

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PUC-RIO

TEXTO PARA DISCUSSÃO

N.º 314

ADAPTAÇÃO INFLACIONÁRIA, POLÍTICA MONETÁRIA E ESTABILIZAÇÃO

DIONÍSIO DIAS CARNEIRO*

MARÇO 1994

* O autor agradece a assistência de Patricia Pierotti, os comentários de Michal Gartenkraut e ainda a Luiz Fernando Cerqueira pelos gráficos.

ADAPTAÇÃO INFLACIONÁRIA, POLÍTICA MONETÁRIA E ESTABILIZAÇÃO.

Dionísio Dias Carneiro,
PUC-Rio, Departamento de Economia,
Setembro de 1993

"In some trivial sense, of course, pandas are *adapted* - they are getting by. But this sense of adaptation has no meaning -- for all animals must do well enough to hang in there, or else they are no longer with us. Simple existence as testimony to this empty use of adaptation is a tautology. Meaningful adaptation must be defined as actively evolved design for local circumstances, not merely muddling through with inherited features poorly suited to current needs."

Stephen Jay Gould, *An Urchin in the Storm*, p.23

1. Introdução

Um desenho adequado para a política monetária é imprescindível para o bom êxito de um programa de controle da inflação brasileira. Qualquer concepção acerca do que seja a política monetária adequada, entretanto, parte inevitavelmente de alguns pressupostos que comandam menor unanimidade: acerca do papel da política monetária em abstrato (em condições sem atrito e nas quais peculiaridades institucionais sejam irrelevantes), acerca do mecanismo de determinação da oferta de moeda, na economia, acerca da estrutura financeira e seu papel na determinação da renda nominal, e finalmente o grau de abertura da economia e suas implicações sobre as relações entre taxas de juros e regime cambial.¹

Apesar da importância dessas diferenças conceituais e empíricas em geral, em quadro tão obviamente patológico quanto o da situação brasileira de hoje, empalidecem as divergências técnicas em presença da convergência profissional diante da necessidade óbvia de por um fim ao regime de inflação elevada e desorganizadora da atividade econômica que tem prevalecido no Brasil a partir dos anos oitenta.

¹ Veja-se por exemplo, o survey de Papademos e Modigliani [1990] onde são examinadas as implicações lógicas das diferentes visões.

O fato concreto é que o longo processo de acomodação da economia brasileira a taxas elevadas da inflação implicou numa adaptação das instituições emissoras de moeda e de ativos financeiros substitutos (Banco Central e Instituições Financeiras Oficiais e Privadas), como provedores de proteção e garantia de liquidez aos detentores de ativos financeiros (famílias, firmas e entidades de governo) utilizados como reservas temporárias de poder de compra. Esta adaptação não tem fim, apesar de seu movimento poder ser acelerado ou retardado pela condução da política econômica de curto prazo e envolver um longo processo de aprendizado dos agentes que converge assintoticamente para a destruição das funções da moeda e para a hiperinflação.

As várias concepções quanto ao que fazer podem divergir em duas linhas importantes: quanto ao ponto de partida, isto é, com respeito ao diagnóstico da situação atual, e quanto ao ponto de implementação, ou seja, quanto ao avanço que terá sido obtido em outras frentes, no momento em que uma política monetária voltada para o combate à inflação for efetivamente implementada.

Este trabalho resume algumas idéias tanto de diagnóstico quanto de pontos de implementação, para fins de discussão acerca de aspectos julgados essenciais para o caso brasileiro visto do ponto de vista de setembro de 1993. Inevitavelmente, reflete o diagnóstico do autor não só acerca do ponto de partida, como das restrições que condicionarão a atuação da política monetária nos próximos meses. O artigo está dividido em quatro seções além desta introdução. Na seção 2 é feita uma breve caracterização do regime de política monetária desde o plano Collor II. Na seção 3 é apresentado um diagnóstico das dificuldades enfrentadas pelo BACEN na condução da política monetária, que pode ser resumido como um excesso de objetivos em presença de uma escassez de instrumentos, além de formas inadequadas para a solução de conflitos entre objetivos por vezes contraditórios. Na seção 4 são discutidas algumas opções de política monetária no contexto de uma política mais audaciosa de estabilização e na seção 5 são resumidas as conclusões.

2. O regime de política monetária a partir do plano Collor II.

Com uma das mais persistentes e elevadas taxas de inflação do mundo, não é de estranhar-se que a economia brasileira seja uma das mais desmonetizadas. O agregado mais restrito de meios de pagamentos (M1), representa apenas cerca de 1,5% do PIB, e a base monetária é cerca da metade deste número. A evolução temporal destes agregados mostra um declínio ao longo dos últimos vinte anos, sendo este declínio mais acentuado a partir da segunda metade dos anos oitenta. Comparado com um agregado mais amplo como o M4, os meios de pagamentos correspondiam a cerca de um terço do M4 ao início da década de oitenta e são menos de nove por cento ao final de 1992, tendo a base monetária caído na mesma proporção.

Este baixo grau de monetização no contexto de uma economia na qual a atividade financeira é tão conspícua, resulta de um portentoso sistema de inovações financeiras que permite aos indivíduos e firmas trabalharem com um mínimo de encaixes de transação. Ao longo de sua experiência inflacionária, não só aprenderam os brasileiros que economizar encaixes é uma atividade altamente remuneradora, como estão dispostos a pagar uma alta parcela do valor adicionado gerado na economia, para atividades de intermediação financeira que resultam essencialmente de gestão de caixa.

É ilusório, entretanto, pensar-se que porque foram geradas e motivadas pela alta inflação, estas atividades vão simplesmente desaparecer com a redução da inflação. Provavelmente nossa demanda por moeda jamais será tão elevada quanto a de países que nunca tiveram necessidade de tanta ginástica para economizar encaixes. Em outras palavras, algumas destas práticas serão inovações financeiras permanentes, daí a dificuldade de estimar-se qual a demanda por moeda pós estabilização. Daí também a dificuldade de tentar separar dos agregados monetários mais gerais, como o M4, qual a parcela correspondente a "moeda de transação" e a correspondente às reservas de prazo mais longo.

O funcionamento do sistema tem duas características essenciais.

