

## ESTABILIZAÇÃO: ALGUMAS CONHECIDAS VERDADES QUE CONVÉM LEMBRAR

5/abril/1995

O escriba que me antecedeu neste fax costumava comparar a estratégia de um plano de estabilização bem sucedido à estratégia do clã Kagemusha, do filme de Kurosawa, o qual se manteve incólume enquanto não desceu à planície para guerrear. O descer à planície, como se sabe, é uma metáfora para a desvalorização cambial.

O gráfico 1 em anexo (retirado de uma palestra recente que Michael Bruno—o economista chefe do Banco Mundial—fez na PUC-Rio) ilustra a estratégia bem sucedida de Israel. O programa de estabilização israelense iniciou-se em julho de 1985, um ano antes do início do gráfico 1. Note que por um período bastante longo (até 1990) a inflação dos preços dos bens *tradeables* é bem menor que a inflação dos bens *non-tradeables*, bem como da inflação dos salários. O que caracteriza o sucesso da estabilização baseada na âncora cambial é justamente o fato da inflação menor dos *tradeables* atrair ao final a inflação inevitavelmente maior nos períodos iniciais dos *non-tradeables*.

Sabe-se bem que tentar estabilizar apenas fixando o câmbio nominal é estratégia fadada ao fracasso. Usando a conhecida imagem de Franco Modigliani (prêmio Nobel de economia e professor do MIT), a observação casual comprova que há uma correlação perfeita entre a velocidade de um carro e a velocidade da antena desse mesmo carro. Entretanto, ninguém deveria sugerir que uma forma de se frear um carro a 100 km/h é segurar com força a antena! Apenas fixar o câmbio nominal é semelhante a tentar frear o carro segurando-se a antena. Não obstante, nunca se viu um carro freado cuja antena continuasse a andar solta pela estrada. Todo programa de estabilização bem sucedido, quer baseado na âncora cambial ou não, tem a moeda e a desvalorização cambial crescendo a taxas bastante reduzidas.

A âncora cambial, para poder ser eficaz, pressupõe que não haja pressões oriundas do déficit público. Sem a resolução do problema fiscal, não há âncora nominal— cambial ou monetária—que logre êxito em conter a inflação. Tudo isso é bem conhecido. A ordem das diversas etapas do plano Real mostra exatamente isso. Primeiro tinha-se que resolver o déficit fiscal (obteve-se apenas o Fundo Social de Emergência); só depois se pode desindexar (com a URV e a reforma monetária) e lançar a âncora nominal (no discurso com a moeda; de fato, com o câmbio).

O economista André Lara Rezende ressaltou recentemente com muita propriedade que não há plano de estabilização baseado em âncora fiscal. A eliminação do déficit fiscal é condição *sine qua non* para a estabilização. Dada a condição, então há que se optar por uma âncora nominal, que pode ser cambial ou monetária. Sem o ajuste das contas públicas (a eliminação do déficit público nos anos vindouros) qualquer plano de estabilização inevitavelmente fracassará.

Infelizmente, muito pouco se logrou obter no front fiscal. O ministro do planejamento e orçamento anuncia com frequência novos cortes no orçamento, o que leva a supor que o orçamento esteja preocupantemente deficitário e que os cortes não estejam “pegando”. A reforma tributária sequer chegou ao congresso. Por fim, a dureza dos tempos iniciais do Real parece estar sendo “flexibilizada”, com avais da União sendo dados e com a postergação já suspeita da intervenção nos maiores bancos estaduais. Ou seja, caso não haja sinais significativos de uma mudança de postura no front fiscal, o melhor plano de estabilização já concebido entrará para a história como mais um fracasso. Mas, tomando a perspectiva otimista que o lado fiscal apresentará melhoras, vale uma análise mais detida da âncora nominal.

Faz hoje um mês que o Banco Central iniciou sua manobra visando expandir os limites da banda cambial, e que redundou na desvalorização mais cara de nossa história recente em termos de reservas internacionais e de credibilidade da equipe econômica. Muito embora as autoridades econômicas tentem ainda deter a desvalorização cambial, como demonstrou o episódio da elevação das alíquotas de importação, o fato é que hoje a credibilidade da manutenção do câmbio nominal é bem reduzida. Ou seja, a âncora cambial flutuou, necessitando ser substituída por outra, a âncora monetária.

Como se sabe, a fixação do câmbio nominal constitui-se numa via indireta de eliminação da passividade monetária, pois é impossível garantir uma taxa de câmbio no longo prazo se a moeda doméstica cresce a taxas sistematicamente superiores às taxas de crescimento da moeda estrangeira (a moeda âncora). Ou seja, a manutenção da âncora cambial garante, no longo prazo, o fim da passividade monetária, ao ancorar as taxas de crescimento da moeda doméstica nas taxas de crescimento da moeda âncora.

Com a flutuação da âncora cambial, passa a caber um papel muito mais importante ao controle monetário. Neste sentido, tem sido veiculado recentemente o comentário segundo o qual o controle monetário estaria sendo bem sucedido frente às duas quedas sucessivas nos números da base monetária e do M1 em janeiro e fevereiro.

