

# Moeda, Preços e o Futuro

**Antonio Carlos Lemgruber**

Economista e ex-Presidente do Banco Central do Brasil

Vamos começar supondo que o conceito de moeda relevante — no sentido de influenciar a evolução do PIB — é de fato o agregado que foi *imobilizado* pelo Governo. Vamos chamá-lo de  $M_4$ , correspondendo a: papel-moeda, mais depósitos à vista, mais depósitos de poupança, mais CDBs, mais LFTs e outros títulos federais, mais dívidas estaduais e municipais.

A reforma monetária de março/90 pode ser caracterizada com precisão como um *choque monetário não-antecipado*, por sinal um tema que vem ocupando bastante a atenção dos monetaristas modernos, que se preocupam em entender a divisão dos efeitos da moeda sobre preços e sobre o produto real. Uma característica do choque brasileiro é que houve uma redução *não-antecipada* de cerca de dois terços no estoque de moeda na economia (algo como de 100 para 33), um impacto de uma única vez que não deve ser confundido com a evolução da taxa de crescimento monetário. Outra forma para entender essa diferença é lembrar que um estoque baixo de moeda não é o mesmo que uma taxa baixa ou decrescente de expansão monetária.

O que pode acontecer com a economia em consequência deste choque? Há, pelo menos, quatro variáveis macro que merecem ser destacadas: a taxa de inflação, o nível geral de preços, a taxa de crescimento do PIB e o nível do produto real. Note-se que uma taxa baixa (ou decrescente) de inflação é compatível com preços baixos ou com preços altos e a mesma diferenciação é importante para o produto: uma coisa é produção alta (baixa); outra coisa é produção crescente (decrescente).

Como se pode depreender pela leitura dos jornais e pelas entrevistas de economistas, parece que todos somos monetaristas atualmente no Brasil. Nesse caso, é muito importante registrar os resultados recentes obtidos em pesquisas teóricas e empíricas de economistas monetaristas como Barro, Lucas, McCallum, Sargent e outros, os quais têm implicações diretas sobre os efeitos macroeconômicos do choque.

Uma redução forte e não-antecipada no estoque de moeda afeta o nível de preços (para baixo) e o nível de produto real (para baixo), sendo que a distribuição desse impacto é duvidosa, mas provavelmente recai muito mais sobre o produto do que sobre os preços. Até os monetaristas reconhecem uma rigidez nos preços na direção descendente, o que por sinal é bem diferente de reconhecer uma rigidez inercial na taxa de inflação. Cabe lembrar que, no Brasil, salários nominais não podem ser reduzidos, sem falar na rigidez de vários preços públicos. A surpresa da contração monetária acaba atuando sobre as quantidades vendidas. O choque monetário se transforma num choque real pela contenção imprevista da demanda agregada.

Já uma expansão antecipada e anunciada da liquidez na economia — por exemplo, um crescimento mensal de  $x\%$  a partir daquele estoque baixo inicial — pode não exercer nenhum efeito sobre a taxa de crescimento do PIB real e transbordar inteiramente sobre a taxa de inflação. Mais precisamente, qualquer crescimento monetário acima de  $0,5\%$  ao mês (que seria a taxa histórica do PIB real) pode resultar em fortes pressões inflacionárias.

Além disso, a inflação é influenciada não só pela expansão monetária anunciada e efetivamente verificada, como também pelas expectativas de crescimento futuro da moeda. Nesse contexto, convém lembrar que esse é o principal canal (expectativas) pelo qual o déficit público afeta a inflação. Ao contrário do que dizia David Ricardo, a dívida pública não costuma equivaler no Brasil a impostos futuros, mas sim à expansão monetária futura. A reforma monetária — juntamente com o restante do Plano — praticamente não reduziu a dívida pública, apenas promoveu o seu alongamento, podendo alimentar a inflação por esse canal de expectativas indefinidas com relação à política fiscal, particularmente o lado das despesas governamentais.

Se esses movimentos macroeconômicos fazem sentido, temos um tipo de *armadilha de liquidez* a ser enfrentado pelas autoridades monetárias. O choque monetário inicial não-antecipado pode provocar uma hiper-recessão. Já as torneiras abertas a seguir — juntamente com a pressão salarial de março — podem resultar em aumentos de preços e de filas, até mesmo hiperinflação e desabastecimento, praticamente sem nenhum impacto sobre a atividade econômica real. A chamada *oferta agregada* — o lado da produção — pode estar deprimida e inelástica em relação aos novos estímulos (antecipados) monetários.

Isso é o que diz a teoria monetária moderna. Este choque pode não exercer nenhum efeito sobre a taxa de inflação, apenas sobre o nível do produto (e, em menor escala, o nível dos preços). O segundo estágio do choque será mais ou menos inflacionário, dependendo das taxas anunciadas e praticadas de crescimento da moeda e das expectativas sobre a sua expansão no futuro (que estão relacionadas à dívida pública e a seu serviço). Mas, infelizmente, esse segundo estágio pode ser incapaz de tirar com rapidez o País da recessão provocada pelo choque inicial.