A primeira advém da observação de que os agentes econômicos brasileiros (que têm necessidades de transações parecidas com os de países com estrutura

financeira similar), para reter um estoque tão pequeno de meios de pagamentos em seus *portfolios*, precisam de maiores **facilidades de conversão**.² Ou seja, uma parcela substancial do M4 goza da propriedade de alta liquidez, sendo facilmente conversível em meios de pagamentos.

Ora, **substitutos próximos dos meios de pagamentos** só o são porque os **bancos** assim os consideram (convertem facilmente quotas de FAF e depósitos remunerados em depósitos à vista ou dinheiro sonante). Por sua vez, os bancos só podem assim proceder se o **BACEN** estiver disposto a fornecer reservas bancárias a baixo custo de conversão em troca dos ativos financeiros que servem de lastro aos FAF's ou aos depósitos remunerados. A chamada "zeragem automática" diária das posições credoras ou devedoras dos bancos é o mecanismo pelo qual o Banco Central aceita transformar títulos de sua emissão (ou em alguns casos do Tesouro Nacional) em reservas bancárias, automaticamente concedendo empréstimos por um dia (recompras) lastreados em tais ativos, permitindo assim ao banco cancelar sua posição devedora de reservas. De forma análoga, o BACEN absorve os excessos de reservas livres no sistema bancário, vendendo por um dia, títulos de sua emissão (ou da emissão do Tesouro, em sua carteira), garantindo desta forma um patamar mínimo para as taxas de juros primárias da economia.

O resultado deste processo é que as variações diárias da base monetária são um dado para o Banco Central, e não uma variável de controle da política monetária.

Em princípio, não há nada que obrigue o BACEN a proceder passivamente a zeragem automática como parte deste sistema de provisão de substitutos domésticos de moeda nacional. Parece tratar-se apenas de mais um exemplo clássico de escolha de instrumentos. Se o BACEN fixar suas metas quantitativas, ainda que diárias, e ignorar as necessidades de liquidez ou de títulos dos bancos, haverá mais transações de reservas entre os bancos e provavelmente maior variabilidade das taxas de juros diárias, fazendo com que os bancos incorporem custos maiores de iliquidez nos seus cálculos e assim aumente a demanda por base monetária. Há assim, no mecanismo que torna endógena a expansão ou contração da base em um dia, dois aspectos envolvidos. Um deles, a questão dos instrumentos, será brevemente tratada na seção seguinte. O segundo aspecto, tem a ver com as magnitudes envolvidas. Como o estoque de base é muito pequeno, da ordem de 0,6 bilhões de dólares, os movimentos de fluxos tais como recolhimentos de impostos à conta do Tesouro, compra de divisas pelas autoridades monetárias, liquidação de leilões de títulos ou simples provisão de

² O mecanismo está descrito em maior detalhe em Carneiro e Garcia [1993].

numerário em véspera de feriados podem ser muito grandes relativamente ao estoque de reservas bancárias.³ Isso só faz reforçar a preferência do Banco Central por tentar estabilizar os juros nominais diários tentando evitar as grandes oscilações de taxas que poderiam ter de ocorrer, e que, presumivelmente são consideradas desestabilizadoras.

Dado que a maioria dos bancos centrais têm como instrumento a taxa de juros também não parece este fato suficiente para explicar a magnitude da acomodação monetária que torna virtualmente indeterminada a taxa de inflação no Brasil.⁴ Uma parte deste fenômeno se deve, ainda à pré-determinação das necessidades de reservas bancárias em decorrência da defasagem na definição das reservas compulsórias.

Com inflação elevada, entretanto, a tentativa de fixar taxas de juros reais positivas leva a uma necessidade de monitoramento mais preciso da taxa de inflação corrente do que é possível, principalmente depois que o regime do Plano Collor II, ao proibir a indexação de curtíssimo prazo, introduziu uma certa flexibilidade na inflação mês a mês. Reduzida a inércia inflacionária, o regime de indexação mais importante para a política monetária (isto é a dos títulos de prazo mais curto) passou a ser *forward looking*, sendo os leilões semanais de BBC e os diversos mercados futuros (operações a termo com títulos, mercado futuro de DI - depósitos interfinanceiros - e mercado futuro de câmbio) os principais veículos para a disseminação das expectativas de inflação. A informação contida nestes mercados, que são fortemente arbitrados, e portanto sinalizam o "consenso" de expectativas para as taxas de juros correntes, é o *benchmark* em relação ao qual as taxas aceitas nos leilões semanais de títulos (ou em qualquer ação do Banco Central) serão comparadas.

O Banco Central altera assim o custo básico das reservas e ao mesmo tempo condiciona (confirma ou não) as expectativas dos agentes nos diversos mercados onde as taxas de juros são transacionadas. Em períodos de alta volatilidade das expectativas torna-se muito importante a sinalização do Banco Central, que, em determinadas circunstâncias, caso tenha temor de exacerbar expectativas altistas de inflação, termina por aumentar ainda mais a volatilidade das taxas, obrigando-se a intervenções frequentes.

É claro que este regime é bem diferente do regime dos títulos pós-fixados prevalecente **antes** do Plano Collor II, e dificilmente pode ser considerado um regime

³ Em Carneiro e Garcia [1993] é observado que em várias datas passadas os fluxos de um dia podiam significar variação potencial de mais de 100% da base monetária.

⁴ Ver Batten e outros [1990] e Pinheiro Chagas [1991]. Fischer [1986] revê a questão de fixação de juros versus metas quantitativas.

de política monetária potente para controlar a inflação. No máximo, pode impedir, através de aumentos **temporários** de juros, movimentos especulativos contra o cruzeiro, e por esta via conter uma onda que poderia detonar uma hiperinflação aberta. É claro, também, que faz diferença se há perspectiva de crise cambial, ou de tranquilidade quanto à posição de reservas das autoridades monetárias.⁵ Ou ainda se o Tesouro pressiona o Banco Central para financiamento ou não (para si próprio -- o que não tem acontecido nos últimos dois anos -- ou para cobrir uma deficiência de recursos de instituição financeira federal ou estadual).

Finalmente, pode ser observado que há escopo para melhoria, mesmo sem que o governo tenha condições de definir um programa mais ambicioso de combate à inflação. Por exemplo, não há razão para que o BACEN não faça uso do redesconto, abandonando a absorção automática do excesso de liquidez, aceitando maior variação dos juros desde que abandone alguns objetivos, como ficará claro na seção seguinte.

