

# A ANCORA MONETARIA DO REAL: PERSPECTIVAS E AMEAÇAS

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

23/6/94

Em recente entrevista, a equipe econômica começou a explicitar as regras de criação e destruição de moeda que vigorarão para o real.<sup>2</sup> Segundo o presidente do BNDES, Pécio Arida, adotar-se-á uma âncora monetária para o Real, uma vez que a âncora cambial só seria efetiva se viesse acompanhada de conversibilidade, e isto o governo descartou, pelo medo que a campanha eleitoral leve a uma fuga de capitais. A âncora monetária a ser adotada basear-se-á em regras de emissão, ao invés de conferir discricionariedade ao Banco Central (BC), visto que “a trajetória do país nos últimos 25 anos não foi condizente com um bom uso do poder discricionário”. Para prover credibilidade aos agentes econômicos, gatos escaldados de planos anteriores, a âncora monetária deverá consistir de um conjunto de regras que limite a emissão monetária pelo BC. Não obstante tais regras não terem ainda sido divulgadas, convém tecer alguns comentários sobre as características exigidas de uma âncora monetária para debelar a inflação, bem como sobre as ameaças que envolvem sua implementação.

## A zeragem automática

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.<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup> 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. 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 no texto supra-citado, 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. No final deste artigo, voltarei a

---

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

<sup>2</sup> *Gazeta Mercantil*, 20/6/94, página 3. Todas as citações de membros da equipe econômica são desse artigo.

<sup>3</sup> Uma descrição pormenorizada dos objetivos da atual política monetária está no texto para discussão do Depto. de Economia da PUC-Rio nº 314, de Dionísio Dias Carneiro, intitulado “Adaptação inflacionária, política monetária e estabilização”.

<sup>4</sup> Vide meu texto “Avoiding some costs of inflation and crawling toward hyperinflation: The case of the Brazilian domestic currency substitute”.

discutir a questão crucial de como uma âncora monetária pode cumprir tal função de devolver ao BC o controle sobre o montante nominal da moeda.

## **Objetivo da âncora monetária: conter a expansão das operações ativas do BC**

A base monetária (o passivo monetário do BC, ou seja, a soma do papel moeda em circulação com as reservas bancárias) é um dos componentes do passivo do BC. Para que ela se expanda, ensina o sistema das partidas dobradas, é necessário que haja uma expansão de igual monta em itens no ativo do BC (ou contração em itens do passivo). 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”. 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 necessidade de atender ao aumento da demanda por moeda**

A demanda **real** por moeda, definida estritamente como M1 (a soma de depósitos em conta corrente nos bancos comerciais com o papel moeda em circulação), é inversamente relacionada com a inflação. Isto porque a inflação corrói o poder de compra da moeda, funcionando como um imposto, o imposto inflacionário. Quanto maior a alíquota deste imposto, ou seja, quanto maior a inflação, mais as pessoas tentam “sonegar” esse imposto iníquo carregando menos dinheiro na carteira e evitando deixar saldos em conta-corrente. 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 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).

## **O estabelecimento de metas monetárias por períodos**

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).

**Ameaça:**

**A manutenção da liquidez dos fundos no curto prazo diminui M1, mas no longo prazo, ao exigir a política monetária passiva, restaura a inflação**

Dado o risco que a âncora monetária acabe provocando altíssimas taxas de juros, questiona-se sua viabilidade política em vista da aversão do presidente Itamar Franco a juros elevados. “Edmar Bacha minimiza o problema. Mesmo mantendo uma meta rígida de expansão num certo período de tempo—um trimestre, por exemplo—, *“existe alguma margem de manobra”*. O que está implícito é que o BC poderia evitar excessos, ainda que mantivesse a expansão monetária dentro do programado num certo prazo.”

A ameaça que reside na implementação da meta monetária trimestral deriva do caráter de quase-moeda que têm atualmente os FAFs e demais fundos. Em meu texto supra-citado desenvolvo o argumento que 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. Ou seja, a provisão de liquidez pelo BC a ativos que rendem juros reduz a demanda real por M1 da economia, atualmente em níveis inferiores a 1,5% do PIB.

Como já se explicou, 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 cómodo 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. Isto é tão certo quanto 2 e 2 são 4.

Uma outra forma de entender 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.

## **A âncora monetária tem que eliminar o substituto doméstico de moeda**

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.<sup>5</sup> 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.

---

<sup>5</sup> Vide texto para discussão do Depto.de Economia da PUC-Rio nº 304, de Dionísio Dias Carneiro e Márcio G. P. Garcia, intitulado “Capital flows and monetary control under a domestic currency substitution regime: The recent Brazilian experience”.