

# A ÂNCORA MONETÁRIA DO REAL: PERSPECTIVAS E AMEAÇAS

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

23/6/94

Em recentes entrevistas a equipe econômica explicitou que a âncora do plano real será monetária. Não obstante as regras para a implementação da âncora monetária não terem ainda sido divulgadas, convém tecer alguns comentários sobre as características exigidas de uma âncora monetária para debelar a inflação, bem como sobre algumas das ameaças que envolvem sua implementação.

O regime de política monetária atualmente em vigor é caracterizado pelo BC ter como principal objetivo de política monetária manter o juro **real** do mercado de reservas bancárias (*open market*) a um nível que o BC considera adequado. Este nível adequado não deve ser tão alto de forma a impingir um custo muito elevado ao Tesouro, nem deve ser tão baixo de forma a provocar fuga de capitais. Tal objetivo é atingido através das operações diárias de compra e venda de títulos que o BC realiza no *open market*, inclusive a famosa zeragem automática. Uma das funções que a zeragem automática realiza é a de prover liquidez a baixo custo a bancos que necessitem de reservas ao final do dia. O objetivo de fazer uma dada taxa **real** de juros torna a oferta de moeda completamente endógena e passiva, o que é uma condição *sine qua non* para a explosão inflacionária que observamos no Brasil. Note-se que não é a fixação da taxa real de juros em geral que torna passiva a oferta monetária. Uma regra de fixação da taxa real de juros que elevasse suficientemente a taxa real sempre que a expectativa inflacionária subisse seria compatível com um controle da oferta de moeda e com o controle da inflação. O que torna a oferta monetária passiva é a forma específica de fixação da taxa real de juros que o BC segue, não elevando ou elevando insuficientemente os juros reais quando se eleva a expectativa inflacionária. Por razões que discuto em trabalhos acadêmicos recentes, é provável que o controle da inflação via elevação de juros reais quando essa excedeu o pantagruélico patamar de 5.000% ao ano seja inviável. Mas, para que a inflação permaneça baixa após o impacto inicial da reforma monetária, é imprescindível que a passividade da oferta monetária, por muitos identificada com a zeragem automática, seja rompida. Esta deve ser uma das funções da âncora monetária.

Uma outra função da âncora monetária é limitar as operações ativas do BC. Os itens do ativo do BC cujas expansões mais preocupam o presidente do BC, Pedro Malan, por pressionarem a favor da expansão da base monetária, são: “o ingresso de recursos externos, as operações do Tesouro e a assistência financeira, especialmente aos bancos estaduais e oficiais” (*Gazeta Mercantil*, 20/6/94). Deixando de lado o ingresso de recursos externos, pois estes aumentam também o “lastro” da moeda, os dois últimos fatores são exatamente aqueles cujo crescimento se quer evitar com a âncora monetária. Pura e simplesmente, o que se quer é impor um limite ao montante de financiamento ao déficit público via emissão de moeda. Acredita-se que tal limite fará com que o Tesouro limite-se a gastar o que arrecada.

A demanda **real** por moeda, definida estritamente como M1, é inversamente relacionada com a inflação. Quando a inflação baixa, o incentivo para “sonegar” o imposto inflacionário cai muito, pois sua alíquota, a inflação, torna-se desprezível. Assim, a demanda por M1 sobe significativamente após estabilizações. No plano Cruzado, por exemplo, a base monetária mais que triplicou de janeiro a novembro de 1986.

Esse aumento da demanda por moeda exige um aumento correspondente da oferta de moeda. Tal aumento da oferta de moeda **não** é inflacionário, pois apenas atende ao aumento da demanda. O

---

<sup>1</sup> Professor do Depto. de Economia da PUC-Rio.

problema é que ninguém sabe a quanto subirá a demanda de moeda. Assim, fica difícil dizer *a priori* quanto deverá ocorrer de expansão da oferta monetária. Se expandir pouco, os juros ficarão desnecessariamente altos, aumentando a recessão. Se expandir demais, os juros caem, e a inflação recrudescer (o caso do plano Cruzado).

Dada a história do plano Cruzado, do qual vários integrantes da atual equipe econômica fizeram parte, presume-se que haverá uma preferência em errar para cima na calibragem da taxa de juros. Aliás, se interpretada ao pé da letra, a fixação de uma meta monetária é incompatível com a calibragem dos juros. Os juros serão o que tiverem que ser para que se cumpra a meta monetária. Na prática, contudo, a mesa de open do BC atuará sempre controlando a taxa de juros, variável de mensuração imediata, e não uma meta quantitativa de moeda, variável cuja mensuração é mais complicada e demorada. O que muda com a âncora monetária é que a calibragem dos juros deve ser tal que se obtenha a meta monetária pretendida no decorrer de um dado período. Assim, a âncora monetária consiste da especificação de:

- i) o agregado a ser controlado (o papel moeda, as reservas bancárias, os depósitos à vista, a base monetária, o M1, o M2, o M3, ou o M4);
- ii) a meta em termos **nominais** para tal agregado monetário;
- iii) o período (diário, semanal, mensal, trimestral) e a forma de cálculo (média dos saldos diários, saldo do final de período) para apuração da meta;
- iv) as medidas corretivas (e punitivas) no caso do não cumprimento da meta.