3. Objetivos e Instrumentos

Um dos aspectos mencionados na seção anterior foram as dificuldades enfrentadas pelo BACEN na manutenção do precário controle do processo inflacionário brasileiro. A questão recentemente discutida acerca das propostas de independência do Banco Central envolve naturalmente o excesso de atribuições que deram origem a formas inadequadas de solução de conflitos, criando obstáculos mesmo à defesa da independência.⁶ Ao longo dos últimos anos, ainda quando nos restringimos a funções puramente relacionadas com o uso de instrumentos de política monetária, foi desenvolvido um excesso de objetivos em presença de uma excessiva modéstia de instrumentos. Recentemente, por ocasião da separação de contas entre Tesouro e Banco Central, foram abertas oportunidades para uma simplificação de objetivos na condução da política monetária brasileira. A questão da política monetária mais adequada não pode porém ignorar a multiplicidade de objetivos que condiciona a própria condução da política no dia-a-dia.

Para facilitar a discussão podemos listar brevemente alguns objetivos detectados em decisões do dia-a-dia que afetam a política monetária:

⁵ Se é remota a crise cambial, o BACEN pode utilizar a valorização do câmbio e por esta via gerar pressões deflacionárias. Se a confiança é precária, porém, tais valorizações serão percebidas como insustentáveis e gera-se a aposta contra o programa.

⁶ Veja-se Rigolon [1993].

- 1) Manutenção de uma taxa de juros real positiva, pela fixação de uma taxa de juros nominal maior do que a inflação esperada. Em alguns casos, quando há grande variância em torno da taxa esperada, pretende-se fixar a taxa nominal maior do que a maior das taxas esperadas.
- 2) Fixar a TR em nível não inferior à inflação corrente e controlar as manipulações da TR em decorrência da elevada concentração bancária.
- 3) Manutenção de uma variação cambial não inferior à inflação corrente.
- 4) Minimizar o custo da dívida pública.
- 5) Controlar a expansão da base monetária.
- 6) Controlar os ganhos dos intermediários da dívida pública.
- 7) Manter nível de reservas compatível com um regime de incerteza elevada.
- 8) Remunerar a conta única do Tesouro.
- 9) Manter os intermediários da dívida interessados em participar dos leilões.
- 10) Conter a substituição da moeda nacional por moeda estrangeira - evitar a dolarização como base do sistema de indexação financeira.
- 11) Conter o ágio do dólar no mercado paralelo.
- 12) Manter o sistema bancário protegido minimamente de grandes oscilações de juros no mercado de reservas.

Em um tal quadro, a sugestão de política envolve em qualquer caso (com ou sem programa de estabilização) uma simplificação drástica de objetivos. Note-se que os objetivos (4), (6), (8) e (12) estão relacionados com o sistema de zeragem automática e em particular, no caso de (4), (6) e (8) , com sua sustentação política.

Neste regime descrito, a taxa esperada de inflação e sua variabilidade são as principais variáveis que condicionam a ação do Banco Central. Portanto, são as variáveis chave para determinar a demanda por títulos públicos a curto prazo.

Uma questão particularmente difícil no regime descrito, é a que denominamos na seção anterior de dupla sinalização. Em resposta a uma elevação da inflação esperada a curto prazo, ou em resposta a um maior risco, o Banco Central, tende a elevar a taxa nominal de juros no mercado SELIC.⁷ Faz isto de duas formas: nas intervenções diárias (ou *go-arounds*) ou nos leilões semanais de títulos.

A evidência empírica acerca da formação de expectativas nos mercados futuros e na fixação da "correção oficial" no tempo da BTN fiscal aponta para uma relutância do BACEN em aceitar a taxa esperada mais alta.⁸ A evidência de mais longo prazo mostra que em termos trimestrais a taxa over tendeu a ser ligeiramente negativa até a primeira metade dos anos oitenta, e sempre fortemente negativa em momentos de elevação na taxa de inflação (tais como 1974.1, 1979.3, 1986).⁹ Não há sinais de que o BACEN, depois do final da indexação diária oficial tenha mudado de comportamento.

Neste quadro, toda vez que o BACEN eleva a taxa nominal de juros para sinalizar uma política monetária mais apertada, teme-se que esteja simplesmente sancionando "boatos" especulativos de inflação mais elevada.

Com a moeda endógena e a taxa de inflação indeterminada tal como descrito na seção anterior, a questão do duplo sinal ilustra por outro lado de que forma sanções automáticas de maior inflação esperada podem simplesmente gerar bolhas inflacionárias induzidas pelo próprio Banco Central.

O argumento pode ser sumariado fazendo-se uso de um argumento conhecido de extração de sinal. Se o Banco Central julga que corre o risco de aumentar a **variância** da taxa de inflação esperada pelos diversos agentes (que é o **ruído** que

⁷ Tanto sob condições de incerteza moderada como em regime de incerteza sistêmica, quando são importantes as desconfianças de que o governo pode vir a quebrar contratos, como na iminência de um "plano" de desindexação.

⁸ Veja-se Garcia [1992]

⁹ Veja gráficos 1 e 2 em anexo. No gráfico 1 é apresentada uma série longa (1966/1990) para a taxa básica de juros praticada pelo Banco Central (taxa de financiamento por um dia de reservas bancárias), em médias trimestrais, deflacionadas pelo IGP-DI. No gráfico 2 são apresentadas as primeiras diferenças da mesma taxa de juros e para uma taxa média de captação bancária (CDB). Os períodos de instabilização das taxas reais são visivelmente, antes do plano Cruzado, períodos de medidas artificiais de controle da aceleração inflacionária.

perturba a percepção da taxa real de juros dada uma taxa nominal de juros), quando altera a taxa a **nominal**, que é evidentemente a única sob seu controle, então pode-se entender o procedimento acima descrito, pois quanto maior a variância do ruído, menor a percepção, por parte do mercado, do sinal que o Banco Central deseja transmitir ao sistema econômico.

