

MOEDA, JUROS E INFLAÇÃO

Márcio G. P. Garcia

Depto. de Economia – PUC-Rio

8/8/95

Na ciência econômica, embora não com a mesma força do que na física, ocorre a existência de preferências por alguns modelos matemáticos básicos que visam explicar o funcionamento da economia. Uma das “idéias-força” mais facilmente vendáveis que advêm de vários desses modelos é que a emissão de moeda causa inflação. Em geral, tais modelos têm que incorporar uma causa para a emissão monetária, e esta é geralmente a existência de déficits públicos que precisam ser financiados via emissão de moeda ou de dívida.

BRASIL: DEFICIT E SENHORIAGEM (% DO PIB)

	INFLAÇÃO	DEFICIT ²			SENHORIAGEM	
	% a.a.	PRIMARIO	OPERACIONAL	NOMINAL	S1 ³	S2 ⁴
1985	235.00	-2.8	4.7	28.6	2.30	1.90
1986	65.04	-2.3	3.9	13.3	3.70	3.60
1987	415.83	0.8	5.9	32.3	2.80	2.00
1988	1037.56	-0.4	5.1	52.9	3.60	2.70
1989	1782.90	0.3	7.4	83.0	5.50	4.00
1990	1476.56	-2.4	-1.4	29.6	5.20	5.40
1991	480.18	-3.0	-1.4	24.5	3.00	2.30
1992	1157.94	-2.4	2.2	44.3	3.70	2.70
1993	2708.60	-2.6	-0.2	58.4	3.50	2.40
1994 ¹	7350.78	-4.0	-1.0	82.9	2.70	2.50

¹ Refere-se apenas ao semestre anterior ao Plano Real (a taxa de inflação é anualizada).

² As cifras anteriores e posteriores a 1991 **não** são comparáveis. As cifras até 1990 são computadas com fluxos anuais, enquanto a partir de 1991 o cálculo usa fluxos mensais, sendo mais preciso. O déficit primário exclui pagamentos de juros. O déficit operacional é o déficit primário mais o pagamento dos juros reais. O déficit nominal inclui pagamento de juros nominais. Estas cifras se referem aos três níveis de governo e às companhias estatais. Números negativos indicam superávits.

³ Calculados a partir de fluxos anuais.

⁴ Calculados a partir de fluxos mensais.

Fontes: Os números do déficit foram registrados pelo Departamento Econômico do Banco Central. Os números do senhoriagem foram calculados por Fábio Giambiagi a partir de dados do Banco Central e da SPE (MPO e BNDES).

A evidência dos anos 90 no Brasil não tem sido consistente com essenexo causal. A tabela mostra que as contas públicas durante os primeiros anos desta década têm estado em equilíbrio, quando a medida do déficit público é feita pelo conceito apropriado sob alta inflação que é o de déficit operacional. Sem embargo, desde o fracasso dos planos Collor I e II até o plano Real, a inflação esteve em contínua ascensão (vide gráfico 1).

Se é certo que a quantidade de moeda também aumentou grosso modo tanto quanto a inflação (vide gráfico 2), também é certo que as taxas de juros nunca foram tão altas em nossa história. Uma outra idéia-força em economia é que taxas de juros altas estão associadas com restrições à quantidade de moeda, e também com inflação e nível de atividade em queda. Este não é o caso do Brasil do início dos anos 90. As taxas de juros “escorchantes” que observamos desde finais de 1991 estiveram associadas a uma expansão da economia e a uma grande elevação da inflação.

Como encaixar tais paradoxos dentro dos modelos econômicos que visam explicar o funcionamento da economia? Uma contribuição importante nesse sentido é um recente artigo acadêmico (Pastore, 1995, “Por que a política monetária é ineficaz?”) que aborda o paradoxo de juros altos com inflação e nível de atividade em alta sob a égide do conhecido modelo IS-LM, um modelo matemático devido a John Hicks e que tem sido largamente usado por várias décadas.

Naquele artigo Pastore modela matematicamente o fenômeno que vários economistas, dentre os quais este escriba, têm chamado a atenção que é a ineficácia da política monetária quando a dívida pública é de curto prazo. (O outro causador da ineficácia dos juros em nossa economia, na minha opinião, é o baixo uso do crédito pelas firmas e pelas famílias.) A grande vantagem de se ter um modelo matemático é que as afirmações ganham em consistência e clareza, permitindo melhor enfocar os pontos fundamentais para a política econômica.

Assim, Pastore modela os efeitos de um aumento de juros pelo Banco Central. A elevação dos juros se dá pela queda dos preços dos títulos públicos em mercado. Numa economia “comum” (os EUA ou a Alemanha, por exemplo), há títulos públicos de grande maturidade (até 30 anos). A queda dos preços dos títulos públicos é tão maior quanto maior o prazo até o vencimento dos mesmos. (Os leitores versados em finanças lembrar-se-ão da fórmula que a perda percentual de valor é medida pela *elasticidade*, que é o simétrico da *duração*.) Assim, quando o FED ou o Bundesbank eleva os juros, há uma perda de capital para todos os detentores de títulos públicos, sendo tal perda tão maior quanto maior a maturidade da dívida pública. Essa perda de capital reduz o consumo através de um *efeito riqueza*, ou seja, ao se sentirem menos ricos devido à

perda de capital, os detentores dos títulos públicos desvalorizados após a elevação dos juros tendem a gastar menos em bens e serviços de consumo, reduzindo a demanda agregada da economia. Por outro lado, os juros que tais títulos pagarão até seu resgate ficam inalterados (são os coupons do título, de valor fixo).