E se  $M_4$  não for o conceito relevante da moeda? E se o conceito relevante for apenas a base monetária — ou então a base monetária acrescida da dívida pública que, afinal no Brasil, reflete a futura expansão monetária? Neste caso, diminui o risco de termos uma

hiper-recessão, mas em compensação podemos estar muito próximos da hiperinflação. Mais ainda: neste caso, a redução do estoque de *moeda* de março de 1990 terá sido praticamente irrelevante e inútil, seja do ponto de vista da inflação, seja do ponto de vista da atividade a curto prazo (se bem que a longo prazo as conseqüências podem ser graves por causa do impacto sobre a credibilidade e a confiança).

Cabe aqui uma observação de ordem técnica sobre o conceito  $M_4$ . Por que este conceito pode ser irrelevante e não influenciar a evolução do PIB? É importante lembrar que uma boa parcela do  $M_4$  congelado tem a sua contrapartida em dívidas dentro do setor privado, não constituindo portanto riqueza líquida para o setor privado como um todo. Por exemplo: os depósitos a prazo e os depósitos de poupança são ativos financeiros que servem de *funding* para empréstimos a pessoas físicas ou jurídicas no setor privado. Isto significa que a imobilização desta *riqueza* é neutralizada pela existência de dívidas em cruzados novos junto aos bancos. Os credores se sentem mais pobres, mas os devedores se descobrem mais ricos. Eventualmente — e isto tem de fato acontecido — acabam sendo feitas transferências entre credores e devedores em cruzados novos. Em conseqüência destas observações, a riqueza financeira líquida, que foi congelada, pode corresponder, de fato, apenas à parcela do  $M_4$  que se refere à dívida pública (mesmo que os detentores de depósitos bancários não consigam *transferir* seus créditos para os devedores).

Em termos quantitativos, vale dizer que a dívida pública representa menos de 60% dos ativos financeiros totais ( $M_4$ ): US\$ 70 bilhões contra US\$ 120 bilhões. Pode-se argumentar assim que a reforma monetária terá sido apenas um alongamento compulsório do endividamento público. Todavia, a dívida pública — mesmo congelada ou alongada — não desapareceu e continua representando expansão monetária futura, na mente dos agentes econômicos. Note-se que esta percepção ocorre independentemente da dívida estar congelada ou não, estar sendo girada no *overnight*, com cartas de recompra, ou não: é o estoque global que interessa.

Vale desenvolver um argumento no sentido de que o conceito relevante para a inflação e para o PIB é o seguinte: base monetária + dívida pública (vamos chamar este *mix* de  $M_0$ ). Neste caso, a reforma monetária fez aumentar sensivelmente este  $M_0$  — seja via estoque inicial, seja via fluxos posteriores. O estoque inicial era de US\$ 5 bilhões de base monetária, US\$ 60 bilhões de dívida federal (sobretudo LFTs) e US\$ 10 bilhões de dívidas estaduais e municipais. É razoável supor que este total de US\$ 75 bilhões seja o conceito relevante de moeda, mesmo que cerca de US\$ 50 bilhões deste total estejam imobilizados. A parcela não-congelada pode ter crescido 100% nos primeiros três meses do Plano, com uma transformação imediata de dívida pública em base monetária. O alongamento forçado dos US\$ 50 bilhões acabou por induzir uma monetização imediata da parcela livre. É possível que a base monetária sozinha tenha aumentado de US\$ 5 bilhões para US\$ 25 bilhões — um aumento de 400% em 90 dias. A inflação é determinada neste argumento pela base monetária de hoje e de amanhã, independentemente de congelamento da dívida pública.

E se o Plano não der certo em conseqüência dos problemas apontados acima? Os economistas têm obrigação de considerar esta hipótese e de ignorar os argumentos das *pontes dinamitadas* e dos *navios queimados*. Afinal, a vida dos brasileiros tem que continuar na década de 90 — com ou sem o Plano.

*Não dar certo* significa, por exemplo, uma forte recessão a partir de abril de 1990 — motivada pela imobilização da liquidez e da riqueza financeira do setor privado — acom-

panhada de uma reaceleração da inflação a partir de junho ou julho de 1990, esta última provocada por novas injeções monetárias e creditícias, as quais se revelariam incapazes de tirar o País da recessão inicial. Seria a chamada *estagflação*, acompanhada de fenômenos como filas e desabastecimento por falta de produtos.

Se esta hipótese de fato ocorrer, o País vai ter de enfrentar um grave problema: como organizar a saída ou a *desimobilização* da poupança financeira. É evidente que, se o Plano não der certo, terá de ser encontrada uma saída para os US\$ 80 bilhões que se encontram depositados em cruzados novos por 18 meses à ordem do Banco Central. Da mesma forma que foi difícil e penoso *sair* do congelamento de preços nos três planos anteriores, será doloroso e delicado *sair* desta imobilização.