O uso de instrumentos clássicos para sinalizar política mais apertada, como a taxa de redesconto poderia simplificar a ação do Banco Central e contornar este problema ainda que a um custo de aumentar a volatilidade diária da taxa de juros e que se estivesse disposto a aumentar a volatilidade da taxa de câmbio. O uso do instrumento do redesconto, entretanto, envolve a sua "descriminalização" para que o BACEN possa utilizar mais livremente este instrumento. A utilização de outros instrumentos clássicos, como variações do compulsório e em alguns casos até a imposição de limites à expansão das operações ativas dos bancos, requer uma reformulação consciente e integrada dos mecanismos de ação do Banco Central sobre o sistema financeiro. Um reaparelhamento e uma mudança de filosofia nos mecanismos de fiscalização bancária e a eliminação da defasagem para o cálculo do compulsório são exemplos dessa reformulação que poderia permitir uma ação mais tradicional da política monetária independentemente de mudanças drásticas no processo inflacionário, mas que certamente se farão necessárias quando da mudança de regime inflacionário que venha a ser viabilizada por um regime fiscal mais favorável à estabilização.

4. As opções de política monetária e o contexto da estabilização

A latitude possível para um programa de estabilização para a economia brasileira hoje não pode ignorar a experiência dos últimos meses, marcada por um desempenho desastroso da política econômica. É baixa a confiança no governo, e em particular na capacidade do presidente de manter um mínimo de coerência em um curso de ação. O resultado é que a política monetária em um contexto de um programa deve ser tanto quanto possível infensa às mudanças de humor do governo.

Desconfiança com relação à capacidade do governo manter-se em uma direção bem definida implica a adoção de alguma camisa de força: o governo tem de abrir mão de algum poder discricionário para mudar o rumo. A conversibilidade foi a saída argentina. Será potente para o Brasil ?

Alguma forma de "dolarização" da oferta monetária como base para a política de estabilização para o Brasil, vem sendo defendida por alguns economistas de prestígio já há algum tempo: inicia-se por uma indexação (permitida) em dólar, passa pela emissão de um título pelo Banco Central, garantido por parte das reservas cambiais e desemboca em uma vinculação das emissões ao aumento de reservas.¹⁰ Um período de limbo com o uso de duas moedas (uma com, outra sem lastro cambial) pode tornar-se necessário, não ficando muito claras as idéias quanto ao papel de cada uma nas transações. Supõe-se que a intenção seja preservar a poupança financeira do desgaste da moeda ruim, dolarizando somente na medida em que permitirem as reservas internacionais.

O uso da "âncora cambial", já utilizada em várias experiências bem sucedidas - Israel, México e Bolívia -- em alguns fracassos notórios como no Peru, e em programas anteriores na própria Argentina (na política de Martinez de Hoz), recuperou algo de seu prestígio com a queda da inflação na Argentina a partir da lei de conversibilidade, de abril de 1991.

A idéia de âncora cambial, entretanto, não se prende apenas à idéia de criar restrições adicionais à emissão de moeda. Mas tem sido incluída como ingrediente "heterodoxo" em situações nas quais tenta-se fazer com que o sistema de correções nominais com alto grau de viscosidade (inércia) é levado a "esquecer" sua memória inflacionária em uma situação na qual a lenta recuperação da credibilidade do governo dificulta outras formas de desindexação, como congelamentos de preços, proibições legais de indexar, etc.¹¹ Trata-se, na prática, de uma forma de atrelar a queda dos preços a um preço (o do dólar) que não se acelere, e de preferência que se possa manter estável. Mas para que este preço possa ser mantido estável, a oferta de divisas tem de ser resistente a alguma corrosão em termos reais do câmbio, enquanto duram as incertezas da estabilização. Isso significa, em termos simples, que o valor da taxa de câmbio possa permanecer parado, apesar de uma elevação inevitável nos preços e custos domésticos, mesmo depois de decretado um congelamento do câmbio. Com o câmbio fixo, espera-se importar a estabilidade convergindo a inflação doméstica para a inflação internacional, da mesma forma que se "importava a inflação" no tempo dos choques do petróleo.

Dependendo da extensão da dolarização das transações financeiras e não financeiras existente antes do programa, pode-se pretender outras coisas, além de uma

¹⁰ Veja-se Resende (1992).

¹¹ A discussão geral do uso da taxa de câmbio em política de estabilização está em Dornbusch [1986]. Uma discussão do papel das âncoras nominais está em Bruno [1990].

simples "âncora" para os movimentos de preços. No caso argentino, ocorreu a vinculação legal das emissões à acumulação de reservas e à proibição de se financiar o Tesouro, portanto a dolarização foi uma forma de impor a austeridade monetária e fiscal. No caso mexicano, a fixação da paridade cambial permitiu pela via do "pacto de solidariedade", em uma economia com longa tradição de taxa de câmbio fixa, que se mantivessem também fixos os salários nominais e diversos preços da cesta básica. Em países com forte conteúdo importado na cesta de consumo, como é o caso de Israel, a fixação do câmbio tem impacto imediato nos índices de preços ao consumidor, fazendo aparecer logo os resultados de curto prazo sobre a inflação. No caso brasileiro, parece haver um longo caminho a percorrer antes que condições semelhantes prevaleçam.

Há algumas dificuldades na sustentabilidade de um programa de dolarização que não devem ser ignoradas.

A oferta líquida de divisas, como se sabe, depende do excesso de vendas de cambiais dos exportadores de bens e serviços sobre as compras dos importadores, subtraído essencialmente (ie abstraindo os demais serviços) o pagamento de juros da dívida externa, e somado o excesso de entrada sobre a saída dos capitais. Esta oferta, entretanto, costuma ser sensível aos movimentos tanto visíveis quanto os esperados da taxa de câmbio real, e mais recentemente com a maior abertura financeira, do diferencial entre os juros externos e internos.

Para se ter uma idéia das magnitudes envolvidas, no caso mexicano, e apesar do congelamento da taxa só ter vigorado durante o primeiro ano, ocorreu uma queda real da taxa de câmbio de 45% , até 1992. Na Argentina, entre fevereiro de 1991 e meados de 1992 ocorreu uma perda real de 30%. Durante a transição para um regime de preços estáveis ou de inflação moderada, portanto, o congelamento do câmbio desestimula progressivamente as entradas líquidas de divisas do lado do balanço de transações correntes e torna a disponibilidade de divisas mais dependente do chamado balanço de capitais. A deterioração da balança comercial é inevitável: na Argentina, por exemplo, chegou a haver um déficit na balança comercial em novembro de 1991 pela primeira vez desde 1987. No México, entre janeiro e setembro de 1988, quando foi aplicado o programa, passou-se de um saldo comercial de US\$ 568 milhões para um déficit de mais de US\$ 200 milhões.

