menos cem por cento ao ano, em três ou quatro anos. A partir daí, a inflação encontrou resistências para baixar mais. Foi quando teve início uma política de ancoragem cambial, do tipo "tablita". Nós aqui no Brasil conhecemos a expressão "tablita" em mil novecentos e oitenta e seis, na época do Plano Cruzado, quando ela foi usada para retirar a componente de expectativa inflacionária dos contratos pré-fixados. Mas no Chile, ela foi introduzida em fevereiro de mil novecentos e setenta e oito, quando o governo chileno anunciou que iria forçar a inflação para baixo, ancorando os preços no câmbio. A taxa de câmbio desvalorizaria a ritmos decrescentes, sempre subestimando a inflação corrente. Em mil novecentos e oitenta e dois a inflação era de dez por cento ao ano.

Esse exemplo chileno é citado pela literatura econômica (e hoje em dia faz parte da *conventional wisdom*) como um caso bem sucedido de combate à inflação. Argumenta-se que a política de ancoragem cambial foi correta. Queria lembrar que Milton Friedman, em livro recente, trata o caso chileno como um desastre. Quebrou o balanço de pagamentos, forçou desvalorizações depois. Foi um horror. Não importa muito o que pensa o Friedman. Importa mais, talvez, o que faz parte hoje da chamada *conventional wisdom*, da sabedoria convencional, que é o que norteia a política macroeconômica no nosso país. São nessas fontes que a equipe econômica se inspira.

O caso do México é muito parecido com o do Chile. Uma fase ortodoxa de dois anos, de 1983 a 1985, prejudicada por um choque do petróleo às avessas (no caso de um exportador de petróleo, é a queda nos preços do petróleo que traz problema - forçou desvalorização cambial, reacendeu a inflação). A inflação só voltou a cair quando veio o chamado Plano Solidariedade, Pacto esse que ajudou a formar uma crença muito forte na eficácia de *incomes policies*, políticas de renda, como uma coisa fundamental para o combate à inflação. O México calçou o seu programa de estabilização em quatro rodas. Freiou nas quatro rodas. Segurou preços públicos, segurou salários, segurou a expansão monetária e segurou a taxa de câmbio, a qual teve papel particularmente importante no plano de estabilização mexicano.

O caso de Israel não teve fase inicial ortodoxa, como o Chile e o México. Eles foram direto para uma combinação de ortodoxia com heterodoxia. E freiou nas quatro rodas. De saída, a inflação veio de 500% em mil novecentos e oitenta e cinco para 20% ao ano em mil novecentos e oitenta e sete. Em dois anos, trouxe de 500% para 20% e o câmbio também teve um papel fundamental, dentro desse enfoque que chamei de *conventional wisdom*.

Sobre o plano argentino, acho que não deveria me estender muito. Todos sabem o papel importantíssimo da fixação do câmbio no âmbito do chamado plano de conversibilidade, adotado em abril de mil novecentos e noventa e um. Bom, por que é que o Brasil iria ser diferente? Países bem sucedidos adotaram a ancoragem cambial. Por que é que o Brasil vai adotar a ancoragem monetária com câmbio flexível? Além disso, a lógica interna do plano estava pedindo câmbio fixo, como já comentamos de início. Se é assim, por que é que a gente não foi direto para o câmbio fixo? Por que não foi direto para a paridade cambial? A razão fundamental é a seguinte: combater a inflação não é o único objetivo do governo. Aparentemente, existe outro objetivo, que é o de modificar o perfil do balanço de pagamentos. O governo quer ter um déficit nas transações correntes do balanço de pagamentos. Quer ter. Não vamos nos estender na

discussão acadêmica se isso é desejável ou não. Tenho sérias dúvidas se isso é uma coisa desejável; creio até que não seja desejável perseguir isso, como política. Creio, principalmente, que não é factível. Acho que é extremamente difícil. Quero perseguir um déficit em transações correntes no balanço de pagamentos de 2% do PIB, 3% do PIB, 4% ou o que for. É muito difícil, até porque a economia brasileira (aliás, qualquer economia) não funciona com botões de computador. Quero ter 3, aperto um botão e vai dar 3. É extremamente difícil prever o que está para acontecer com as contas de transações correntes do balanço de pagamentos. Em particular, é difícil prever o comportamento das importações. Para dar um exemplo simplista, talvez banal, temos as tarifas sendo reduzidas, a taxa de câmbio se modificando, influenciando a demanda por importações. Mas, é evidente que tem um "negocinho" aí no meio mudando, que são as restrições burocráticas às compras feitas no exterior. E é muito difícil mensurar o impacto dessas coisas. Nós não temos evidência do passado, e é como se a estrutura daqui para a frente mudasse, o que traz as dificuldades que os economistas reconhecem nos seus exercícios de econometria. Além disso, o déficit em transações correntes pode (não estou dizendo que vai) gerar um problema de endividamento crescente, e isso já deu problemas no passado, como todos nós nos recordamos.

Certo ou errado, o governo quer mudar a "cara" do balanço de pagamentos, como já mencionamos. O que é que precisava fazer para isso? Muito simples. Toda pessoa bem informada sabia que para você mudar a "cara" do balanço de pagamentos, precisava mudar a taxa de câmbio, e para isto uma única coisa era necessária: tirar a mão do mercado de câmbio. O Banco Central saíria fora do mercado, porque assim o real iria se valorizar. Todo mundo sabia que o Banco Central era um grande absorvedor de excedentes do balanço de pagamentos, dentro do regime de câmbio fixo em termos reais. Por acaso, está aqui na mesa o professor Pastore, que fez trabalhos de grande valor, mostrando a incoerência dessa política no passado. O fato concreto é que para gerar uma valorização do real, e atingir algum nível de déficit, bastava tirar a mão do mercado. Foi isso que o Banco Central fez e é isso exatamente o que me causa um

pouco de irritação. Chamar de flexível uma política de câmbio que foi apenas tirar a mão do mercado e esperar o câmbio encontrar um outro patamar realmente me parece um absurdo. Encontrado o novo patamar, e muita gente sabe como o Banco Central teve dificuldades operacionais de conseguir botar onde queria, mas superadas essas dificuldades, a partir de agora, o câmbio simplesmente não mexe mais. Então, a política nada tem de flexível. O que nós temos é uma banda informal, dentro do conceito de ancoragem cambial do plano de estabilização. É nisso que as pessoas acreditam e é isso que elas queriam fazer desde o primeiro momento. Portanto, nada temos de âncora monetária, tampouco de câmbio flexível.

Que evidências posso dar de que essa história é verdadeira? Acho que nesta sala ninguém tem dúvidas de que o câmbio não passa de 0,86. Cresceu a demanda, subiu, explodiu um pouquinho, ficou nervoso, o Banco Central está lá pronto para vender. O sistema bancário tem hoje acumulados quase dois bilhões de dólares. E aquela história de que o Banco Central entra para minimizar oscilações no mercado de câmbio quando há nervosismo, como acontece na Alemanha, etc. Isso é conversa fiada, embora eu tenha ouvido grandes especialistas apoiar, achando bacana, vamos minimizar a oscilação, está nervoso, entra. Esta nervoso, entra coisa nenhuma. Entra quando chega perto de 0,86. E entra para valer, entra pesado. Dois megaleilões empurraram pela goela do sistema bancário dois bilhões de dólares.

Razões teóricas para fazer dessa maneira. Primeiro: sabemos que a inflação de curto prazo é profundamente afetada pelo regime de câmbio. Acho que isto é de fato verdade, embora o volume de *tradables* no Brasil seja relativamente baixa, e a capacidade de influenciar a inflação, mediante ancoragem cambial, seja também relativamente baixa. Não importa, acho que prejudicaria a inflação se o câmbio fosse para 0,90, ou qualquer coisa desse tipo. Há também o efeito confiança. Estou pronto para concordar que existe um componente de criação de credibilidade, de confiança, quando você tem um regime cambial como está sendo feito. As pessoas

desacreditariam no Plano Real se a partir de agora o câmbio fosse para 0,87, 0,88, 0,90, 0,94 e assim por diante. Então, razões teóricas de fato existem.

O problema é que a ancoragem cambial pode nos criar problemas. Os hoje partidários dessa sabedoria convencional, que acham que a ancoragem cambial é que o truque, me parecem bastante empenhados em divulgar a idéia e defender o princípio de que sem ajuste fiscal isso é sinônimo de desastre. Eu não tenho certeza de que no Brasil o grau de convicção sobre a importância do ajuste fiscal seja tão grande quanto os dos economistas que defendem a ancoragem cambial como uma coisa fundamental em programas de estabilização, em outros países. O fato concreto é que a gente ainda não tem um programa de ajuste fiscal sendo posto em prática. Existem exemplos internacionais, como o caso do Chile, que são citados pelos partidários da sabedoria convencional. Eles dizem que quando o Chile chegou em mil novecentos e setenta e oito, no momento de usar as tablitas, de usar a ancoragem cambial, já tinha feito o "dever de casa", no tocante ao ajuste fiscal. A situação deficitária, herdada do governo Allende, de 30% de déficit como proporção do PIB, já tinha virado uma situação superavitária. A Argentina de Martinez de Hoz, que esteve aqui no Brasil fazendo a apologia de sua política de EM 1976/78, não fez o dever de casa, não tinha o ajuste fiscal, partiu para a "tablita" e o desastre foi total. Então, é muito importante lembrar que a ancoragem cambial também dá errado.