Há concordância entre muitos economistas de que este Plano, independentemente do seu maior ou menor impacto sobre a atividade econômica e sobre a inflação, abalou profundamente a confiança das pessoas físicas ou jurídicas no que diz respeito às aplicações financeiras em moeda nacional, com sérias conseqüências a médio e longo prazos. Qualquer mecanismo de *saída* terá de levar em conta este fato provocado pelo Plano, e terá de conseguir reabilitar a confiança na poupança em cruzeiros.

Fala-se muito nas semelhanças entre o Plano brasileiro de 1990 e a reforma monetária alemã de 1948, em face da decisão de confiscar ou imobilizar os depósitos e os ativos financeiros das pessoas. Mas é interessante examinar com atenção o que está acontecendo atualmente na Alemanha de 1990, porque ali parece residir uma idéia-chave para a eventual *saída* no caso brasileiro.

Como se sabe, as duas Alemanhas serão unificadas nos próximos meses e uma das questões mais importantes diz respeito à taxa de câmbio que será fixada para se transformar a moeda da Alemanha Oriental em marcos alemães, ou seja, na moeda da Alemanha Ocidental. O que está em jogo é precisamente o valor real das poupanças dos alemães-orientais. Quanto maior a taxa de câmbio (por exemplo, 5 por 1 contra 1 por 1), menor será aquele valor real quando for traduzido em marcos alemães. Tudo indica que o acerto entre as duas Alemanhas caminha para uma troca de dois *ostmarks* por cada marco alemão, sendo que para os primeiros 3.000 ou 4.000 marcos de cada poupador a troca será de 1 por 1.

A *saída* brasileira poderia se basear nesta solução alemã de 1990, com algumas adaptações. É possível fixar-se uma tabela diária de taxas de câmbio entre o cruzado novo e o cruzeiro que começasse, por exemplo, em 3 por 1 e terminasse — após 12 meses, por exemplo — em 1 por 1, tornando-se fixa a partir daí neste valor de paridade. As pessoas estariam totalmente livres para converter, com base nesta tabela. Ao mesmo tempo, para impedir que os eventuais recursos convertidos se transformassem inteiramente em  $M_1$  ou mesmo  $M_0$ , a taxa de juros em cruzeiros teria de ser utilizada, com todo o seu poderio, para reabilitar a poupança financeira nas duas moedas.

Note-se que este mecanismo de saída é perfeitamente capaz de ativar eficientemente as forças de mercado via taxa de juros e taxa de câmbio. Para o seu funcionamento adequado, porém, a taxa de juros dos cruzados novos teria de ser liberada, deixando de ser *correção monetária mais 6% ao ano*. Na verdade, para se manter o equilíbrio entre as aplicações em cruzados novos, seria necessário que a taxa de juros diária para cruzados novos fosse determinada pela taxa livre diária de juros dos cruzeiros menos a valorização diária na taxa

NCz\$/Cr\$ mais um pequeno delta adicional, para refletir o prazo alongado e até desestimular a conversão.

Com a fixação da taxa cambial diária e a liberação dos juros em cruzados novos, é razoável supor que não haveria uma avalanche de conversões. Mas é importante lembrar que, mesmo no caso desta *saída* representar um aumento inicial no estoque de moeda em cruzeiros, o seu efeito seria sobre o nível dos preços — e não sobre a taxa de inflação. Da mesma forma que a redução verificada no estoque de ativos financeiros em março de 1990 não exerceu influência para baixo na taxa de inflação, mas sim sobre o nível geral dos preços e de uma só vez.

O principal determinante da inflação é a taxa futura de expansão monetária. O que vai ocorrer com a inflação dependerá da firmeza do Governo no controle das suas contas e das expectativas do público com relação a este momento. Isto não tem praticamente nenhuma relação com a imobilização dos recursos financeiros do setor privado verificada em março de 1990, da mesma forma que teria pouca relação com uma eventual conversão (controlada via mercado) de cruzados novos em cruzeiros, por ocasião desta *saída* do Plano.

Apenas a título de resumo de nossa análise da reforma monetária podemos dizer o seguinte: se é  $M_4$  que interessa, então a reforma vai gerar uma recessão, mas não vai ter influência direta sobre a inflação. Se é  $M_0$  que interessa, então a reforma não terá grande impacto recessivo, mas irá rapidamente alimentar a inflação. Se a verdade está no meio destas hipóteses, deve-se dizer que o dano causado pela reforma em termos de perda de confiança e de credibilidade na poupança financeira pode ter sido absolutamente desnecessário e inútil. Como escreveu Don Patinkin, maior economista de Israel: "Se um economista diz que tem uma idéia nova, ou ela não é nova ou então está errada." Fica a dúvida.

Originais recebidos em 10 de maio de 1990