Há três elementos que podem atuar compensando os efeitos da valorização cambial, mas apenas um deles costuma aparecer nas formulações mais otimistas. Os dois menos populares são a elevação da taxa de juros e um super-ajuste cambial pré-

programa. O mais charmoso é, obviamente, a recuperação da confiança, que poderia elevar as entradas de capitais.

Uma parte da entrada de capitais para financiar a deterioração da balança comercial vem, espera-se, do retorno de capitais de brasileiros que passariam a confiar mais no programa baseado na estabilização ancorada no dólar do que no programa atual. Até agora, estes capitais têm retornado porque a taxa de juros interna está elevada e mais do que compensa a desvalorização do cruzeiro mais a taxa de juros externa. Além disso, com a liberalização de recursos para aplicação em ações, dados os preços deprimidos nas bolsas e o marasmo criado pela recessão nos EUA, apareceram fortes atrativos para a entrada de recursos.

Como não se pode garantir que a oferta voluntária de divisas, baseada na confiança dos agentes privados seja suficiente para dar sustentação ao programa, pode-se recorrer a empréstimos de instituições multilaterais (FMI, BIRD, BID) ou, alternativamente, um forte apoio dos bancos centrais amigos. Para um país pequeno isso não é tão complicado, uma vez que os economistas de Washington endossem o programa. Garantida a oferta de divisas, mantém-se a confiança interna na moeda enquanto valer o endosso de Washington para o programa. Para o Brasil, dois fatores conspiram contra a viabilidade da âncora cambial sustentada apenas na confiança.

O primeiro fator é a desconfiança por parte dos agentes internos, na sustentabilidade da posição de divisas do país. É verdade que resolvida a contento a renegociação da dívida externa, aumentará em muito a confiança na posição externa brasileira, pois um país com pagamentos em atraso vive sob ameaça permanente de uma crise cambial latente. Há, portanto, dificuldades em ancorar a estabilização no preço de um bem percebido como potencialmente em falta, e que é tido como ativo-refúgio para as incertezas domésticas.

O segundo fator é a confiança externa, em particular a dos economistas de Washington, na sustentabilidade política do esforço de estabilização. Dado que ninguém em sã consciência propõe a dolarização em substituição ao esforço fiscal, mas apenas como forma de coordenar uma desinflação mais rápida, dificilmente a dolarização poderia hoje ocorrer sem que houvesse uma demonstração inequívoca de apoio externo à posição de reservas do governo brasileiro. No caso argentino, o governo ancorou também na acumulação de reservas sua capacidade de gastar acima do que arrecada com impostos, pois a lei de conversibilidade impediu que o governo emitisse a não ser para comprar reservas. Na prática, Washington pode financiar os

excessos de gastos do governo argentino, o que reforça a idéia de que não havendo ajuste fiscal, haverá estrangulamento do estado por falta de numerário. Poderíamos contar com algo assim?

Sem reservas suficientes ou apoio externo equivalente, uma dolarização teria de partir de uma sobrevalorização prévia, como no México, cujo efeito desorganizador é mais do que proporcional à sua magnitude, e em uma política monetária muito mais restritiva do que já experimentamos até agora. A simples menção deste fato, mostra o caráter precário de que se reveste a estabilização baseada no câmbio, sem suficiente apoio externo. Mais uma vez, voltaríamos à situação em que a conjuntura econômica depende de um quadro no qual os resultados a curto prazo são essenciais para a sobrevivência de uma política coerente, como já foi vivido no Cruzado e no Plano Collor, para citar apenas as duas experiências mais elaboradas.

Nas condições atuais, esta situação não pode ser melhorada pela dolarização: seriam transferidos para o mercado de câmbio as incertezas hoje inerentes às dúvidas quanto à política de estabilização. São essas incertezas que implicam horizontes mais curtos para a decisão, sensibilidade excessiva das carteiras de ativos às oscilações imediatas dos juros e aos boatos e, evidentemente, maior demanda por ativos denominados em dólar.

Voltando aos elementos menos populares na venda do programa, mas que podem ser essenciais para o sucesso do mesmo, vale lembrar que o aperto monetário que deve acompanhar um programa de dolarização com baixa credibilidade pode ser muito maior do que qualquer experiência brasileira. No caso do México, apesar das medidas de coordenação permitidas pelo pacto de solidariedade, as taxas de juros anuais no primeiro trimestre do programa subiram muito rapidamente, e nos primeiros doze meses, a perda de reservas internacionais forçou uma contração nominal de 12% da base monetária.

As razões apresentadas para a falta de confiança reforçam a idéia de que algum tipo de **convertibilidade** será necessária: de um lado a liberalização do câmbio é tentadora, pois a crise cambial pode ser um preço imediato tão alto a pagar por algum tipo de populismo, que termine por desencorajar aventuras. Mas no caso brasileiro, há argumentos adicionais sustentando que uma âncora fiscal possa ser mais necessária do que foi na Argentina.

Em primeiro lugar, porque a economia argentina passou por hiperinflação aberta e nós não. O grau de destruição das relações econômicas argentinas só não foi maior por causa da importância, maturidade e grau de competitividade de sua base de produção agropecuária. Em segundo lugar, porque ao final dos anos oitenta, a falência do mecanismo de arrecadação fiscal argentino já tinha paralizado a máquina do Estado, de modo que ao abrir mão do financiamento pela senhoriagem, os políticos tinham racionalmente o que esperar: mais recursos; não tinham controle sobre a receita de senhoriagem, pelo progresso da dolarização **antes** do plano de conversibilidade.

