

# CRISE E REFORMA MONETÁRIA NO BRASIL

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo  
Júlio Sérgio Gomes de Almeida

## I – A natureza da moeda e a gestão monetária

Os sistemas monetários modernos que ultrapassaram as limitações impostas pela consubstanciação das funções monetárias em uma mercadoria particular (caso do ouro ou dos sistemas monetários que prevaleceram até o início do século) são fundados exclusivamente na confiança e não em automatismos relacionados a uma imaginária escassez do metal ou ao caráter supostamente natural da mercadoria-moeda.

Nos sistemas anteriores, o reconhecimento social necessário para que uma mercadoria se transformasse em instrumento geral dos contratos, da troca e de definição de critérios para avaliação do enriquecimento privado estava materializado em algo concreto. A moeda-mercadoria encarnava diretamente a crença e a confiança de que cada ato particular de troca, de acumulação de patrimônios e de dívidas privadas tinha seu valor relativo medido por um padrão que a sociedade aceitava como absoluto. Os limites da avaliação privada estavam postos *ex-ante*, através de um "teto" que se movia muito lentamente, como dizia Hicks, o que impunha restrições às políticas nacionais de expansão do critério, produzindo freqüentes crises deflacionárias.

Nos sistemas monetários contemporâneos, a moeda é administrada em primeira instância pelos bancos que têm o poder de avaliar o crédito de cada um dos centros privados

de produção e de geração de renda e, com base nisso, emitir obrigações contra si próprios, ou seja, dinheiro. A criação monetária até aqui depende exclusivamente de que os bancos sancionem a aposta privada. Em segunda instância, o Estado, através do Banco Central, referenda ou não o crédito a que os agentes julgam ter direito e os bancos avançam aos centros privados de decisão.

Em sua forma pura de existência, esse sistema não permite ao Estado executar diretamente a tarefa de integrar a moeda ao circuito mercantil, mas o obriga a permanecer como garantidor último dos contratos mercantis privados que fixam seus termos sob a forma monetária. Somente um instrumento dotado de reconhecimento diretamente social, garantido pelo Estado ou por um organismo que represente os interesses gerais dos estratos mercantis e que esteja acima deles é capaz de assegurar a validade das decisões e dos critérios de enriquecimento privado nas economias capitalistas.

Keynes expressou a condição acima de forma absolutamente clara. Em um sistema monetário baseado exclusivamente na confiança e no crédito, a moeda é aceita em suas três funções – meio de circulação, padrão de preços e reserva de valor – como instrumento dotado de reconhecimento social. Isto significa que os agentes privados *reconhecem* que:

- o representante geral da riqueza, a forma social do enriquecimento, não pode ser produzida diretamente pelos agentes individuais;
- nenhuma decisão arbitrária é capaz de substituir o di-

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo – Professor Titular de Economia da Unicamp, Secretário de Estado da Ciência, Tecnologia e Desenvolvimento Econômico.  
Júlio Sérgio Gomes de Almeida – Economista, Professor Adjunto da UFRJ e do Instituto de Economia da Unicamp.

nheiro em suas funções por qualquer outra mercadoria ou contrato particular.

“O desemprego prospera”, dizia Keynes, “porque os homens querem a lua” (um ativo imaginário dotado daquelas propriedades). “O único remédio consiste em persuadir o público de que lua e queijo verde são praticamente a mesma coisa e fazer funcionar uma fábrica de queijo verde (que o mesmo é dizer um Banco Central) sob a direção do poder público”. A possibilidade de produção ou substituição por qualquer centro de decisão privado introduziria uma ameaça permanente de arbítrio na quantidade e no valor da moeda em benefício próprio, incompatível com a natureza das relações mercantis e com a acumulação privada de riqueza.

Por outro lado, a unidade do padrão monetário (mantida à medida que a moeda legal cumpre simultaneamente suas três funções) oculta uma dualidade na gestão da moeda. Se enquanto referência de cada produtor e centro privado de decisão sua gestão tem que preservar sua forma diretamente social, esta gestão não pode se efetuar através de uma relação imediata do administrador da moeda (o Estado) com os produtores. Do contrário, introduzir-se-ia o mesmo risco do exercício arbitrário do poder de monetização que qualquer agente privado teria, caso fosse titular da prerrogativa de produzir ou de substituir o dinheiro.