Muito bem, não fizemos nosso dever de casa ainda. É aqui que entra o compulsório. Como não temos ainda o ajuste fiscal eu entendo que essa parafernália toda a que Paulo Guedes se referiu tão bem é o instrumento que o governo encontrou para suprir a sua deficiência de não ter feito o ajuste fiscal até agora. É evidente que eu tenho todo o direito de ter as minhas dúvidas quanto à seriedade de propósitos, quanto à firmeza de propósitos no tocante ao ajuste fiscal. Mas, acredito que o governo vá perseguir algum tipo de ajuste fiscal. Enquanto isso não é feito, o Congresso toma posse, mudaram-se as eleições para acavalar as eleições do Presidente e do



Legislativo, mas esqueceram-se de que a posse devia ser na mesma data. Então, um toma posse no dia primeiro de janeiro, o outro 45 dias depois. Portanto, acho muito difícil avançar alguma coisa em matéria de ajuste fiscal antes de quinze de fevereiro, porque o pessoal do Congresso não começou a trabalhar.

Então o compulsório entra nessa história como uma ponte. Não foi feito ainda o ajuste fiscal, já partimos para a ancoragem cambial, então precisamos do recurso do recolhimento do compulsório. Acho que dificilmente será mantido por muito tempo. Paulo Guedes comentou, de novo com muita propriedade, de que uma coisa desse tipo tem que ser necessariamente temporária, porque causa um aumento de *spread* bancário no mercado. Acho que nós estamos vivendo uma situação absolutamente única de *spread* entre taxa de aplicação e taxa de captação. Nunca as taxas de empréstimos estiveram tão acima do *overnight*, nunca as taxas líquidas de captação do sistema financeiro estiveram tão abaixo do *overnight*. O *spread* é simplesmente colossal, causando desintermediação financeira.

Suspeito que dentro da idéia do compulsório exista também um pouco do objetivo de "perseguir" os compradores a prazo. O Guedes também mencionou que um país como o Brasil é muito diferente de um país como os Estados Unidos, onde todo mundo vive em cima do seu cartão de crédito. As pessoas se endividam. No Brasil não há dívida. Obviamente, porque a incerteza da inflação é muito grande, a incerteza das taxas de juros é enorme, as pessoas procuram não se endividar. A incerteza em relação ao próprio combate à inflação é muito grande. Vai ter combate à inflação com desemprego, sem desemprego, vou perder meu emprego, não vou perder meu emprego, vou me endividar para quê? O Brasil é um país muito pouco endividado, como era a Argentina, que, aliás, teve uma experiência muito parecida com a nossa. Estabilizada a economia, pelo menos temporariamente, a tendência é de aumentar o endividamento. Acho que o governo entendeu que o crescimento da demanda agregada tem a ver com a demanda por crédito, natural na situação que estou

descrevendo. É evidente que o crescimento da demanda agregada pode ter outras razões. Tenho certeza que tem, associada a alguma espécie de efeito riqueza, associada a uma espécie de efeito confiança, a alguma coisa desse tipo, sobre a qual não vale a pena se alongar muito. Mas certamente os compulsórios têm a ver com o crescimento das vendas a prazo, e seus reflexos sobre a demanda agregada.

Como vai evoluir a política de estabilização? A próxima etapa... Bem, vamos arriscar alguma coisa. Não parece que vamos ter alguma coisa como o Plano Cavallo. Algo do tipo Plano Cavallo serviria para aumentar a credibilidade no Plano, seria um aumento da aposta. Significaria que o governo está apostando mais fichas, metendo a mão no bolso, tirando mais fichas, botando lá, apostando mais na estabilização. Muito bem, então tem vantagem. Traz mais credibilidade. Mas, o que é que tem de custo? Qual é o outro lado? O outro lado é um brutal engessamento da economia. Você ficaria preso numa taxa de câmbio fixa. É uma coisa que tira completamente a liberdade da política econômica. Além disso, o Brasil tem uma situação diferente (pelo amor de Deus, não me interpretem mal. - Temos uma poupança financeira de cento e trinta, cento quarenta bilhões de dólares).

Os argentinos se incumbiram de sumir com ela, primeiro com a inflação e segundo com o Plano Bonex. Então, fazer um Plano Cavallo com câmbio fixo e com conversibilidade é mais fácil, é menos arriscado num país com poupança financeira mínima, quando comparado a um país com poupança financeira de cento e quarenta bilhões de dólares. Qualquer erro operacional do Banco Central pode provocar uma corrida enorme em cima das reservas internacionais do país. Então, muito provavelmente, o que vai acontecer é um meio termo. É não ficar exatamente como está, e não ir para o radicalismo do Plano Cavallo. Suspeito que vai ter uma explicitação da banda. Sabemos hoje que a banda é 0,84/0,86. Acho que isso vai ser explicitado. Está com toda a pinta. O presidente do Banco Central atual, e futuro ministro da Fazenda, já falou: em janeiro vamos definir um pouquinho a política, mas

não haverá susto, ninguém precisa ficar nervoso. Ele disse recentemente em São Paulo, para quem quis ouvir, que para bom entendedor meia palavra basta, etc. Então, tudo indica que o esquema está pronto, é a banda vai ser explicitada. Evidente, que tem que ser anunciado um prazo. Vale por quanto tempo? Por seis meses? Ou vale por um ano? Eu juro que não é menos de seis meses, pois não faz sentido fixar alguma coisa por menos de seis meses. Mais do que um ano é um absurdo. É longe demais. Então, ou é seis meses, ou é um ano. Se for seis meses, eventualmente não precisa mudar o nível. Se for um ano, sempre vai haver alguém sugerindo que se faça um ajuste corretivo inicial, para poder fixar a banda com um pouco mais de segurança. É evidente que esse ajuste seria muito pequeno, pode ser 0,88 com 0,90, uma coisa desse tipo, 0,87 com 0,89, para não prejudicar a inflação, a curtíssimo prazo. Deve ser anunciada também, a meu ver, pelo que a gente lê nas entrelinhas, uma regra monetária, dentro do conceito de base ampliada líquida. O que é base ampliada líquida? É o passivo que paga juros, (consolidando-se o governo), e o passivo que não paga juros. É a base monetária, mais os títulos do governo, menos as reservas internacionais provavelmente, sem conversibilidade. Vantagens disso: aumenta o efeito confiança, porque hoje as pessoas suspeitam que a banda existe, mas não têm confiança plena. Então, melhora do lado da confiança, afeta favoravelmente as expectativas inflacionárias.

Por sua vez, a regra monetária tem a vantagem de forçar o ajuste fiscal. A gente conseguiria aqui um benefício parecido com o da Argentina, mas sem ir para o radicalismo da Argentina. Porque lá, com o Plano Cavallo, o Tesouro ficou proibido de tomar financiamento junto ao Banco Central. Não pode gastar aumentando base, não pode gastar emitindo títulos, porque o título e a base estão no mesmo conceito. Então, está limitada a capacidade do governo. Isso obriga o Fernando Henrique a ir logo para à luta, a aplicar logo o seu capital político de saída, negociando com o Congresso o tão necessário ajuste fiscal. Seria uma pressão sobre o Congresso, tipo "o titio rico pára de dar mesada", o Banco Central pára de financiar o Tesouro. As demais reformas seriam feitas ao longo do processo. Na Argentina foi assim. Eu lembro que o

Bocon (plano de consolidação de dívida) foi feito em agosto de noventa e um, depois do Plano Cavallo, que é de abril de noventa e um. O governo tinha acumulado dívidas com as empreiteiras e os aposentados, e lhes entregou os bocons, (devo não nego), com dezesseis anos de prazo, para um, e dez anos, para outro. Contam, inclusive, que o ministro Cavallo, na entrega dos bocons, chorou junto com os argentinos aposentados, na porta do ministério. Molhou a lapela do paletó, emocionou-se, disse que o pai dele também era aposentado, mas depois enxugou as lágrimas e entregou um bocon para cada um - dez anos e está resolvido o problema. Então, as reformas podem vir com o processo. Ganhamos em flexibilidade, evidente, porque tem algumas vantagens como essa da confiança, que já mencionei, e não perdemos com o engessamento que o Plano Cavallo representaria. Como ficaria o compulsório nessa história? Acho que por precaução ele seria mantido durante um certo tempo, até que de fato as reformas apareçam e possam ser efetivamente implementadas.

Para finalizar, duas palavras sobre a saúde do sistema. O Paulo Guedes já resumiu muito bem: não faz sentido discutir saúde do sistema financeiro no ambiente que temos inicialmente. Alguns bancos se transformaram em bancos múltiplos com a legislação de mil novecentos e oitenta e oito do Banco Central. Suspeito que quem teve problema e acabou indo para o redesconto, e posteriormente não se agüentou, foram os bancos que de fato acreditaram que eram bancos, ou seja, tomavam crédito com o banco x, y, z, por um dia, dois dias ou dez dias, e faziam empréstimos de um ano de prazo (CDC) ou nove meses. Esses bancos, acreditando que eram bancos, sofreram um problema de descasamento. O problema de descasamento não é o que mata o banco. O que mata o banco é a qualidade do seu crédito. Porque quando o supridor de recursos pede o dinheiro de volta, num prazo curto, se a qualidade do crédito é boa, você simplesmente vende o crédito, faz dinheiro e paga o credor. Então, acredito que onde existe problema no sistema bancário é justamente onde existem problemas de qualidade de crédito não mais do que isso.

**Ernane Galveas-**

Agora, vamos ouvir o Rubens Penha Cysne.