No Brasil, a inflação tem tido a função de compatibilizar as necessidades de gastos julgados necessários para a manutenção da "governabilidade" com a capacidade de extrair recursos da economia. De certa forma, o processo de aprendizado chegou aos políticos no Congresso, que indexaram as despesas, inviabilizando mecanismos antes utilizados pelo Executivo no sentido de usar a inflação para aumentar o controle sobre os chamados "excessos de arrecadação". O mecanismo seguinte foi o da "reprogramação financeira" que levou à nova forma de repressão do déficit. Os conflitos pelo poder de alocar despesas agora são claros entre Executivo e Legislativo. A idéia de impor limites mais restritivos ao uso da receita de senhoriagem através de um Conselho da Moeda que funcione a exemplo dos *currency boards* das ex-colônias inglesas¹² é na realidade uma forma de contornar o problema da confiança na manutenção de regras, o que tem de começar pela confiança na manutenção desta regra. No caso dos países africanos ocidentais de língua francesa, que formaram a *UMOA (Union Monétaire pour l'Ouest d'Afrique)* esta confiança foi conseguida recorrendo-se a um banco central supranacional, que emite o franco CFA, conversível ao franco francês. A criação de um Conselho da Moeda pode ou não ser suficiente para restaurar a confiança.

A vantagem da proposta do conselho para a conversibilidade é que pode abortar (antes de ser tentada) a substituição da moeda má pela boa. O governo pode assim voltar atrás gerando **apenas** mais um grande surto inflacionário na moeda velha. O defeito é que não há o menor fundamento para que se acredite mais no Conselho do que no governo que lhe garante a autonomia. A solução dos conflitos caberá sempre ao governo, pois não devemos esquecer que foi a perspectiva de adoção de taxas de juros julgadas absurdamente elevadas a razão da queda do padrão-ouro e dos regimes de taxa fixa.

¹² Recentemente sugerida por Meltzer [1991] e por Resende [1992].

5. Conclusões

As conclusões desta nota são de dois tipos: um diagnóstico acerca da situação **inicial**, do papel da política monetária no simples retardo do processo de substituição da moeda e em contexto de um novo regime para a política de estabilização.

Segundo a **descrição** aqui adotada para a situação atual, a economia brasileira encontra-se em uma trajetória hiperinflacionária, caracterizada por um processo assintótico de substituição da moeda de transações (M1) e da moeda governamental, tanto por substitutos domésticos, quanto pela moeda estrangeira. Em segundo lugar, esta substituição não se tem dado de forma explosiva mas gradual, correspondente a um progressivo processo de aprendizado que é tumultuado, em pontos específicos e indetectáveis desta trajetória, por descontinuidades essencialmente iatrogênicas, isto é, causados por consequência de esforços terapêuticos mais ou menos desastrados. Em terceiro lugar, os custos deste processo, envolvem a submissão do sistema econômico a uma ineficiência crescente pela desmonetização. Em quarto lugar por mais indesejável que seja este regime, mostrou-se ser possível fazer-se progresso em áreas contíguas, como ilustra a trajetória de liberalização comercial e financeira, que exigiram a manutenção de um regime cambial de "normalidade". Por detrás desta "normalidade", está o Banco Central bancando a liquidez demandada por ativos financeiros domésticos. Esta tarefa, entretanto, não parece exigir nem a oferta automática de liquidez para os títulos públicos no mercado de reservas bancárias, nem impede o Banco Central de fazer uso de instrumentos mais tradicionais de política como o redesconto. O grande problema nesta área parece ser o excesso de objetivos e o pouco uso de instrumentos.

Há dificuldades no debate acerca da política monetária, que são causadas pelos exageros da simplificação em algumas análises dos problemas da política monetária brasileira: o regime atual não é de taxa de câmbio real **constante**, é quase, pois o governo tem de manter um olho no poder de compra dos exportadores; não é de política de juros real **constante**, é de juros real acompanhando o clima de incerteza, porque o BACEN tem de monitorar tanto a fuga para bens como para moeda estrangeira quando há ameaça de anormalidade.¹³ Há duas fontes de incerteza: uma

¹³ A literatura recente acerca dos regimes de política faz uma distinção importante, do ponto de vista das possibilidades de controle, entre regimes de taxa fixa e de taxa ajustável mas não flutuante, e analogamente para juros. Veja-se Svensson [1992], mostra que existe um espaço significativo de

fonte importante, que condiciona o comportamento dos agentes e das autoridades monetárias nas decisões do dia-a-dia é a variação esperada da taxa de inflação, dado que as expectativas são *forward-looking*. Quanto mais independente for o processo de formação de expectativas em relação às experiências passadas, maior será a flexibilidade da taxa de inflação futura e portanto mais sensível a políticas monetárias realmente voltadas para o controle da inflação, mas em compensação, mais rápida será a propagação de choques instabilizadores percebidos como "permanentes". Dado o uso dos instrumentos e os múltiplos objetivos descritos na seção anterior, não será surpresa se o governo em geral e ações contraditórias do BACEN forem em vários episódios a principal fonte de instabilidade. A outra fonte mais grave, pois ameaça a confiança sistêmica é a de mudança de regime (ameaças de choques, confiscos e outros). O reconhecimento das duas fontes é importante para discriminar entre o que fazer com a política monetária.

Quando o diagnóstico é que não há condições objetivas para uma política de estabilização mais ambiciosa, que aumente o grau de exogeneidade possível para a ação da política monetária, então o melhor objetivo para a política é retardar a substituição monetária e preservar a confiança nos ativos financeiros domésticos.¹⁴ O controle do déficit público, neste caso é necessário para evitar pressões potencialmente desestabilizadoras sobre o Banco Central. A repressão fiscal torna-se, neste regime, essencial para evitar-se uma explosão inflacionária causada por dificuldades de rolagem da dívida. A experiência recente com o regime pós-plano Collor II mostrou que não é necessário indexar-se todo o sistema como no regime das LFT's, que torna a ação do DEMAB mais cômoda, mas tende a aumentar mais do que é necessário a rigidez da inflação e da dívida pública.

Finalmente, as idéias resumidas na seção 4 acima sugerem que políticas monetárias baseadas na autolimitação (fiscal e monetária) como as baseadas em conversibilidade só são potentes para resolver o problema da confiança se for impossível ao governo, na "prática", violar as restrições. É difícil supor-se que os agentes econômicos tenham mais confiança em uma instituição do que no próprio governo em cujo nome age a instituição.

manobra para a independência da política monetária quando existem bandas para a taxa de câmbio, mostrando que o *trade-off relevante* é entre a variância da taxa de câmbio e a variância da taxa de juros.

¹⁴ O período entre a devolução dos cruzados retidos e o impeachment do Presidente Collor foi um exemplo deste regime.