A dificuldade de apreensão do significado da gestão monetária e de seus limites reside no fato de que não há um padrão que possa ser preestabelecido ou considerado único. A não submissão dos atos de gestão monetária a interesses particulares é impossível de ser assegurada a priori. Alguns economistas advogam o “Banco Central independente” com o propósito de garantir a função “neutra” da moeda. Mas a conclusão é, no mínimo, apressada. O que a independência do Banco Central admite é a limitação do poder e do arbítrio no exercício da administração monetária. O erro consiste em atribuir a possibilidade de não-neutralidade e de arbítrio à *gestão da moeda*, quando na verdade a instabilidade é da *natureza das economias monetárias*. O caso mais geral é representado pela teoria monetarista, que julga ser possível impor normas homogêneas de gestão monetária aos centros privados de decisão, como se a estabilidade monetária fosse uma decorrência direta e exclusiva da atuação do gestor. O monetarismo toma como um princípio o que é, na realidade, um resultado sujeito a condições: os agentes privados devem acreditar que a moeda legal não pode ser produzida ou substituída em suas funções. O postulado monetarista admite que não existem fatores de perturbação monetária originários das avaliações privadas. Implicitamente, supõe que uma decisão dos centros privados corresponde ao que fora antecipado, vale dizer, que as expectativas são sempre cumpridas e que não há incerteza. Desta forma, qualquer desequilíbrio monetário nasceria do descumprimento, pelo Estado, das regras de gestão.

Os sistemas monetários modernos podem ser concebidos, em uma primeira aproximação, como um sistema de crédito puro de Wicksell, onde as decisões privadas – envolvendo conjuntamente bancos e produtores – presidem a criação da moeda. Neles, a função do Banco Central é a de manter uma escassez relativa do ativo líquido compatível

com a demanda de ativos com graus de liquidez e rentabilidade diferenciados. Em outras palavras, a função do administrador é a de estabelecer um sistema de preços que simultaneamente assegure o caráter de riqueza aos ativos reais e títulos financeiros e mantenha a confiança no padrão monetário. Uma “taxa natural” de juros – entendida como índice de preferência da sociedade pelo futuro ou a taxa que equilibra poupança e investimento – era o que, segundo Wicksell, garantiria ambas as condições e deveria ser o critério a ser seguido pelas políticas monetária e bancária, de forma a evitar tendências inflacionárias ou deflacionárias, que segundo ele seriam cumulativas e inexoráveis em um sistema não regulado.

A objeção de Keynes quanto à “taxa natural” é que as expectativas empresariais estão em constante mutação, provocando alterações súbitas na hipotética taxa natural, ou seja, na avaliação do futuro, de forma que o sistema de preços dos ativos se moveria contínua e independentemente das políticas bancária e monetária. O caso extremo é o da “armadilha de liquidez”, em que o sistema de preços torna-se insensível aos estímulos monetários. A contribuição de Keynes foi, assim, a de mostrar que os sistemas monetários *não têm âncora natural* e que a única possibilidade para operarem de forma estável é a de que o passado continue a se reproduzir no presente e determine as expectativas do futuro. Há o suposto implícito de que o Banco Central não provoque com a sua política a instabilidade, embora dele não se espere uma política monetária passiva: ele pode e deve agir dentro dos limites que lhe são dados, no sentido de contrabalançar os efeitos instabilizadores das mudanças das expectativas dos centros privados de decisão. São as dúvidas e incertezas nas avaliações privadas que atingem, nas economias monetárias, a própria confiança na moeda e no seu gestor.

A validação da riqueza capitalista não se limita à necessidade de reconhecimento das antecipações que colocam em *uso* o estoque de capital produtivo, mas envolve simultaneamente a aceitação social, isto é, a comprovação pelos resultados monetários das apostas privadas que buscam acrescentar a riqueza material da sociedade. Nestas economias, os produtores privados estão escravizados à ditadura do futuro e só lhes resta acreditar, adivinhando o que os outros imaginam, que o futuro é a reprodução do presente. Esta convenção só pode se manter de forma precária. Quando o futuro não confirma o presente, o dinheiro que servia de mero veículo para a valorização do estoque de riqueza e liquidação dos contratos pelo valor antecipado – através da produção e da venda de mercadorias – torna-se um objeto perturbador.