**Rubens Penha Cysne -**

Muito obrigado ministro Galveas por me passar a palavra. Eu gostaria em primeiro lugar de agradecer a Ernane Galveas, Afonso Celso Pastore, José Julio Senna e Paulo Guedes que compõem essa mesa, em nome da Escola de Pós Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas. A Fundação Getulio Vargas tem sempre, na sua trajetória, acompanhado os movimentos de política cambial e monetária, além de outras variáveis de política econômica. Na questão cambial tivemos na segunda-feira a presença nesta mesa do diretor da Área Internacional do Banco Central, Dr. Gustavo Franco, que trocou idéias com a equipe da casa e demais acadêmicos e empresários sobre questões da política cambial. E ontem tivemos também o prazer de debater o assunto aqui com o professor Simonsen, o deputado Roberto Campos, o Dr. Roberto Fendt, ex-diretor da Cacex, José Julio Senna, Manuel Thompson Motta, Roberto Sarmiento, Augusto Diniz e Carlos Thadeu de Freitas. Hoje é a vez de debatermos a política monetária.

No primeiro painel pretende-se, como temos feito até o momento, falar da questão do sistema bancário. No segundo painel o objetivo é debater a questão da **transição** que queremos ter entre o sistema atual, em que tem-se compulsórios elevados, utiliza-se pouco o mecanismo de redesconto e a política monetária é calcada na "zeragem diária", e o sistema clássico. Se tomarmos os Estados Unidos, ou Canadá como parâmetros, existem hoje compulsórios da ordem de 1% a 5% sobre depósitos à vista, algo bem distante dos nossos 90% ou 100%. Esses países também não fazem, através de seus bancos centrais, a zeragem da dívida pública dia a dia.

Existe uma necessidade premente de se fazer um estudo da **transição** porque sabe-se aonde se quer chegar, que é no modelo clássico, e onde estamos. Mas a

transição, como fazê-la? Passa-se o compulsório de cem para oitenta? de cem para sessenta? Diminuiu-se o compulsório sobre o depósito a prazo ao mesmo tempo? Faz-se um aviso prévio do final da zeragem?

Além das dificuldades do sistema bancário, o motivo desse seminário é obter a solução para esta importante questão.

Dada a excelência das apresentações anteriores eu terei que trocar o conforto da exposição analítica, que já foi toda ela feita, pela pobreza da apresentação factual. Felizmente eu já previa que não teria muito a falar sobre a parte analítica, e preparei aqui alguns dados que pela primeira vez apresento aos estudiosos da política monetária.

Os dados que aos quais me refiro tentam avaliar quanto perdeu o sistema bancário com a queda das transferências inflacionárias após a redução das taxas de inflação, que se seguiu ao Plano Real. Mais do que isso, tentamos avaliar quanto perderam os bancos estaduais, quanto perderam os bancos federais, e quanto perderam os bancos privados, efetuando desta forma uma partição das perdas totais de transferências inflacionárias baseada na origem do acionista principal da instituição bancária. É a essa pergunta que eu pretendo dedicar a maior parte desta exposição.

Nós sabemos que entre mil novecentos e quarenta e sete e mil novecentos e noventa e três o setor não bancário transferiu anualmente, em média, para o setor bancário comercial, aquele que emite depósitos à vista, e para o Banco Central, que emite base monetária, algo em torno de 4,2% do PIB. São números que estão publicados, que podem ser conferidos. Isso significa o seguinte: se você transfere 4,2% do PIB em média para o sistema bancário, a título de imposto (para o Banco Central) e transferências inflacionárias (para os bancos comerciais), então a cada vinte e quatro anos, você terá dedicado um ano de sua produção total de bens e serviços finais para o

sistema bancário. Trata-se este do serviço bancário obrigatório, prestado a cada vinte e quatro anos de vida, que se contrapõe ao serviço militar obrigatório, prestado no décimo oitavo ano de vida.

A forma como isto se dá é simples. Suponhamos que eu tenha dez reais no bolso, e que a inflação seja de 100% durante o intervalo de tempo desta palestra. No início dessa palestra dez cruzeiros, comprem, digamos, dez tomates. Ao seu final, como os reais que eu tenho no bolso ou em depósitos à vista rendem juros nominais nulos, esses dez reais comprarão apenas cinco tomates. Aonde foram parar os cinco tomates restantes? Bem, os dez tomates iniciais representavam uma obrigação do sistema bancário, que emite meios de pagamento, para comigo. Seja de base monetária, quando essa posse de M1 se dá através da posse de papel moeda, seja em depósitos à vista menos encaixe, quando a retenção monetária se dá sob a forma de depósito à vista. Assim, os cinco tomates perdidos pela posse de moeda representa um ganho real do sistema bancário sobre mim, equivalente ao pagamento de juros reais negativos no valor de 50% (5/10). E esses cinco tomates representaram em média 4,2% do PIB entre 47 e 93. Bem, e que percentual disso foi para os bancos comerciais e que percentual disso foi para o Banco Central? A média histórica é de 2,26% para o Banco Central e 1,94 para os bancos comerciais.

É claro que os bancos repõem parte disso para o setor não bancário da economia. Ou seja, esses ganhos são brutos, e não líquidos. Ocorre que, do ponto de vista de quem paga a conta, esta distinção não é muito relevante, tendo em vista que aquele que mais paga corre o risco de ser também aquele que menos recebe. Diga-se de passagem, esta é exatamente a regra com o imposto inflacionário, tendo em vista que os que mais pagam são exatamente aqueles que menos utilizam a rede bancária.

Voltando ao ponto principal, tem-se aqui por objetivo avaliar o desequilíbrio estrutural do setor bancário comercial, com particular ênfase para os bancos estaduais

e federais, tendo em vista a passagem de uma inflação da ordem de 40% ao mês, relativa ao período pré-Plano Real, para algo em torno de 3% ao mês no período inicial após o Plano. Para isto, estimamos as transferências inflacionárias obtidas, respectivamente, pelos bancos oficiais federais, pelos bancos estaduais e pelos bancos privados, antes e depois da queda do patamar da inflação. As avaliações quantitativas aqui realizadas revelam o seguinte:

a) Entre janeiro de 1990 e maio de 1994, quando a inflação média mensal situou-se ao redor de 28,8%, as transferências inflacionárias totais para o setor bancário comercial brasileiro (juros negativos pagos por depósitos à vista menos encaixes totais) situaram-se em torno de US\$ 790,413 milhões ao mês. Deste total, cerca de 38,7% foram apropriados (em termos brutos, não líquidos) pelo sistema bancário comercial privado, cabendo ainda 32,1% ao conjunto de bancos estaduais e 29,2% aos bancos oficiais federais;

b) Considerando-se a média mensal das transferências inflacionárias de janeiro a maio de 1994 e o período de julho a setembro, imediatamente posterior ao Plano Real, a queda das transferências inflacionárias para o sistema bancário comercial foi da ordem de R\$ 9.047,652 milhões ao ano. Ainda em termos brutos, esta perda atingiu preponderantemente o sistema bancário privado (US\$ 3.728,700 milhões ao ano), seguindo-se os bancos estaduais (US\$ 2.791,020 milhões ao ano) e os bancos oficiais federais (US\$ 2.527,932 ao ano). Em termos líquidos, entretanto, o fato de os bancos privados já terem se ajustado relativamente mais, previamente ao Plano Real, para uma economia com inflação baixa, sugere que os bancos oficiais estaduais e federais serão aqueles a ter de sofrer um processo maior de ajuste; enquanto boa parte do setor bancário privado utilizava-se transitoriamente de receitas inflacionárias para majorar seus lucros e financiar seus investimentos, os bancos oficiais utilizavam-na para fazer frente às despesas correntes que terão agora, na hipótese de o combate a inflação ser sério, de ser drasticamente reduzidas. Observe-se ainda que os números aqui



apresentados não captam o *floating* inflacionário existente sobre depósitos não classificados como depósitos à vista. Os bancos públicos federais e estaduais têm assim uma fonte adicional de perda não incluída neste estudo, tendo em vista a existência de vários depósitos efetuados nestas instituições por parte do setor público ou setor estatal, em alguns casos com remuneração nula e em outros com remuneração bem abaixo da inflação.

Dados os números aqui apresentados e supondo-se a manutenção da inflação em patamares reduzidos daqui para frente, conclui-se que o sistema bancário comercial brasileiro terá de ser seriamente redimensionado, além de reorientado para novas formas de financiamento de suas atividades. A parte maior do ajuste certamente caberá, como mencionamos anteriormente, ao setor bancário estadual e federal.

A história pregressa de tentativas de ajuste dos bancos estaduais mostra que o regime de administração compartilhada em que o poder decisório volta ao governo estadual após um certo tempo não tem funcionado. Dado que o Tesouro terá que fazer transferências a várias instituições estaduais para impedir problemas graves no sistema financeiro, a solução para o desajuste destes bancos, obviamente, deveria envolver pagamentos de mesma monta para o Tesouro, por parte dos governos estaduais, que são os acionistas majoritários responsáveis por estas instituições (por exemplo, através da passagem de controles acionários de bancos e/ou estatais estaduais para União, da retenção das transferências de impostos para os estados etc...). Após isto, a privatização e proibição de abertura de novos bancos estaduais mostra-se no momento aconselhável.

Quanto ao setor bancário federal, seu saneamento deve, inicialmente basear-se em quatro frentes: capitalização da Caixa Econômica Federal, tendo em vista os passivos a descoberto do FCVS e FGTS, com recursos da privatização; severo redimensionamento do Banco do Brasil, com redução do quadro de pessoal e do

número de agências, privatização do Banco Meridional e possível fusão do Banco da Amazônia (BASA) com o Banco do Nordeste (BNB).