FIGURA 1
Taxa Real de Juros (deflacionada pelo over) -
série trimestral

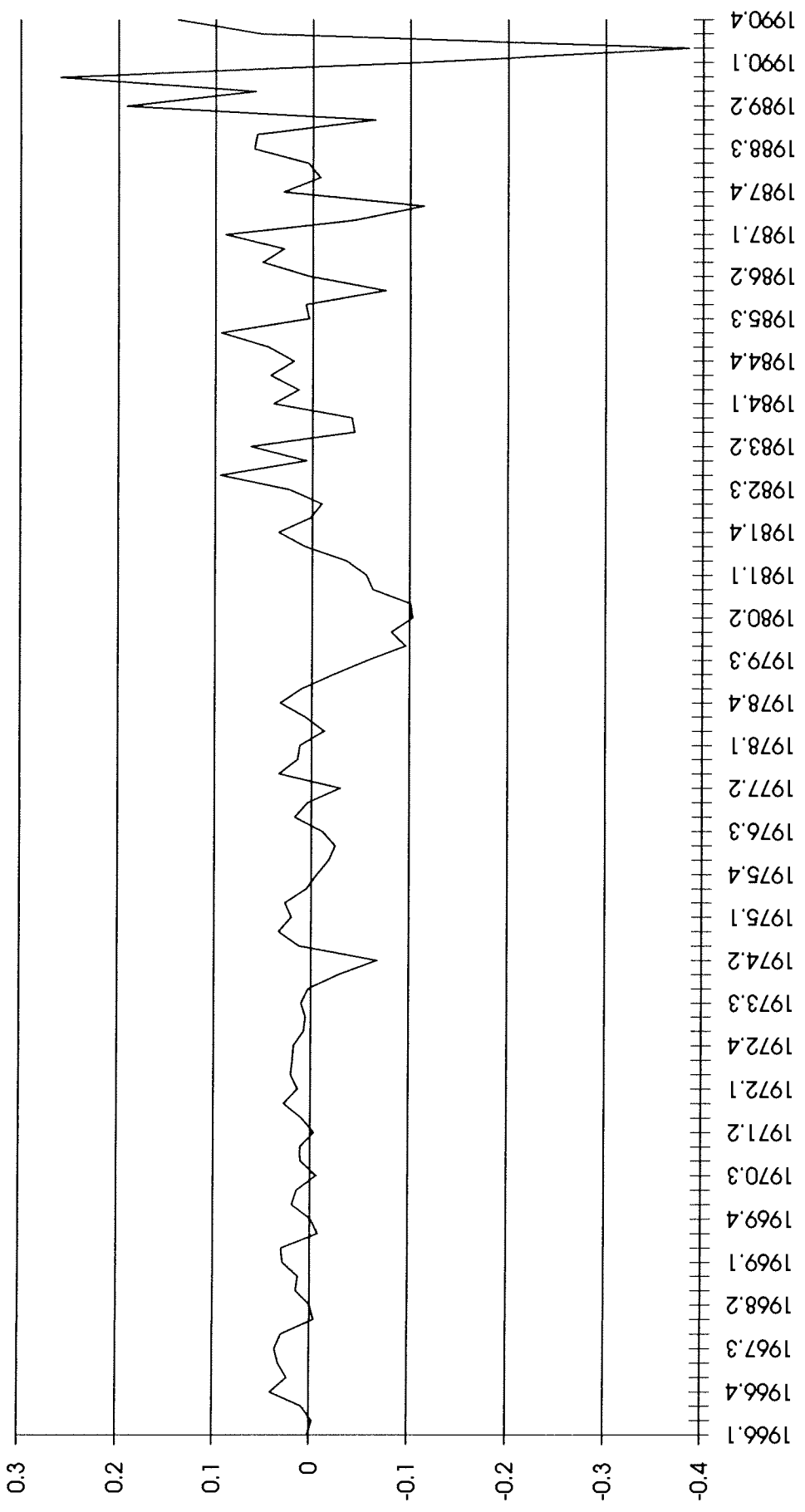
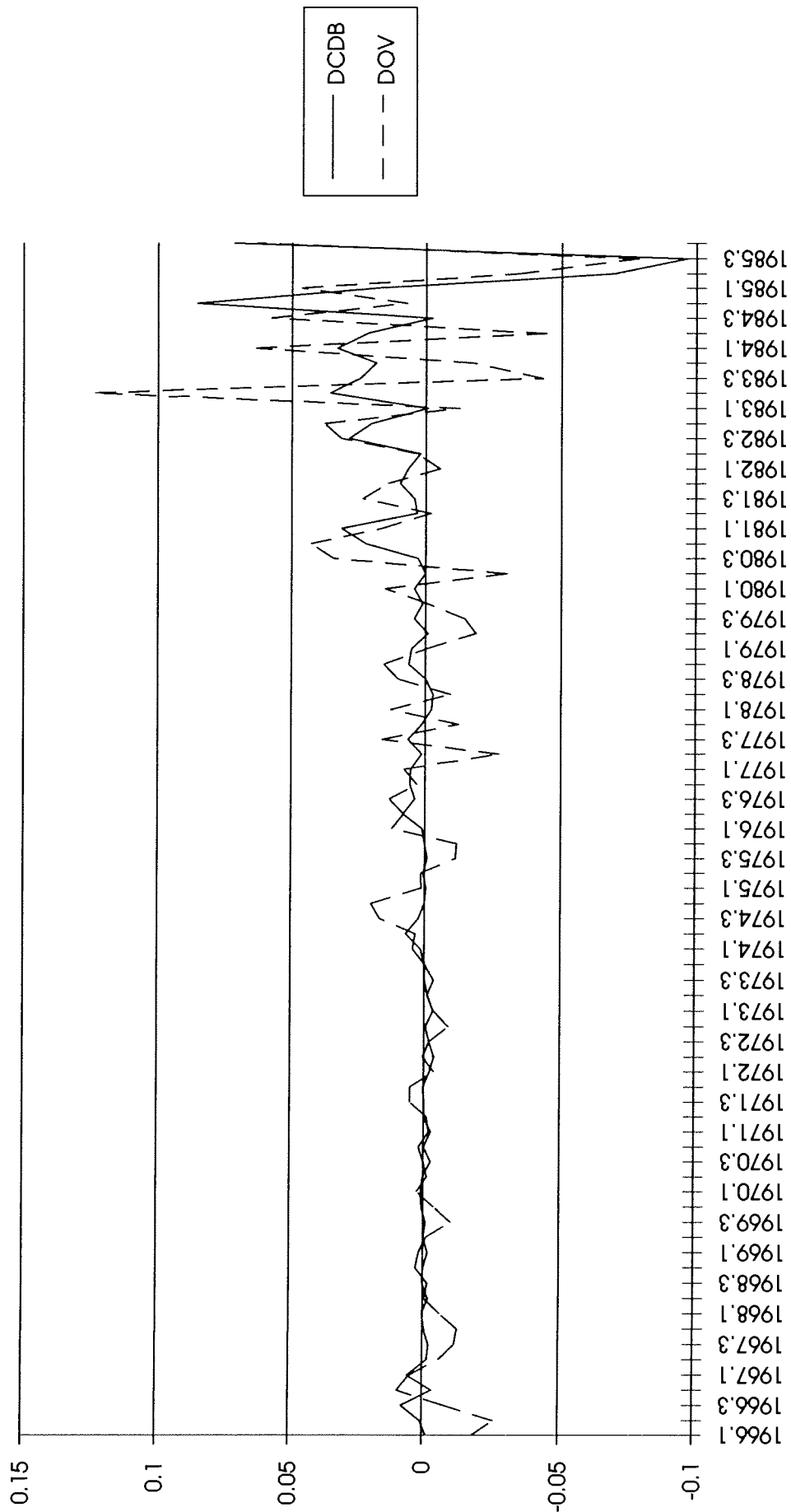