As crises monetárias podem ser interpretadas sempre como crises motivadas pela ruptura da avaliação da riqueza sob um dado padrão monetário. Ou ainda podem ser vistas como consequência da incapacidade do Estado de impor limites à acumulação monetária privada ou de regular os critérios de avaliação de riqueza dos centros privados de decisão. Mas não há uma regra fixa ou “adequada” de gestão que equilibre a escassez relativa dos ativos, guie o sistema de preços e conduza ao crescimento sustentado e estável, a não ser na hipótese de uma imaginária, e ainda assim mutante, “taxa natural” de juros.

Nas crises monetárias é rompida não só a unidade das funções da moeda, como também alteram-se as relações preexistentes entre moeda ativa e moeda inativa. Nas clássicas recessões acompanhadas de deflação, a dívida recai sobre o valor dos ativos reais (e dos bens cuja produção facilitam), razão pela qual a função de reserva de valor da moeda absorve as demais, rompendo-se, por conseguinte, o circuito no qual o dinheiro é intermediário da troca. A crise aparece diretamente como "crise monetária" ou "crise de crédito" porque a moeda bancária é rapidamente destruída. A moeda passa a representar a riqueza de forma absoluta e a demanda por saldos inativos domina os determinantes de sua posse.

Nos processos inflacionários agudos, é a função de meio de circulação que absorve as demais; um outro ativo passa a servir de padrão de preços (e contratos) e de reserva de valor. A dívida, neste caso, atinge diretamente a moeda enquanto padrão adequado de referência de preços, contratos e avaliação da riqueza. A "desmonetização" é a contrapartida da fuga do dinheiro, já que os agentes privados não mais vêem nele um ativo dotado da propriedade de representar um valor pela sua simples posse. No limite, a demanda de moeda inativa (os motivos precaução e especulação da tríade keynesiana) baixa a zero, o que significa a destituição do dinheiro do rol dos ativos e a incapacidade total de gestão monetária e regulação da taxa de juros pelo Estado. Duas conseqüências nascem desta situação que corresponde à hiperinflação: primeiramente, a função de unidade de conta exercida pela moeda legal vai se tornando cada vez mais limitada a mercados e a um público de menor informação e baixa capacidade de passar adiante a moeda em franca desvalorização; segundo, o sistema de preços dos ativos se dissolve porque o ativo que servia às avaliações da riqueza privada desaparece. A substituição por um outro ativo, como uma moeda estrangeira forte, corresponde à busca desesperada de proteção e de referência para a riqueza. Mas a instabilidade cambial é um componente essencial da crise e a posse direta do novo ativo de referência é restrita aos setores exportadores que, assim, passam a deter um inusitado poder. Ou seja, o recurso a este ativo corresponde ao desdobramento da crise e não à sua solução, porque não é capaz de restaurar a confiança em um padrão monetário que, a rigor, neste momento, não existe. Os requisitos para a reprodução da riqueza real (investimento) continuam bloqueados; o novo ativo serve, imperfeitamente, para avaliar o estoque de riqueza já constituído e para permitir um fluxo irregular de produção e troca.

## II – A gestão monetária da crise

Tratamos no item anterior das funções da moeda e do significado teórico da crise e da gestão monetária. No presente item abordaremos a crise monetária brasileira, seus determinantes, as relações entre a crise monetária, a crise cambial e a crise de financiamento do setor público e a forma como o Estado assumiu a ruptura das funções monetárias através da "moeda indexada" ou "moeda financeira".