Quando se considera o problema dos bancos estaduais e dos bancos oficiais federais, a estimativa destas transferências inflacionárias por setores, respectivamente estadual, federal e privado, nos permite avaliar o montante de ajuste necessário, seja em termos de redução do quadro de pessoal, aumento da qualificação dos créditos efetuados, ou diminuição do número de agências, para a sobrevivência destas instituições num ambiente de inflação baixa.

Os ganhos aqui avaliados representam ganhos brutos, e não ganhos líquidos do sistema bancário, em decorrência da inflação. Isto porque parte destes ganhos volta para o sistema não bancário da economia sob a forma de alíquotas bancárias reduzidas, reciprocidades creditícias e/ou outras facilidades que teriam um custo mais elevado para o público na ausência de inflação. Em adição, é importante lembrar que medimos aqui apenas os reflexos dos ganhos de receita bruta para os bancos comerciais devidos aos juros reais negativos pagos ao excedente dos depósitos à vista sobre os encaixes totais. Reflexos da inflação sobre o "*spread* bancário" associado a outras operações ativas e passivas dos bancos comerciais não são levados em consideração.

A história pregressa de tentativas de saneamento dos bancos estaduais não é nada animadora. Após a crise de 1982 instituiu-se, por meio do voto do Conselho Monetário Nacional de 233/83, de 20.07.93 o Programa de Apoio Creditício (PAC), visando especificamente a solucionar problemas dos bancos dos estados do Rio de Janeiro, Ceará, Santa Catarina, Goiás, Pará, Amazonas e Alagoas. Apesar dos empréstimos de liquidez efetuados pelo Banco Central a taxas favorecidas, a situação de iliquidez manteve-se na maioria dos casos, tendo o PAC sido substituído pelo Programa de Recuperação Financeira (PROREF) em 1984.

O PROREF foi instituído pelo voto CMN 446/84 de 04.04.84 e previa um ajuste dos bancos estaduais, como contrapartida da ajuda que lhes seria prestada pelo Banco Central. Este ajuste seria baseado no fechamento de agências, redução dos quadros de pessoal, reavaliação das operações ativas dos bancos, bem como na sua capitalização por parte dos governos estaduais. Fixaram-se, visando a um aumento da eficiência operacional, metas que, se cumpridas por parte dos bancos estaduais, dariam origem a transferências diretas efetuadas pelo Banco Central (como, por exemplo, o perdão dos custos dos empréstimos de liquidez a que se referia o voto CMN 384/84 de 16.10.84) aos bancos estaduais. Além deste incentivo ao ajuste destas instituições financeiras, tentou-se também, pelo voto CMN 232/86, de 04.09.86, penalizar os bancos estaduais que não cumprissem as metas pactuadas.

Em detrimento de todos estes esforços efetuados no sentido de resolverem-se os problemas freqüentemente associados aos bancos estaduais, as medidas adotadas apresentaram resultados pífios. Dentre as instituições estaduais que se engajaram seja no PAC ou no PROREF, poucas apresentaram melhoras significativas. A maior parte permaneceu operando de forma semelhante àquela que deu origem a seus problemas de liquidez.

Dada a má administração de um banco estadual, gerando desequilíbrios de caixa que ameaçam a sua sobrevivência, o Banco Central do Brasil tem recorrido a dois expedientes visando à sua correção: *regime de administração compartilhada*, criado através do Decreto Lei 2321 de 25.02.87 e a *liquidação extrajudicial*. No primeiro tipo de intervenção, já utilizado para fazer frente a problemas dos bancos dos estados do Rio de Janeiro, Ceará, Santa Catarina, Mato Grosso, Bahia, Pará, Acre, Maranhão e do banco Credireal de Minas Gerais, o Banco Central designa administradores de sua confiança numa tentativa de reduzir os desacertos do banco.

A liquidação extrajudicial, muito mais incisiva, que a princípio implicaria no fechamento ou na transferência de controle acionário da instituição a ela submetida, não tem se caracterizado, na prática, por esse grau de eficiência. Tome-se por exemplo a liquidação extra judicial do Banco de Alagoas decretada em novembro de 1988 e suspensão em setembro de 1991.

A nosso ver, a solução para o problema dos bancos estaduais deve então envolver *medidas de transição* e *medidas de consolidação*. Estas últimas se dão fundamentalmente através da independência do Banco Central do Brasil e da credibilidade desta instituição na consecução de sua função privativa e precípua, a defesa do valor da moeda.

Dentre as medidas de transição a mais importante reside na administração compartilhada não necessariamente explícita (para não gerar expectativas negativas quanto à saúde financeira de alguns bancos) Banco Central - banco estadual, que permita o saneamento destas instituições. Para o saneamento dos ativos, a primeira providência seria fazer valer para os bancos estaduais, que são tratados de acordo com a Lei 4595 de 1964 de forma semelhante aos bancos privados, a proibição de empréstimos ao seu acionista majoritário, no caso, o respectivo governo estadual. Este procedimento tem sido tentado ultimamente, mas a sua consecução é bastante dificultada quando se consideram os financiamentos indiretos.

Como atestam os números de perda de *floating* e de gastos por funcionário apresentados ao longo deste trabalho, a redução do quadro de pessoal e o fechamento de agências já deviam ter se antecipado, como aconteceu com alguns bancos privados, à própria queda da inflação.

Outra medida fundamental do ajuste da fase de transição reside na capitalização das instituições com patrimônio líquido negativo. Defendemos aí a responsabilização

dos acionistas majoritários, no caso os governos estaduais, que venderiam seus ativos (estatais estaduais) para a capitalização e securitização dos créditos de seus respectivos bancos. Esta atitude deveria ser exigida pelo Banco Central logo após o início de qualquer operação temporária de ajuda aos bancos estaduais, como por exemplo no caso recentemente ocorrido da troca de títulos estaduais por títulos federais visando à redução de *spread* pago pelo BANESPA para seu financiamento diário.

Em suma, para os bancos estaduais a solução deve se dar pela intervenção branca ("administração compartilhada") por parte do Banco Central, sendo os gastos do Tesouro Federal (efetuados via o Banco Central) com o saneamento destas instituições devidamente compensados pelos seus acionistas majoritários, os Tesouros Estaduais. Este pagamento dos governos estaduais ao governo central deve se iniciar com a transferência das participações nos bancos estaduais para o Tesouro Federal. Privatização de estatais estaduais com repasse de recursos ao Tesouro Federal e retenção das transferências de impostos da União aos estados podem também ser usados neste processo. O passo seguinte reside na privatização destes bancos e na proibição de se abrirem, por um bom período, novas instituições financeiras congêneres. Esta proibição pode constar da Lei Complementar de Reforma do Sistema Financeiro requerida pelo artigo 192 da Constituição de 1988, cujo projeto já se encontra há mais de três anos em trâmite no Congresso Nacional.

No tocante aos bancos federais, o ajuste deve se iniciar pela capitalização da Caixa Econômica Federal, tendo em vista o passivo a descoberto do FCVS e FGTS, com recursos do programa federal de privatização. Concomitantemente, o Banco do Brasil deve passar por um sério redimensionamento e por uma redefinição de sua atuação e de suas fontes de recursos. Ainda neste primeiro momento, o Banco Meridional deve ser privatizado e o Banco do Nordeste (BNB) e Banco da Amazônia devem ser ao menos transformados em um só banco.

**Ernane Galveas -**

Agora, vamos a Afonso Celso Pastore para juntar as peças.

**Afonso Celso Pastore -**

Quero iniciar minha exposição fazendo algumas considerações sobre os resultados apresentados pelo Rubens Penha Cysne, que quantificou a perda de receita, derivada do *float*, pelo sistema bancário. Eu entendo que a perda de receita do *float* foi estimada multiplicando o estoque de depósitos a vista líquidos disponíveis para empréstimos (deduzido, portanto, o recolhimento compulsório ao Banco Central) pela taxa nominal de juros, em dois momentos do tempo: um período anterior à reforma monetária do plano real, e um período posterior ao plano real. Antes do plano real o estoque de depósitos a vista em proporção ao PIB era baixo e a taxa nominal de juros era alta, e depois do plano real o estoque de depósitos a vista em proporção ao PIB cresceu, declinando a taxa nominal de juros. A taxa de recolhimento compulsório também foi alterada, passando para 100% sobre os acréscimos dos depósitos à vista a partir de julho de 1994. A perda estimada foi dividida em três partes. O sistema bancário como um todo perdeu em torno de 9,0 bilhões de dólares, sendo que este total é composto por um pouco mais do que 30% de perdas incorridas pelos bancos estaduais, em torno de 30% pelos bancos estatais federais e em torno de 40% pelos bancos privados. Esta não é a única receita de *float* que beneficiava o sistema bancário, mas é certamente uma parcela muito importante do *float* total.

O que significa isto? É óbvio que o setor privado não bancário deixou de transferir para o sistema bancário uma renda equivalente a 9,0 bilhões de dólares. Este foi, até aqui, o ganho para o setor privado não bancário. Quais as consequências do encerramento desta transferência?

Quando ocorre um processo inflacionário agudo (mas não somente neste caso) aparece a possibilidade de obtenção daquilo que David Ricardo batizou de um *rent*, e que nós traduziremos por uma "renda ricardiana". Qualquer proprietário de um fator escasso ganha uma renda ricardiana. Os serviços de intermediação financeira e a capacidade de criar moeda (os depósitos a vista são direitos irrecusáveis sobre o papel moeda, e portanto são também moeda) geram a possibilidade de se obter uma renda ricardiana, e com a existência da inflação o sistema bancário começou a competir para internalizá-la.