FIGURA 2

Primeiras Diferenças das taxas de juros (over e cdb)



Referências

Batten, D.S. et al. "The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries: Instruments and Operating Procedures". *Occasional Paper n.70*. IMF, Washington, D.C., 1990.

Bruno, M., "High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy", NBER Working Paper 3518, Novembro de 1990.

Carneiro, D., e M. Garcia, "Capital Flows and Monetary Control under a Domestic Currency Substitution Regime: The Recent Brazilian Experience", Texto para Discussão n. 304, PUC-Rio, Departamento de Economia, Agosto de 1993.

Carneiro, D., M. Garcia e R. Werneck, "Strengthening the Financial Sector in the Brazilian Economy", Texto para Discussão n.307, Departamento de Economia PUC-Rio, Setembro de 1993.

Dornbusch, R., "Inflation, Exchange rates and Stabilization", *Essays in International Finance*, n 165, Princeton New Jersey, Princeton University, Outubro de 1986.

Fischer, S., "Exchange Rates vs. Money Targets in Disinflation" in S. Fischer, org., *Indexing, Inflation and Economic Policy*, Cambridge, Mass. MIT Press, 1986.

Garcia, M.G.P. "A Formação de Expectativas Inflacionárias no Brasil: um Estudo do Efeito Fisher em um Mecanismo de Extração de Sinal" *Pesquisa e Planejamento Econômico*, " vol. 21, n. 3, Dezembro de 1991.

Meltzer, A. "Inflation and Money in Brazil", Report to the World Bank, mimeo., 1990, citado em L. Auernheimer, "Money, Debt, Inflation and Forward Looking Markets in Brazil", Report n. 10286-BR, World Bank, Dezembro de 1992.

Papademos, L. e F. Modigliani. "The Supply of Money and the Control of Nominal Income". In B. Friedman e F. Hahn, orgs., *Handbook of Monetary Economics*. North Holland, Amsterdam, 1990.

Pinheiro Chagas, E. "Metas intermediárias indicadoras de Política Monetária: revisão para o caso brasileiro", Tese de Mestrado, Departamento de Economia da PUC - RJ. Setembro de 1991.

Resende, A.L., "Sem Moeda Forte, Não Se Tem Nada", *Exame*, 8 de julho de 1992.

Rigolon, F.Z., "Independência do Banco Central : a Experiência Brasileira", Tese de Mestrado, Departamento de Economia da PUC - Rio. Setembro de 1993.

Svensson, L.. "Why Exchange Rate Bands? Monetary Independence in Spite of Fixed Exchange Rates". Working Paper n. 4207, NBER, Novembro de 1992.

Texto para Discussão:

297. Garcia, M. G. P. "Política monetária e formação das expectativas de inflação: Quem acertou mais, o governo ou o mercado futuro?". mar. 1993
298. Bacha, E.L. "Selected international policy issues on private market financing for developing countries". feb. 1993
299. Bacha, E.L. "Latin America's reentry into private financial markets: Domestic and international policy issues". feb. 1993
300. Abreu, M.P.; Werneck, R.L.F. "Privatization and regulation in Brazil: The 1990-92 policies and challenges ahead". feb. 1993
301. Werneck, R.L.F. "Government failure and wretched statecraft: Lessons from the Brazilian vicious circle". apr. 1993
302. Amadeo, E. J. "Retraining under conditions of adjustment . The case of Brazil"
303. Amadeo, E. J. "Entre a lógica particular e a eficiência social.: Grupos de interesse e negociação coletiva no Brasil"
304. Carneiro, D. D.; Garcia, M. G. P. "Capital flows and monetary control under a domestic currency substitution regime: The recent Brazilian experience"
305. Abreu, M.P. "A dívida pública externa brasileira em francos franceses," 1888-1956"
306. Abreu, M.P. "The political economy of protectionism in Argentina and Brazil, 1880-1930"
307. Carneiro, D.D.; Werneck, R.L.F.; Garcia, M.G.P. "Strengthening the financial sector in the Brazilian economy"
308. Bonomo, M.; Garcia, R. "Disappointment aversion as a solution to the equity premium and the risk-free rate puzzles"
309. Gonzaga, Gustavo M. "Assymmetric employment cycles at the firm level: a dynamic labor demand model and some empirical evidence"
310. Amadeo, E. J. "An Economist's political view of democratization in Brazil"
311. Abreu, M. P. "O Brasil na Rodada Uruguai do GATT: 1982-1993"
312. Amadeo, E. J. "Distributive and welfare effects of inflation and stabilization"
313. Bonomo, M. "Optimal two-sided and suboptimal one-sided state-dependent pricing rules"