Devemos retroceder uma década para analisar a crise monetária brasileira. Os responsáveis pela condução da política econômica julgavam que, sendo preservada a estrutura

empresarial privada e restaurado o equilíbrio das contas externas nas novas bases que foram sendo impostas desde fins dos anos 70 – em termos de preço de combustível, custo dos juros da dívida externa e cancelamento dos fluxos externos ao País –, estariam repostas as condições para que a economia reencontrasse a trajetória do crescimento. Pensavam, assim, ser possível enfrentar uma gravíssima crise de financiamento e alterar profundamente a relação externa da moeda nacional e a composição dos mercados (entre mercado interno e externo) sem violar critérios e padrões de avaliação que regulavam o risco e as expectativas na economia. A demonstração mais cabal de que a política de "ajustamento" deixou marcas muito mais profundas na economia é que – a despeito da preservação do setor privado na recessão, de seu rápido ajuste patrimonial, além do reequilíbrio corrente alcançado nas contas externas (a partir dos mega-superávits obtidos desde 1984) –, esta mergulhou em crescente instabilidade e indeterminação de sua trajetória.

Ao objetivo absoluto do "ajustamento", vale dizer da política adotada entre 1980 e 1984 para promover o ajuste do setor externo da economia face às mudanças internacionais, subordinou-se a gestão monetária nesse período. Ela foi o veículo principal do ajustamento, porém sua execução rompeu critérios decisivos na regulação das avaliações e expectativas em uma economia cronicamente inflacionária como a brasileira, sem que, findo o período, estes critérios tenham sido restaurados.

Quanto à desorganização das expectativas, os fatores determinantes foram os seguintes:

- a forte instabilização das taxas de juros e o desalinhamento dos indexadores (maxis, prefixações e expurgos da correção monetária). Isto comprometeu a utilização da indexação para fins da intermediação financeira sob inflação e destruiu a confiança nas paridades de valores patrimoniais e dívidas que a regra de indexação procurava preservar;

- o ajustamento introduziu o risco de crédito na economia. Desde o pós-guerra, esta foi a crise de crédito mais profunda e mais prolongada. Não só contraiu-se o crédito corrente dos bancos, como alteraram-se bruscamente as condições do financiamento já contratado (taxas de juros e indexadores). O sistema de crédito antes da crise assegurava ampla cobertura de liquidez às empresas a taxas de juros favorecidas e servia como um colchão amortecedor da incerteza das antecipações empresariais sob inflação;

- o ajustamento deliberadamente provocou a recessão, também a mais longa e severa do pós-guerra, numa economia em que a orientação genérica "para o crescimento" servia para diluir incertezas e corrigir o curso das decisões com o mínimo de perdas.

O segmento empresarial das grandes corporações foi capaz de adaptar-se a estas reviravoltas da política econômica, mas isto custou uma forte aceleração inflacionária. O salto da inflação neste período corresponde ao ajuste das margens de lucro das grandes empresas para a defesa do lucro corrente e da liquidez empresarial. Um custo elevado

foi debitado à conta do setor público pelo patrocínio do ajuste privado sob a forma de isenções e incentivos fiscais, subsídios e absorção de dívidas e compromissos financeiros. A dívida externa foi assumida pelo Estado, que para este fim utilizou-se de mecanismos monetários (como os depósitos em moeda estrangeira no Banco Central), das empresas estatais e da política tarifária. Isto determinou profundo desequilíbrio patrimonial no Banco Central, além de comprometer o autofinanciamento e a capacidade de sustentação dos níveis de investimento das estatais. A orientação da produção para o mercado externo, por outro lado, subtraía recursos tributários e a aceleração da inflação concorria para a queda dos valores reais da arrecadação fiscal. Por fim, o governo utilizou-se largamente da prerrogativa de gestor da moeda para arbitrar favores e interesses particulares através do antigo Orçamento Monetário.

A reconstrução das contas do setor público hoje nos permite não ter dúvidas de que a origem da crise fiscal, nesta etapa, está inteiramente ligada ao ajuste privado.

A saída do ajustamento, portanto, não só garantiu o ajuste privado e o reequilíbrio externo corrente, mas também provocou o agravamento das incertezas: inflação alta, sem mais a confiança na indexação, mas com a percepção da fragilidade da situação cambial e do aprofundamento da crise fiscal e de financiamento do setor público e das empresas estatais. No quadro internacional que prevaleceu após o ajustamento, tornou-se evidente o afastamento do Brasil dos mercados voluntários de crédito e de capitais, e este fator é uma ameaça permanente de nova escalada de reajustes no valor externo da moeda, acompanhada de forte recessão, ameaçando assim desvalorizar a riqueza e os patrimônios acumulados internamente.