Diante do custo de reter moeda, cuja componente dominante é a taxa de inflação, a sociedade como um todo quer os serviços de intermediação financeira para poder economizar moeda. A conveniência de se ter moeda (papel moeda ou depósitos a vista) é tão grande que mesmo com uma inflação de 40% ou de 50% por mês os indivíduos e as empresas continuam a realizar pagamentos com moeda. Ninguém ainda descobriu formas de pagar com o relógio do ministro Galveas, ou com maços de cigarros ou com conhaque, e que sejam formas tão eficientes como a de pagar utilizando moeda. A utilidade deste ativo chamado moeda é tão grande (gerada pela conveniência do seu uso), que mesmo com taxas mensais de inflação muito elevadas, como 40% ou 50% ao mês, ela não é totalmente eliminada. A moeda continua sendo utilizada mesmo quando o custo de retê-la torna-se "excessivo". Quando o custo de reter moeda torna-se muito alto, contudo, geram-se reações que conduzem os indivíduos e as empresas a economizá-la. Uma das coisas que se procura são práticas operacionais dos bancos, ou formas alternativas de dar um maior grau de liquidez a outros ativos financeiros que rendam juros, e que os transformem em substitutos próximos de moeda. Dessa forma é possível economizar moeda, perdendo-se apenas a depreciação de um estoque real menor, porque é possível transformar rapidamente outros ativos financeiros em moeda, ativos estes cujo poder aquisitivo real não se deprecia com a inflação (ou se deprecia menos do que a moeda).

O que significa "dar maior liquidez" a estes outros ativos? Liquidez significa a capacidade que um ativo tem de ser transformado em moeda com uma perda pequena. Quanto menor a "perda de capital" derivada de uma venda imediata do ativo, maior o seu grau de liquidez, sendo claro, portanto, que um ativo que possa ser vendido (transformado em moeda) imediatamente sem qualquer perda de capital, tem um grau de liquidez igual ao da moeda. O sistema bancário consegue prover formas de transformar outros ativos financeiros em moeda, proporcionando a possibilidade dos indivíduos e das empresas se defenderem do imposto inflacionário. Apesar de todas as formas de transformar outros ativos em moeda, que se criaram durante os anos de inflações altas e crescentes, no Brasil, a sociedade como um todo continuava a transferir pelo menos 9,0 bilhões de dólares para quem produzisse esses serviços. Aonde está a "renda ricardiana" desse processo? Buscar depósitos a vista significa competir pelo *float*. O sistema bancário proporciona produtos que permitem ao setor privado não financeiro defender-se do imposto inflacionário, mas em contrapartida ganha a receita do *float*. Quando uma instituição financeira sai em busca desta receita, ela não sai ao mercado simplesmente anunciando que deseja mais depósitos a vista. Ela sai abrindo agências, ou postos de depósitos, ou caixas automáticos, que sirvam como os instrumentos através dos quais ela capta os depósitos a vista, e com isto um pedaço do *float*.

Eu me recordo que quando tive o privilégio de trabalhar no Banco Central, podendo desfrutar deste enorme e bem fundamentado "otimismo" do ministro Galveas a respeito de uma taxa de inflação que não declinava, tive também a oportunidade de ver, na prática, o exercício da lucrativa atividade do *rent seeking* (a "busca da renda ricardiana"), exercida pelos bancos privados. Naquele momento um grupo expressivo de bancos privados veio ao Banco Central anunciando a sua disposição de se associarem para enfrentar a concorrência de alguns bancos maiores, que haviam individualmente iniciado a instalação de "caixas automáticos". Eles haviam se



convencido de que não era possível a cada um, individualmente, abrir seus próprios caixas automáticos, e tomaram a decisão de fazê-lo em uma associação.

Admitamos que apenas o maior de todos os bancos abrisse uma grande rede de caixas automáticos. Como seus clientes teriam mais este serviço, além de todos os demais que são proporcionados por ele e por todos os demais bancos, prefeririam manter mais depósitos neste banco do que nos demais. Com isso ele conseguiria ter mais base para gerar mais receita derivada do *float*. Sua atividade de *rent seeking*, ou de "busca pela renda ricardiana" teria mostrado algum sucesso. Não é razoável, contudo, imaginarmos que isso se faz sem custos, nem que esta sua ação não ensejaria a reação dos demais bancos. Que esta ação acarreta custos é óbvio. Para poder "buscar a renda ricardiana" aquele grande banco teria que investir em capital (o custo dos caixas automáticos, do sistema de transporte para o abastecimento de numerário, dos sistemas de controle, do pessoal, da guarda e segurança, etc.), e portanto a atividade de *rent seeking* consome recursos reais - mão de obra e capital. Por outro lado, se somente ele proporcionasse aos seus clientes estes serviços em adição, elevaria a sua fatia de mercado, o que enseja que os demais concorrentes perdessem depósitos, conduzindo-os a também investir nas suas redes de caixas automáticos. Um segundo banco grande poderia fazê-lo individualmente. Talvez um terceiro também o faria. Mas se para todos os demais bancos médios e pequenos fosse proibitivo o investimento para manter baterias de caixas automáticos individuais em cada cidade, eles optariam por se associar. Provavelmente recusariam, contudo, a alternativa de não fazer nada, dado que as receitas derivadas do *float* são extraordinariamente elevadas em um clima inflacionário. Embora de uma forma menos ousada e menos agressiva, eles também proporcionariam aos seus clientes atuais e potenciais este mesmo serviço.

Será que o sistema bancário como um todo conseguiu criar novos depósitos à vista com isso? Certamente não, porque a demanda de moeda não foi alterada, e o multiplicador monetário deve ter permanecido aproximadamente igual antes e depois

desta sua ação. Mas certamente atuaram de forma decisiva na determinação de como uma massa dada de depósitos a vista, cuja magnitude é determinada por condições macroeconômicas, e portanto independentemente de sua decisão individual, se distribui entre os vários competidores. Quem investir mais nos caixas automáticos, tendo um maior número deles, leva uma fatia maior do bolo. Mas em contrapartida para obter uma maior fatia dos depósitos a vista gasta mais recursos reais.

A velha teoria econômica nos diz que os bancos provavelmente deverão investir em caixas automáticos até o ponto no qual a sua receita marginal se igualar ao seu custo marginal. Do ponto de vista privado chegaremos ao ponto de ótimo quando este equilíbrio (receita marginal igual a custo marginal) for alcançado. Mas do ponto de vista social a busca desta renda ricardiana custou à sociedade como um todo a utilização de recursos reais (mão de obra e capital) que se não existisse a atividade de "busca da renda ricardiana", produzida apenas e tão somente pelo estímulo gerado pela existência da inflação, teria sido utilizada em outras atividades (comércio, agricultura, exportações e importações, serviços de transporte, etc.). Ou seja, os recursos reais têm um custo de oportunidade, e a "busca da renda ricardiana" se faz com uma queda de produto, gerada pela utilização de recursos reais que nesta atividade de busca de renda somente têm utilidade do ponto de vista privado. Se não existisse a inflação (que gera a "busca pela renda ricardiana") não existiriam estes investimentos, e outros produtos estariam sendo obtidos com aqueles recursos reais. O país como um todo perde, embora os bancos ganhem. Na presença da inflação o setor privado não bancário estará melhor do que estaria sem a presença deste serviço. Mas se o custo de reter moeda fosse menor, o que seria proporcionado pela ausência da inflação, seu ganho não existiria.

Estes recursos reais custam as agências que cada banco foi abrindo em cada cidade, em cada bairro ou em cada esquina, custam as casinhas dos bancos de 24 horas, custam os serviços para acelerar as atividades de cobrança e de transferência de

fundos para outras praças, custam os computadores para dar eficiência a tudo isto, custam os salários extra para os diretores e gerentes, custam os gastos adicionais de pessoal para manter uma estrutura hiper-inflada. E o que a sociedade como um todo ganha com isto? Do ponto de vista privado ganha uma enormidade, porque utiliza menos moeda, e ao utilizar menos moeda paga menos "imposto inflacionário" ao governo ou aos demais criadores de moeda. Mas do ponto de vista social ela perde, porque se não existisse a inflação não precisaria mobilizar estes recursos que visam defender cada indivíduo e cada empresa do imposto inflacionário. As empresas e os indivíduos mais ricos se beneficiam mais, porque podem desfrutar da existência de um sofisticado mercado financeiro que lhes permite economizar moeda. Quem, no entanto, continua sendo taxado pelo imposto inflacionário é o infeliz que ganha salário mínimo ou algo acima disto, que não tem uma conta bancária e que não pode se defender de forma mais eficiente do imposto inflacionário. Ele recebe o salário e corre para o supermercado. É ali o banco dele, e é ali onde ele deposita uma grande parcela de sua renda mensal. Só que ele compra os alimentos não perecíveis de que necessita, mas tem que continuar guardando alguma sobra em moeda para fazer frente às emergências, para pagar o transporte urbano, para eventuais gastos em médico ou na farmácia. Como ele não consegue ter uma quota de um *money market fund*, ele acaba pagando proporcionalmente mais imposto inflacionário do que o indivíduo mais rico. Este é o indivíduo que tem a sua renda real cadente. Por isso é que a inflação é o grande responsável pela concentração de rendas.

Nós geramos, com tudo isso, uma forma de defesa da inflação - ou do imposto inflacionário - que para cada um de nós somente tem uma produtividade marginal privada positiva porque existe inflação. Se não existisse inflação estes serviços não seriam (e nem precisariam ser) proporcionados nesta mesma extensão. Em vez de ser cliente de um banco que me proporciona uma agência em cada esquina, uma lista enorme de "caixas automáticos" etc., eu simplesmente posso andar com mais notas no

meu bolso, o que somente é possível quando o custo de reter moeda (a inflação) for muito baixa.