Na economia brasileira, os efeitos da alta dos juros são radicalmente distintos. Como a maturidade é pequena, o efeito de perda de capital é desprezível. (Usando a fórmula citada acima, um BBC de 35 dias tem duração de pouco menos que 0,1, ou seja, uma elevação de 1% dos juros acarreta nos BBCs recém emitidos uma perda de valor de apenas 0,1%. Se o BBC tivesse 5 anos de maturidade, tal perda seria de 5%.) Pior ainda, dada a reduzida maturidade (e/ou a indexação ao juros de curto prazo, através da TR), há uma elevação de todo o fluxo futuro de juros daquela dívida quando ela for rolada. Ou seja, o *efeito riqueza negativo*, que era fundamental no caso anterior desaparece e, na direção oposta, surge um *efeito renda positivo*, advindo dos pagamentos de juros mais altos pelo governo em sua dívida.

Destarte, uma elevação dos juros, advinda de uma contração da moeda no *open market*, trocando-a por títulos públicos, pode vir a expandir a demanda agregada, ao invés de contrai-la, como quase automaticamente se assume. Uma simples adição ao modelo de Pastore, considerando os efeitos diretos dos juros sobre o consumo (modelando a importância do crédito), permitiria que se considerassem os dois efeitos que levam à ineficácia da política monetária no Brasil: a curta maturidade da dívida pública e o parco uso do crédito por firmas e famílias. Ou seja, o efeito expansionista dos juros altos poderia ser anulado pela contração do crédito ao consumo caso este fosse importante em nossa economia (mesmo com a expansão após o Real, o crédito ainda é pequeno).

Sargent e Wallace (1986, “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”) propõem um modelo intertemporal (de vários anos) que pode ser resumido da seguinte forma. A inflação é dada pelo “valor presente” das emissões monetárias no futuro. Ou seja, se um governo não monetiza seus déficits, mas emite dívida em seu lugar para financiá-los, isso só piora a situação, pois, no futuro, o governo terá que emitir moeda não só para pagar os déficits presentes, como também para pagar os juros reais sobre a dívida.

A institucionalidade brasileira, na qual a dívida pública é curta ou indexada aos juros de curto prazo, só viria a piorar a conclusão de Sargent e Wallace. Isso porque a elevação dos juros impacta diretamente sobre todo o estoque da dívida (é o efeito riqueza descrito acima), elevando os passivos futuros do governo.

Embora a importância dos efeitos levantados acima deva ser cientificamente comprovada com dados empíricos num estudo econométrico, acredito que há evidências não

sistemáticas de que de fato se trata de efeitos relevantes. Isso só ressalta a importância do alongamento da dívida.

Uma outra conclusão importante diz respeito ao efeito da indexação dos títulos públicos sobre a eficácia da política monetária. Só conseguiremos emitir títulos públicos de maturidades maiores que 90 ou 180 dias indexando-os a algum índice relevante. A indexação *per se* não traz a ineficácia da política monetária, apenas a reduz em relação à que vigoraria caso pudéssemos emitir títulos pré-fixados de 30 anos, como fazem os EUA. Dado que nossa opção real é entre **só** emitir títulos pré-fixados de curta maturidade ou emitir **também** títulos longos indexados, a segunda opção é superior. O fundamental é que títulos públicos longos podem ser indexados a níveis de preço ou a câmbio, **nunca** a juros de curto prazo (como a TR). A indexação à TR elimina completamente o efeito riqueza negativo da elevação dos juros de curto prazo, tornando inócua a política monetária.

Por fim, cabe ressaltar que o artigo de Pastore constitui uma significativa contribuição à discussão sobre o papel da zerada automática sobre a eficácia da política monetária. Uma das interpretações equivocadas mais difundidas no debate sobre a política monetária é que sua ineficácia derivaria da existência da zerada automática do final do dia pelo Banco Central. Como se sabe, a zerada do final do dia é a doação de fundos (a compra com revenda automática no dia seguinte de títulos públicos) ou a captação de fundos (a venda com recompra automática no dia seguinte de títulos públicos) pelo Banco Central. As compras e vendas durante a zerada são sempre feitas a preços punitivos em relação aos praticados ao longo do dia pela mesa do DEMAB/Banco Central.

Pode-se discutir se a punição embutida nos preços é suficiente, ou pode-se discutir se dever-se-ia utilizar o redesconto ao invés da zerada, mas é bizantino discutir-se se os bancos deveriam ou não ser zerados no final do dia. Isto porque caso os bancos não sejam zerados, eles quebram por insuficiência de fundos nas contas de reservas bancárias. Se o regime de política monetária é o de fixar a taxa de juros, como ocorre em quase todos os países do mundo, qualquer banco central tem que aceitar prover o volume de reservas bancárias (moeda) que os bancos quiserem. A posição de um banco central no mercado de moeda é a de um monopolista: dada a demanda do mercado por reservas bancárias, ele pode fixar o preço (a taxa de juros) ou a quantidade (a quantidade de moeda), mas nunca os dois simultaneamente.

Ao mudar o foco da análise da zerada automática para os efeitos das alterações na taxa de juros pelo Banco Central, Pastore dá uma grande contribuição para o debate sobre a eficácia da política monetária. Falta agora que façamos os estudos empíricos que comprovem as teses levantadas.