Em suma, o ajustamento, à medida que agravou as condições de financiamento do setor público e desorganizou os padrões de avaliação e risco das decisões empresariais, provocou a paralisia dos agentes que comandam o investimento: o setor público, acossado pela crise simultaneamente fiscal e financeira, e o privado, líquido e "ajustado", mas prisioneiro da incerteza e da ruptura das expectativas.

Uma segunda etapa na condução da política monetária corresponde à conclusão do "ajuste" privado e do setor externo e se estende até os dias de hoje. A política monetária, por uma sucessão de medidas "ortodoxas" e mais recentemente "heterodoxas", foi dominada pelo objetivo de bloquear a explicitação da crise monetária em uma hiperinflação. Isto também implicou custos para o Estado, na forma da concessão de juros e de liquidez nos seus títulos. Os altos custos financeiros e o estreitamento progressivo dos prazos da dívida pública agravaram, evidentemente, o desequilíbrio das contas fiscais e o financiamento do setor público, mas devemos frisar que esta foi uma decorrência da crise monetária, ou melhor, da imobilização crescente imposta ao gestor da moeda. Por isso, a cada momento em que é evitado o desenlace da crise, também se aprofundam dúvidas e incertezas sobre a qualidade do padrão monetário, cujo limite é a percepção, pelos centros privados, de que a soberania da moeda estatal pode se tornar insustentável.

É claro que convivemos nesta etapa com desequilíbrios estritamente fiscais e de financiamento à medida que não avançamos na superação dos problemas agravados pelo

ajuste e pela ruptura do financiamento externo. Na verdade, em muitos pontos cruciais, regredimos: a estrutura de gasto público tornou-se mais rígida, bem como aumentou a resistência de setores à tributação, à redução de favores, subsídios e incentivos; o crédito comprimiu-se violentamente no sistema financeiro e o risco do grande devedor destes anos (o setor público) comprometeu ainda mais o seu crédito. Mas é importante destacarmos a ordenação dos fatos para colocar em evidência seus determinantes. Nesta etapa, o desafio privado ao gestor da moeda se sobrepõe às crises fiscal e de financiamento, acentuando-as. Isto explica em grande medida os sucessivos fracassos das tentativas isoladas de ajuste e de reformas nos campos tributário, do gasto público e das condições de financiamento do setor público.

Com exceção do Plano Cruzado, que nutriu a esperança de restaurar de fato a unidade das funções da moeda, a gestão monetária recuou para o reconhecimento da quebra desta unidade. Admitiu a crise monetária e chamou-a a si, tentando circunscrevê-la aos ativos de emissão estatal para com isso ir legitimando o "dinheiro velho" (o cruzeiro, o cruzado, o cruzado novo) em pelo menos uma de suas funções (meio de circulação) e evitar através do "dinheiro financeiro" que as funções de padrão de preços e contratos e de reserva de valor fossem exercidas diretamente por moeda estrangeira forte. Estamos nos referindo ao desenvolvimento das "quase-moedas", ou mais propriamente do dinheiro indexado.

É importante observar que a existência das duas moedas, correspondendo ao fracionamento da unidade monetária, introduz uma efetiva inércia na inflação. As teorias de inércia se habilitam a explicar a resistência à queda da taxa de inflação no Brasil se tomadas como uma descrição do automatismo da formação de preços e da generalização do "imposto inflacionário". Este último deriva do fato de que a convivência de duas moedas habilita ao lucro inflacionário todos os agentes (e não apenas os bancos) que captam ou compram na moeda de transação (ou sob um critério que se aproxime dela) e emprestam ou vendem na "moeda indexada". Esta tem sido a base de lucros extraordinários para muitas empresas e bancos que saíram do ajustamento recessivo com enorme capacidade de geração ou mobilização de liquidez e baixo grau de endividamento ou comprometimento financeiro. O Cruzado mostrou que mesmo uma precária e temporária reunificação das funções monetárias está longe de ser neutra em seus efeitos sobre a rentabilidade empresarial. As margens brutas de lucro das grandes corporações comprimiram-se violentamente, assim como o lucro sobre o patrimônio dos bancos. O aparente ajuste e a eficiência do setor privado deverão passar ainda pelo teste de resistência de um período de estabilização, já que ao lhe ser permitido tornar líquido e absorver o lucro inflacionário eliminaram-se ao mesmo tempo os constrangimentos que o obrigavam a respeitar as normas de operação de uma economia mercantil capitalista. Na economia brasileira, ficaram suspensos os sentidos da concorrência e economicidade (relação preço-custo). O enriquecimento transformou-se em um fenômeno puramente patrimonial e arbitrário.