Estas considerações dão para que se tenha uma idéia do que é o custo da inflação, e em segundo lugar de qual é a magnitude da transferência (inútil) de renda entre pessoas proporcionada por inflações muito altas. O Brasil não tem uma das rendas mais concentradas do mundo por acaso. Isto ocorre por causa da inflação. Esta é a grande causa da concentração. O resto tem importância secundária.

Quanto é que este processo inteiro mobiliza de recursos? O Rubens Penha Cysne levantou um ângulo muito importante ao procurar medir a ordem de magnitude das perdas de receita derivadas da perda do *float*. Em resumo ele nos diz que os grandes beneficiários daquela receita eram os bancos de rede. Ocorre que os grandes bancos de rede são os bancos estatais: O Banco do Brasil, as Caixas Econômicas, o Banespa, o Banerj, entre outros. Para estes bancos estava indo o miolo do ganho. Na hora que desaparecerem estes ganhos o que vamos assistir é uma alteração profunda da estrutura do sistema. Vão se alterar as estruturas dos bancos estatais e dos bancos privados, mas o grosso desse ajuste terá que ser feito em cima dos bancos estatais. E isto não é algo pequeno.

Discutir o tamanho das receitas de *float* (e as consequências de sua perda) é algo fundamental, porque começamos a por o dedo em cima de um fenômeno que é a razão de ser do combate à inflação.

A segunda consideração que eu gostaria de fazer diz respeito ao problema da taxa cambial, que é também ligado ao tema do controle dos agregados monetários. As consequências monetárias do regime de câmbio fixo são diferentes das consequências monetárias do regime de câmbio flexível. Existe câmbio fixo quando o Banco Central está disposto a vender ou a comprar qualquer que seja a quantidade de moeda

estrangeira necessária para sustentar uma dada taxa de câmbio. Existe câmbio flexível quando o Banco Central nem compra nem vende, e a taxa cambial é livremente determinada no mercado pela oferta e pela procura exercidas por agentes privados apenas. Há também regimes de câmbio flexível nos quais existe algum grau de intervenção do Banco Central, e neste caso pode-se distinguir dois tipos de intervenção. No primeiro ocorrem situações nas quais o Banco Central intervém sustentando a taxa cambial em um certo limite inferior ou impedindo que ela ultrapasse um certo limite superior. No segundo ele nem compra nem vende, mas cria restrições a certos tipos de operações cambiais, como por exemplo as que elevariam a oferta de divisas no mercado, ou que reduziriam a demanda de divisas no mercado. Ao impor uma restrição como esta, por exemplo, ele estaria criando forças na direção de desvalorizar a taxa cambial (ou de evitar uma maior valorização). Não estaria, contudo, sustentando diretamente a paridade da moeda, o que significa que não estaria comprando (ou vendendo) moeda estrangeira, e conseqüentemente não estaria criando conseqüências expansionistas (ou contracionistas) sobre a oferta de moeda.

No regime do câmbio fixo o Banco Central sempre intervém sustentando a taxa cambial. Se a taxa de câmbio tiver uma tendência a se valorizar ele tem que estar disposto a comprar moeda estrangeira continuamente. Numa situação como esta não pode existir controle dos agregados monetários. A moeda fica endógena. Analisemos, agora, o regime de câmbio flexível no qual ele realiza o segundo tipo de intervenção; aquela através da qual ele cria restrições ao movimento internacional de capitais, por exemplo. Admitamos que com o objetivo de controlar a expansão dos agregados monetários o Banco Central faça uma venda de títulos em mercado aberto, o que provoca a elevação da taxa doméstica de juros. Como no mercado de câmbio a força dominante (sobre o comportamento da taxa cambial) atua, a curto prazo, através do mercado de ativos financeiros, ocorre uma tendência à valorização da taxa cambial. O Banco Central, no entanto, não intervém para sustentar a taxa cambial comprando divisas, porque com isto perderia o controle sobre a quantidade dos agregados

monetários. Ele tem que deixar a taxa cambial se valorizar até onde o mercado determinar, mas se julgar que isto é inconveniente para as exportações (porque reduz a competitividade), terá que colocar restrições ao ingresso de capitais. Ou então terá que colocar incentivos à demanda de divisas.

Eu entendo que foi este segundo regime cambial o escolhido pelo governo a partir da reforma monetária de julho. É um regime no qual ele buscou deixar a taxa cambial ser formada o mais livremente possível no mercado, pela procura e oferta exercidas predominantemente por agentes privados, eximindo-se de se tornar um comprador permanente de divisas. Em outubro ele comprou 1,0 bilhão de dólares. Em dezembro ele vendeu 1,0 bilhão de dólares. Mas ele deixou de fazê-lo (comprando ou vendendo) permanentemente, o que lhe deu a condição necessária (se bem que não a suficiente) para controlar a expansão dos agregados monetários. A posição do Banco Central não é mais de comprar diariamente de 150 a 250 milhões de dólares em média por dia útil, como ele o fazia antes de julho. Quando aquele era o caso não existia qualquer possibilidade de exercer controle sobre nenhum agregado monetário. Todos eles estavam fora do controle do Banco Central.

Depois disso ele passou a deixar o mercado fixar a taxa cambial. Nos últimos meses, no entanto, a taxa cambial nominal tem variado pouco, o que tem conduzido alguns a achar que estamos próximos de um regime de câmbio nominal fixo. Olhando para o comportamento da taxa cambial nominal alguém pode ter a impressão de que estamos em um regime de taxa cambial nominal fixa. Isto, no entanto, não é verdade. O que caracteriza um regime de câmbio fixo não é apenas a constância da taxa cambial (ou a sua variância muito pequena), e sim o fato de que o Banco Central a sustenta, comprando ou vendendo moeda estrangeira, o que gera efeitos expansionistas ou contracionistas sobre a base monetária. A variância da taxa cambial pode ser muito baixa, ou mesmo nula, e mesmo assim o Banco Central pode não comprar nem vender divisas.

Olhando para o comportamento da taxa nominal de câmbio de outubro até janeiro de 1994 pode-se ter a impressão de que estamos em um regime que se aproxima do de câmbio nominal fixo. Só que em um regime de taxa cambial nominal fixa o Banco Central sustenta diretamente a paridade comprando ou vendendo divisas. No regime que nós estamos vivendo o Banco Central compra ou vende como uma exceção no seu comportamento, e o faz em valores extremamente reduzidos, sem significância para determinar uma perda de controle dos agregados monetários. Quando o mercado ameaça empurrar a taxa para baixo dos 83 centavos de real por dólar norte americano ele compra, e quando o mercado ameaça empurrar a taxa acima dos 86 centavos ele vende. O limite de 86 é para evitar uma desvalorização que produza mais inflação, e o limite de 83 para evitar uma perda adicional de competitividade dos exportadores ou dos produtores domésticos de bens substitutos de importação.

A taxa cambial é uma variável de grande complexidade na economia. Ela tem pelo menos duas dimensões relevantes: ela é um instrumento monetário e ao mesmo tempo é um importante preço relativo.

Analisemos primeiramente a sua dimensão de um instrumento monetário. Tomemos para iniciar o regime cambial que tínhamos no Brasil antes da reforma monetária de julho de 1994. Ele era um regime de taxa cambial real fixa coexistindo com juros reais altos (ou extremamente altos). Esse regime jamais poderia produzir o controle da inflação. Nestes últimos anos eu assisti tristemente a um dos maiores erros coletivos, praticados por muitos dos meus colegas economistas e pela maior parte dos "homens práticos", quando afirmaram seguidas vezes de que estávamos assistindo a uma política monetária austera. Essa afirmação era feita somente porque a taxa de juros era alta. Ocorre que independentemente da altura da taxa de juros a moeda era sempre passiva porque a taxa real de câmbio era fixa. E com moeda passiva não existe controle monetário que possa estabilizar as taxas de inflação. Elas serão determinadas

apenas pelas expectativas, e seus efeitos inflacionários serão sancionados criando-se qualquer que seja a quantidade adicional de estoque nominal de moeda.

Aquele regime poderia produzir apenas a acumulação de reservas e uma concentração adicional da renda. Eu gostaria de ser proprietário de um banco quando a taxa cambial fosse fixa e a taxa real de juros fosse alta. Eu me atulharia de dólares no passivo, reteria apenas ativos denominados em cruzeiros, ou em cruzeiros reais, ou em reais, no meu ativo, ia para a praia e deixava o meu capital crescendo. Depois de seis meses teria ficado rico, sem riscos, e sem precisar ter movido um dedo sequer. Esse tipo de política monetária não é monetarismo. Monetarismo é algo muito mais sério do que isso. Depois de julho a taxa real de juros continua alta, e quem manteve passivos em dólares ou elevou seus ganhos ou pelo menos os manteve. Os juros persistem ainda muito elevados, e não sabemos, ainda, se o controle da expansão dos agregados monetários tem sido realizado de forma eficaz. Mas não estamos mais em uma política de câmbio real fixo, e pelo menos em princípio podemos tentar exercer algum controle na expansão dos agregados monetários.

A outra dimensão da taxa cambial é a de um preço relativo. É comum ouvirmos uma afirmação sempre feita com ares de uma grande revelação: "em todos os planos de estabilização ocorreu sempre uma valorização da taxa cambial". Isso provavelmente é verdade, mas é também verdade (embora ela seja sistematicamente ignorada), que o país não pode valorizar contínua e perigosamente a sua taxa cambial. Até onde queremos ir?