Já me referi às dificuldades envolvidas no item (ii), as quais podem colocar em risco a implementação da âncora monetária. Passo agora a discutir um sério problema envolvido nos itens (i) e (iii).

A ameaça que reside na implementação da meta monetária por períodos (digamos, trimestral) deriva do caráter de quase-moeda que têm atualmente os FAFs e demais fundos. Atualmente, é a política do BC de fixar a taxa **real** de juros, operacionalizada também através da zeragem automática, que é a responsável pela provisão de liquidez a tais fundos. E é precisamente a provisão de liquidez às cotas de tais fundos que permite a economia brasileira funcionar com um grau de monetização mais de dez vezes inferior ao registrado nos EUA.

A queda da inflação que ocorrerá com a reforma monetária aumentará a demanda por M1. De quanto será tal aumento dependerá em grande medida da política monetária do BC. Explico através de meu próprio exemplo: atualmente mantenho meu salário num fundo de commodities do banco mais próximo da PUC-Rio. À medida que emito cheques, o banco retira os fundos necessários do fundo de commodities, transferindo-os para minha conta corrente. Isso só é possível porque o banco sabe que pode obter liquidez barata do BC, vendendo os títulos públicos quando precisar de reservas bancárias sem grande perda de capital. Se tal procedimento de prover liquidez barata aos bancos não for alterado pelo BC, o banco não precisará me impor nenhuma restrição adicional, nem eu precisarei mudar meu cômodo comportamento atual. Assim, após a queda da inflação com a reforma monetária, eu apenas andarei com um pouco mais de dinheiro na carteira (nem tanto, pois moro no Rio de Janeiro!). Se as demais pessoas e as firmas tampouco alterarem seus comportamentos atuais, não haverá um grande aumento na demanda por M1. Isto pode parecer bom, pois manteria a oferta de moeda abaixo da meta estipulada. Na realidade, se a política monetária do BC não se alterar, isso representará a volta líquida e certa da inflação. Vejamos por quê.

A provisão de liquidez pelo BC a ativos que rendem juros conduz inapelavelmente ao rompimento de **qualquer** meta nominal que se imponha a **qualquer** agregado monetário no longo prazo. Na medida em que as taxas de juros de tais ativos contenham a expectativa de inflação (mais o juro real), aumentos na expectativa da inflação serão repassados aos juros pagos pelos títulos. Os juros mais altos, devido à política do BC de conferir liquidez aos títulos, acabarão aumentando a base monetária. Ou seja, a manutenção do mecanismo operacional atual de política monetária do BC, o qual inclui a zeragem automática, pode ser responsável num

primeiro momento (alguns meses) pela observância da meta monetária, mas, no longo prazo, trará de volta a inflação.

Uma outra forma de ver este fenômeno é se pensar no financiamento do déficit público. Como disse anteriormente, presume-se que a meta monetária vai limitar as operações ativas do BC, impedindo-o de financiar o déficit público. Entretanto, ao manter o mecanismo atual de política monetária, o BC gera um mercado privado adicional para a dívida pública, posto que esta pode ser usada como quase-moeda. Assim, o Tesouro, bem como os estados e municípios que emitem dívida mobiliária, ganham um fôlego adicional para financiarem seus déficits via colocação de dívida mobiliária adicional. Ou seja, sem a mudança da regra operacional do BC, a meta monetária pode também não cumprir a função de forçar o ajuste fiscal.

Em suma, o que se quer aqui é chamar a atenção para a necessidade que a regra monetária que venha a ser adotada imponha desde logo custos significativos de iliquidez aos bancos. Ou seja, o que se quer é a eliminação da moeda indexada, da ciranda financeira, ou do substituto doméstico de moeda. O que isso significa em termos precisos é de difícil definição, uma vez que não se sabe a quanto crescerá a demanda por moeda. Por outro lado, tal crescimento da demanda por moeda dependerá do que os bancos acreditarão que o BC fará. Se o meu banco na PUC-Rio achar que não poderá mais ter liquidez barata no BC, ele não me dará mais liquidez diária automática no FAF e nos demais fundos. Assim, terei que deixar mais dinheiro na conta corrente para não passar cheques sem fundos. A demanda por M1 crescerá mais no início do plano, exigindo uma maior expansão da oferta de reservas bancárias, mas poderá não apresentar o movimento de contínuo crescimento que certamente se registraria se mantida o atual procedimento operacional do BC.

Por tudo que se disse, acredito que uma meta monetária não possa ser definida *a priori*, para ser inscrita em lei com o fim de conferir credibilidade ao plano. Talvez a meta tenha que ser definida adaptivamente à medida que a implantação do real progredir, e se souber melhor qual é a demanda por moeda. Mas a credibilidade pode ser conseguida de forma alternativa. Pode ser conseguida, por exemplo, negando liquidez a qualquer banco que não cumprir as normas do BC, como é o caso de algumas instituições estaduais e oficiais. O plano ganhará certamente muita credibilidade junto ao “mercado” se o BC mostrar que de fato exerce sua função de regulador da atividade bancária livre de ingerências políticas, certamente muito fortes neste período eleitoral.