Os gráficos 2 e 3 ilustram tal fato. No gráfico 2 está representada a evolução dos meios de pagamento (M1) desde junho/94. M1 está decomposto em seus dois componentes: o papel moeda em poder do público e os depósitos à vista. Em relação ao último mês anterior ao real, M1 mais que triplicou, atingindo cerca de R\$ 19 bilhões em fevereiro (média mensal). A participação dos componentes no M1 pouco se alterou, com ligeira elevação do peso do papel moeda, que passou de uma participação de 35,9% em junho/94 para 37,3% em fevereiro/95. Ou seja, o fenômeno de remonetização foi relativamente homogêneo quanto aos componentes dos meios de pagamento.

O gráfico 3 mostra a evolução da base monetária. (As primeiras MPs do Real previam tetos para a base monetária, depois substituídos por tetos sobre a base monetária ampliada.) A base apresentou um crescimento mais intenso do que o M1, crescendo 346% de junho a fevereiro, contra 216% do M1. O

principal responsável por isso foram os elevadíssimos compulsórios impostos sobre os depósitos à vista (atualmente em 90% na margem); as reservas bancárias que refletem os recolhimentos compulsórios cresceram 612%. Tal crescimento refletiu-se na participação relativa das reservas bancárias na base monetária, que subiu de 29,1% em junho/94 para 46,4% em fevereiro/95.

Tanto no gráfico 2 quanto no gráfico 3 pode-se verificar o movimento declinante de todas as variáveis desde o pico em dezembro/94. Pode-se de fato daí concluir que o controle monetário esteja sendo efetivo?

A meu ver, não. Primeiramente, porque a demanda por moeda apresenta forte aumento sazonal em dezembro, declinando em janeiro. Mesmo nos anos de megainflação, a demanda por moeda costumava declinar em termos nominais (isto é, em termos reais declinava muito mais). A continuação do declínio em fevereiro é ainda uma indicação muito precária para dar tranquilidade no lado monetário.

Uma razão para se desconfiar de análises baseadas no M1 está na instabilidade de sua demanda, que foi objeto do fax de dois meses atrás. Naquele fax, chamei a atenção para o fato que as mudanças tributárias (fim do IPMF e redução a zero do IOF) aliadas às alíquotas de compulsório elevadíssimas sobre depósitos à vista deveriam estar causando uma migração dos depósitos à vista para os FAFs e FRF-CPs. Assim—mesmo que se admita que normalmente é o M1 o agregado relevante para

fins de controle monetário—seria necessário, frente a tais mudanças, computar também os fundos de muito curto-prazo.

A tabela 1 mostra a evolução dos saldos do M1 e dos FAFs e FRF-CPs. Infelizmente, tais dados são de fim de período, o que os sujeita a fortes variações dependendo qual o dia da semana cai último dia do mês. Em particular, devido ao último dia de fevereiro ter sido a sexta-feira imediatamente anterior ao carnaval, os dados de fevereiro devem estar superestimando a demanda por papel moeda. Entretanto, o mesmo fenômeno ocorreu em dezembro, devido às festas de final de ano. Assim, a distorção não deve ser tão grande.

**TABELA 1**

**Haveres Financeiros de Muito Curto-Prazo**

R\$ milhões

| Final de período | M1    | FAF. e FRF-Curto Prazo 2/ | M1 + FAF + FRF-Curto Prazo |
|------------------|-------|---------------------------|----------------------------|
| <b>Jan-94</b>    | 6086  | 7483                      | 13569                      |
| <b>Feb-94</b>    | 6704  | 7795                      | 14499                      |
| <b>Mar-94</b>    | 5802  | 7565                      | 13367                      |
| <b>Apr-94</b>    | 5935  | 7462                      | 13397                      |
| <b>May-94</b>    | 6426  | 7076                      | 13502                      |
| <b>Jun-94</b>    | 7466  | 7934                      | 15400                      |
| <b>Jul-94</b>    | 10687 | 8026                      | 18713                      |
| <b>Aug-94</b>    | 12902 | 8469                      | 21371                      |
| <b>Sep-94</b>    | 15844 | 8870                      | 24714                      |
| <b>Oct-94</b>    | 16958 | 9138                      | 26096                      |
| <b>Nov-94</b>    | 18128 | 9116                      | 27244                      |
| <b>Dec-94</b>    | 23081 | 9446                      | 32527                      |
| <b>Jan-95</b>    | 18608 | 12555                     | 31163                      |
| <b>Feb-95</b>    | 20100 | 13304                     | 33404                      |

Dados provisórios

1/ Valores anteriores a Jul/94 convertidos pela URV de final de período.

2/ Exclui depósitos à vista

Fonte: *Nota para a Imprensa*, Banco Central do Brasil.

Pelos dados da tabela 1, pode-se concluir que não houve qualquer decréscimo na demanda pelos ativos monetários mais líquidos (a soma dos saldos do M1 e dos FAFs e FRF-CPs). Ao contrário, houve um crescimento de 2,7% em relação a dezembro, mês que representa sempre um pico sazonal da demanda por moeda. Assim, não há razão para se estabelecer que o controle monetário está funcionando de forma

a impedir o recrudescimento inflacionário. É necessário pelo menos observar os dados de março e abril para se inferir se de fato a âncora cambial foi substituída com sucesso pela âncora monetária.

Atenciosamente,

Márcio G. P. Garcia

Ph.D. pela Universidade de Stanford (1991) e professor do departamento de economia da PUC-Rio