Suponhamos que o país convergisse para um regime de câmbio fixo com conversibilidade plena da moeda doméstica em dólares, como na Argentina. No momento em que o programa de estabilização começa a produzir algum sucesso (como visto pelos mercados) começa a ocorrer uma repartição de capitais. Para que ocorra um aumento dos investimentos em capital fixo, no entanto, tem que decorrer um



período mais extenso, porque a confiança na permanência da estabilidade tem que ser conquistada, e o capital não se dirige de imediato para a compra de máquinas ou para o aumento do número de fábricas. Ou seja, quando se inicia algum fluxo de retorno do capital que previamente havia fugido ele não se transforma de imediato em aumento de capacidade produtiva, mas faz um *pit-stop* no mercado de ativos. É só olhar o que ocorreu com os preços dos apartamentos em Buenos Aires, ou com os preços dos terrenos em Mendoza ou Tucumã nos dois anos subsequentes ao plano Cavallo. Quando todos esses recursos entram elevando a demanda por um estoque de ativos reais que tem uma oferta fixa, seus preços se elevam. Para quem gosta de raciocinar em termos de um efeito riqueza este aumento de preços dos ativos produz um crescimento da riqueza percebida e com isso gera um aumento dos gastos de consumo. Para quem quiser fazer uma transigência aceitando *Chicago* pode afirmar que se elevou a "renda permanente". Em ambos os casos ocorre um crescimento do consumo, e como o país não gera sincrônica e automaticamente um aumento de capacidade produtiva, este aumento de gastos ocorre elevando a demanda tanto de bens internacionais (*tradables*) quanto de bens domésticos (*não tradables*). O aumento dos gastos totais não pode elevar os preços dos bens internacionais porque a taxa cambial é fixa, mas pode elevar os preços dos bens domésticos. Uma das consequências é que crescem os preços relativos dos bens domésticos, o que significa que a taxa real de câmbio declina, valorizando-se. Aumentando a demanda de bens internacionais exportáveis gera-se a queda das exportações, e elevando-se a demanda de bens internacionais importáveis provoca-se o aumento das importações. Isso significa que começam a ser gerados déficits no balanço comercial nos quais se dissipam os fluxos de capital repatriado.

Se nós constituíssemos uma sociedade de pessoas que tivessem a certeza absoluta de que morreriam, todos, daqui há quatro anos, esta talvez fosse a melhor estratégia, porque estaríamos maximizando o valor presente desse fluxo de consumo. Agora se acharmos que vamos sobreviver por mais tempo, ou mesmo se tivermos

alguma solidariedade com as gerações futuras, é bom que se evite que esse fluxo de recursos seja dissipado em uma elevação não sustentável do consumo.

Eu não tenho nenhuma crítica em princípio ao regime de câmbio flexível, e até certo ponto tenho que manifestar a minha preferência por ele. A minha crítica é contra a proposição de que é legítimo que se dissipe o fluxo de entrada de recursos externos apenas em um aumento temporário de consumo, tudo feito em nome da "alegria", ou de achar que o Brasil pode (ou deve) fazer déficits em contas correntes, só para compensar "os erros que foram cometidos durante o regime militar" de tentar produzir superávits comerciais. Nós temos que olhar as coisas friamente. Temos que otimizar os recursos.

Não tenho dúvidas que teremos superávits comerciais menores, e que poderemos ter temporariamente déficits em contas correntes. Como também não tenho dúvidas de que buscar dólares no exterior, em dificuldades emergenciais de balanço de pagamentos que durem por um ou dois anos, é uma coisa natural. O que me deixa assustado é ter que voltar ao período anterior aos anos 70. Estes erros foram cometidos por nós, que trabalhamos durante o "regime militar". Seria lamentável ver os "social democratas", que foram tão críticos dos "males do endividamento externo" fazê-los novamente.

Quanto ao controle dos agregados monetários eu começo observando que a moeda tem caminhos estranhos através dos quais produz variações na demanda agregada. Uma delas é através de alterações no estoque percebido de riqueza. A outra é alterando a oferta de crédito. Eu acredito que este segundo canal é importante na atual situação da economia brasileira.

Suponha uma economia que tinha uma inflação de 50% ao mês e que vem subitamente para próximo de zero. Com 50% ao mês de inflação não existia crédito, e

com uma inflação próxima de zero ele se expande. Ainda que a taxa real de juros seja alta, o indivíduo que não conseguia comprar bens duráveis de consumo, ou confecções, etc., porque não existia crédito, passará a comprá-los agora. Porque isso se a taxa real de juros continua alta ou mesmo pode ter se elevado? Será que existe uma grande dose de ilusão monetária? Pode ser que exista ilusão monetária, mas é preciso lembrar que a utilidade marginal de um bem cresce com a escassez, e depois de muitos anos sem comprar o bem, com as pessoas vestindo roupas velhas, ou assistindo TV em aparelhos antigos e que quebram, ou guardando alimentos em geladeiras que não resfriam, a utilidade marginal de comprar estes bens deve ser muito alta, e superior, provavelmente, à utilidade marginal da renda derivada dos depósitos de uma fração de seu salário em uma conta de poupança. Quando o crédito se expande tem que ocorrer um controle da expansão do M4, o que se faz com o recolhimento compulsório sobre depósitos a vista ou a prazo, ou sobre ambos. Acredito que os controles através de compulsórios são uma desgraça, distorcem e são contrários ao liberalismo. Mas nesta transição eu acredito que sejam necessários, porque fazem a função de realizar o controle da expansão do M4.

**Rubens Penha Cysne -**

Agradeço aos participantes e dou por encerrado este painel.

## ENSAIOS ECONÔMICOS DA EPGE

200. A VISÃO TEÓRICA SOBRE MODELOS PREVIDENCIÁRIOS: O CASO BRASILEIRO - Luiz Guilherme Schymura de Oliveira - Outubro de 1992 - 23 pág. (esgotado)
201. HIPERINFLAÇÃO: CÂMBIO, MOEDA E ÂNCORAS NOMINAIS - Fernando de Holanda Barbosa - Novembro de 1992 - 10 pág. (esgotado)
202. PREVIDÊNCIA SOCIAL: CIDADANIA E PROVISÃO - Clovis de Faro - Novembro de 1992 - 31 pág. (esgotado)
203. OS BANCOS ESTADUAIS E O DESCONTROLE FISCAL: ALGUNS ASPECTOS - Sérgio Ribeiro da Costa Werlang e Arminio Fraga Neto - Novembro de 1992 - 24 pág. (esgotado)
204. TEORIAS ECONÔMICAS: A MEIA-VERDADE TEMPORÁRIA - Antonio Maria da Silveira - Dezembro de 1992 - 36 pág. (esgotado)
205. THE RICARDIAN VICE AND THE INDETERMINATION OF SENIOR - Antonio Maria da Silveira - Dezembro de 1992 - 35 pág. (esgotado)
206. HIPERINFLAÇÃO E A FORMA FUNCIONAL DA EQUAÇÃO DE DEMANDA DE MOEDA - Fernando de Holanda Barbosa - Janeiro de 1993 - 27 pág. (esgotado)
207. REFORMA FINANCEIRA - ASPECTOS GERAIS E ANÁLISE DO PROJETO DA LEI COMPLEMENTAR - Rubens Penha Cysne - fevereiro de 1993 - 37 pág.
208. ABUSO ECONÔMICO E O CASO DA LEI 8.002 - Luiz Guilherme Schymura de Oliveira e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - fevereiro de 1993 - 18 pág. (esgotado)
209. ELEMENTOS DE UMA ESTRATÉGIA PARA O DESENVOLVIMENTO DA AGRICULTURA BRASILEIRA - Antonio Salazar Pessoa Brandão e Eliseu Alves - Fevereiro de 1993 - 370pág.
210. PREVIDÊNCIA SOCIAL PÚBLICA: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA - Hélio Portocarrero de Castro, Luiz Guilherme Schymura de Oliveira, Renato Fragelli Cardoso e Uriel de Magalhães - Março de 1993 - 35 pág. - (esgotado) .
211. OS SISTEMAS PREVIDENCIÁRIOS E UMA PROPOSTA PARA A REFORMULACAO DO MODELO BRASILEIRO - Helio Portocarrero de Castro, Luiz Guilherme Schymura de Oliveira, Renato Fragelli Cardoso e Uriel de Magalhães - Março de 1993 - 43 pág. - (esgotado)
212. THE INDETERMINATION OF SENIOR (OR THE INDETERMINATION OF WAGNER) AND SCHMOLLER AS A SOCIAL ECONOMIST - Antonio Maria da Silveira - Março de 1993 - 29 pág. (esgotado)
213. NASH EQUILIBRIUM UNDER KNIGHTIAN UNCERTAINTY: BREAKING DOWN BACKWARD INDUCTION (Extensively Revised Version) - James Dow e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - Abril de 1993 36 pág.
214. ON THE DIFFERENTIABILITY OF THE CONSUMER DEMAND FUNCTION - Paulo Klinger Monteiro, Mário Rui Páscoa e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - Maio de 1993 - 19 pág.

215. DETERMINAÇÃO DE PREÇOS DE ATIVOS, ARBITRAGEM, MERCADO A TERMO E MERCADO FUTURO - Sérgio Ribeiro da Costa Werlang e Flávio Auler - Agosto de 1993 - 69 pág. (esgotado).
216. SISTEMA MONETÁRIO VERSÃO REVISADA - Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne - Agosto de 1993 - 69 pág. (esgotado).
217. CAIXAS DE CONVERSÃO - Fernando Antônio Hadba - Agosto de 1993 - 28 pág.
218. A ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO MILITAR - Rubens Penha Cysne - Agosto de 1993 - 50 pág. (esgotado).
219. IMPÔSTO INFLACIONÁRIO E TRANSFERÊNCIAS INFLACIONÁRIAS - Rubens Penha Cysne - Agosto de 1993 - 14 pág. (esgotado).
220. PREVISÕES DE M1 COM DADOS MENSAIS - Rubens Penha Cysne e João Victor Issler - Setembro de 1993 - 20 pág.
221. TOPOLOGIA E CÁLCULO NO  $R_n$  - Rubens Penha Cysne e Humberto Moreira - Setembro de 1993 - 106 pág. (esgotado)
222. EMPRÉSTIMOS DE MÉDIO E LONGO PRAZOS E INFLAÇÃO: A QUESTÃO DA INDEXAÇÃO - Clovis de Faro - Outubro de 1993 - 23 pág.
223. ESTUDOS SOBRE A INDETERMINAÇÃO DE SENIOR, vol. 1 - Nelson H. Barbosa, Fábio N.P. Freitas, Carlos F.L.R. Lopes, Marcos B. Monteiro, Antonio Maria da Silveira (Coordenador) e Matias Vernengo - Outubro de 1993 - 249 pág (esgotado)
224. A SUBSTITUIÇÃO DE MOEDA NO BRASIL: A MOEDA INDEXADA - Fernando de Holanda Barbosa e Pedro Luiz Valls Pereira - Novembro de 1993 - 23 pág.
225. FINANCIAL INTEGRATION AND PUBLIC FINANCIAL INSTITUTIONS - Walter Novaes e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - Novembro de 1993 - 29 pág
226. LAWS OF LARGE NUMBERS FOR NON-ADDITIVE PROBABILITIES - James Dow e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - Dezembro de 1993 - 26 pág.
227. A ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO MILITAR - VERSÃO REVISADA - Rubens Penha Cysne - Janeiro de 1994 - 45 pág. (esgotado)
228. THE IMPACT OF PUBLIC CAPITAL AND PUBLIC INVESTMENT ON ECONOMIC GROWTH: AN EMPIRICAL INVESTIGATION - Pedro Cavalcanti Ferreira - Fevereiro de 1994 - 37 pág.
229. FROM THE BRAZILIAN PAY AS YOU GO PENSION SYSTEM TO CAPITALIZATION: BAILING OUT THE GOVERNMENT - José Luiz de Carvalho e Clóvis de Faro - Fevereiro de 1994 - 24 pág.
230. ESTUDOS SOBRE A INDETERMINAÇÃO DE SENIOR - vol. II - Brena Paula Magno Fernandez, Maria Tereza Garcia Duarte, Sergio Grumbach, Antonio Maria da Silveira (Coordenador) - Fevereiro de 1994 - 51 pág.(esgotado)
231. ESTABILIZAÇÃO DE PREÇOS AGRÍCOLAS NO BRASIL: AVALIAÇÃO E PERSPECTIVAS - Clovis de Faro e José Luiz Carvalho - Março de 1994 - 33 pág.
232. ESTIMATING SECTORAL CYCLES USING COINTEGRATION AND COMMON FEATURES - Robert F. Engle e João Victor Issler - Março de 1994 - 55 pág

233. COMMON CYCLES IN MACROECONOMIC AGGREGATES - João Victor Issler e Farshid Vahid - Abril de 1994 - 60 pág.
234. BANDAS DE CâMBIO: TEORIA, EVIDÊNCIA EMPÍRICA E SUA POSSÍVEL APLICAÇÃO NO BRASIL - Aloisio Pessoa de Araújo e Cypriano Lopes Feijó Filho - Abril de 1994 - 98 pág. (esgotado)
235. O HEDGE DA DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA - Aloisio Pessoa de Araújo, Túlio Luz Barbosa, Amélia de Fátima F. Semblano e Maria Haydée Morales - Abril de 1994 - 109 pág.
236. TESTING THE EXTERNALITIES HYPOTHESIS OF ENDOGENOUS GROWTH USING COINTEGRATION - Pedro Cavalcanti Ferreira e João Victor Issler - Abril de 1994 - 37 pág. (esgotado)
237. THE BRAZILIAN SOCIAL SECURITY PROGRAM: DIAGNOSIS AND PROPOSAL FOR REFORM - Renato Fragelli; Uriel de Magalhães; Helio Portocarrero e Luiz Guilherme Schymura - Maio de 1994 - 32 pág.
238. REGIMES COMPLEMENTARES DE PREVIDÊNCIA - Hélio de Oliveira Portocarrero de Castro, Luiz Guilherme Schymura de Oliveira, Renato Fragelli Cardoso, Sérgio Ribeiro da Costa Werlang e Uriel de Magalhães - Maio de 1994 - 106 pág.
239. PUBLIC EXPENDITURES, TAXATION AND WELFARE MEASUREMENT - Pedro Cavalcanti Ferreira - Maio de 1994 - 36 pág.
240. A NOTE ON POLICY, THE COMPOSITION OF PUBLIC EXPENDITURES AND ECONOMIC GROWTH - Pedro Cavalcanti Ferreira - Maio de 1994 - 40 pág.
241. INFLAÇÃO E O PLANO FHC - Rubens Penha Cysne - Maio de 1994 - 26 pág. (esgotado)
242. INFLATIONARY BIAS AND STATE OWNED FINANCIAL INSTITUTIONS - Walter Novaes Filho e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - Junho de 1994 - 35 pág.
243. INTRODUÇÃO À INTEGRAÇÃO ESTOCÁSTICA - Paulo Klinger Monteiro - Junho de 1994 - 38 pág.
244. PURE ECONOMIC THEORIES: THE TEMPORARY HALF-TRUTH - Antonio M. Silveira - Junho de 1994 - 23 pág.
245. WELFARE COSTS OF INFLATION - THE CASE FOR INTEREST-BEARING MONEY AND EMPIRICAL ESTIMATES FOR BRAZIL - Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne - Julho de 1994 - 25 pág. (esgotado)
246. INFRAESTRUTURA PÚBLICA, PRODUTIVIDADE E CRESCIMENTO - Pedro Cavalcanti Ferreira - Setembro de 1994 - 25 pág.
247. MACROECONOMIC POLICY AND CREDIBILITY: A COMPARATIVE STUDY OF THE FACTORS AFFECTING BRAZILIAN AND ITALIAN INFLATION AFTER 1970 - Giuseppe Tullio e Marcio Ronci - Outubro de 1994 - 61 pág.
248. INFLATION AND DEBT INDEXATION: THE EQUIVALENCE OF TWO ALTERNATIVE SCHEMES FOR THE CASE OF PERIODIC PAYMENTS - Clovis de Faro - Outubro de 1994 - 18 pág.
249. CUSTOS DE BEM ESTAR DA INFLAÇÃO - O CASO COM MOEDA INDEXADA E ESTIMATIVAS EMPÍRICAS PARA O BRASIL - Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne - Novembro de 1994 - 28 pág. (esgotado)

250. THE ECONOMIST MACHIAVELLI - Brena P. M. Fernandez e Antonio M. Silveira - Novembro de 1994 - 15 pág.
251. INFRAESTRUTURA NO BRASIL: ALGUNS FATOS ESTILIZADOS - Pedro Cavalcanti Ferreira - Dezembro de 1994 - 33 pág.
252. ENTREPRENEURIAL RISK AND LABOUR'S SHARE IN OUTPUT - Renato Fragelli Cardoso - Janeiro de 1995 - 22 pág.
253. TRADE OR INVESTMENT ? LOCATION DECISIONS UNDER REGIONAL INTEGRATION - Marco Antonio F.de H. Cavalcanti e Renato G. Flôres Jr. - Janeiro de 1995 - 35 pág.
254. O SISTEMA FINANCEIRO OFICIAL E A QUEDA DAS TRANFERÊNCIAS INFLACIONÁRIAS - Rubens Penha Cysne - Janeiro de 1995 - 32 pág.
255. CONVERGÊNCIA ENTRE A RENDA PER-CAPITA DOS ESTADOS BRASILEIROS - Roberto G. Ellery Jr. e Pedro Cavalcanti G. Ferreira - Janeiro 1995 - 42 pág.
256. A COMMENT ON "RATIONAL LEARNING LEAD TO NASH EQUILIBRIUM" BY PROFESSORS EHUD KALAI EHUD EHUR - Alvaro Sandroni e Sergio Ribeiro da Costa Werlang - Fevereiro de 1995 - 10 pág.
257. COMMON CYCLES IN MACROECONOMIC AGGREGATES (revised version) - João Victor Issler e Farshid Vahid - Fevereiro de 1995 - 57 pág.
258. GROWTH, INCREASING RETURNS, AND PUBLIC INFRASTRUCTURE: TIMES SERIES EVIDENCE (revised version) - Pedro Cavalcanti Ferreira e João Victor Issler - Março de 1995 - 39 pág.
259. POLÍTICA CAMBIAL E O SALDO EM CONTA CORRENTE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS - *Anais do Seminário realizado na Fundação Getulio Vargas no dia 08 de dezembro de 1994* - Rubens Penha Cysne (editor) - Março de 1995 - 47 pág.
260. ASPECTOS MACROECONÔMICOS DA ENTRADA DE CAPITAIS - *Anais do Seminário realizado na Fundação Getulio Vargas no dia 08 de dezembro de 1994* - Rubens Penha Cysne (editor) - Março de 1995 - 48 pág.
261. DIFICULDADES DO SISTEMA BANCÁRIO COM AS RESTRIÇÕES ATUAIS E COMPULSÓRIOS ELEVADOS - *Anais do Seminário realizado na Fundação Getulio Vargas no dia 09 de dezembro de 1994* - Rubens Penha Cysne (editor) - Março de 1995 - 47 pág.