Não foi um processo deliberado de gestão monetária que conduziu à "moeda indexada". De um ponto de vista, podemos entendê-lo como um desvirtuamento do sistema

de indexação introduzido pelas reformas de meados dos 60, que tinham como propósito regularizar os contratos e permitir a ampliação da intermediação financeira em uma economia cronicamente inflacionária. Mas foi a própria concorrência privada que requereu o "dinheiro financeiro" de emissão ou de garantia do setor público: a) os segmentos empresariais líquidos (e mesmo pessoas físicas de maior rendimento e acesso à informação) demandavam "moeda indexada", uma vez que a incerteza afastava de suas decisões a acumulação de capital real (investimento). O risco de perda patrimonial (por movimentos imprevisíveis nas cotações, taxas de juros e indexadores) desaconselhava na formação de seus *portfólios* os títulos negociáveis em Bolsa e aplicações a juros de médio e longo prazos; b) do lado dos bancos, um título público que assegurasse rentabilidade e liquidez preenchia duas condições para sua operação lucrativa: primeiro, compunha o *portfólio* bancário como o ativo de menor risco, já que a liquidez folgada transformara as grandes empresas de devedoras em credoras do sistema bancário; segundo, a rentabilidade e a liquidez do título público permitiam aos bancos se ajustarem ao encurtamento dos prazos exigido pelos aplicadores e, além disso, que obtivessem renda a partir da simples captação monetária (depósitos à vista).

O título público passa então a ser a base do ganho bancário: na intermediação do "dinheiro financeiro" (que substituiu a função bancária da intermediação financeira) e na absorção do "imposto inflacionário". Estas são anomalias de um sistema bancário em que a existência da "moeda indexada" permitiu uma completa adequação à crise monetária. Mas, como devemos lembrar, também são anômalos a operação da empresa e o critério patrimonial do enriquecimento. Constitui igualmente um desvirtuamento a função que passam a desempenhar o instrumento da indexação e os títulos de dívida pública. Estes deixam de ser veículo de financiamento do setor público para servirem de lastro à "moeda indexada", além de base à arbitragem entre "dinheiro velho" e "dinheiro financeiro" exercida por quem gera ou tem acesso privilegiado à liquidez.

Grandes empresas, bancos e exportadores detêm esse poder privilegiado. Essencialmente, a gestão monetária da crise constituiu em aperfeiçoar a "moeda indexada" a cada rodada em que o poder privado ameaçava a prerrogativa de gestor da moeda exercida pelo Estado. Trataremos dos limites da política monetária nos próximos itens.

Para encerrar, o registro de que, em sua forma mais desenvolvida, o "dinheiro financeiro" ou a "moeda indexada" corresponde aos passivos bancários de emissão por um dia que rendem a taxa overnight e cujo principal lastro é o título público, atualmente a LFT. Como observou Keynes, a distinção entre débito e dinheiro deve respeitar as peculiaridades de cada momento e cada caso. O encurtamento de prazos e as crescentes facilidades de resgate aconselham, no caso brasileiro, a tomar os depósitos de poupança e os depósitos a prazo como dinheiro. Englobemos todos estes direitos líquidos e indexados na categoria de "quase-moedas".

### III – A financeirização dos preços

As quase-moedas cumprem genericamente a função de recompor a unidade monetária. Com isto, o Estado reassume formalmente a condição de gestor da moeda, mas sem readquirir o controle da política monetária. A crise vai impondo limites progressivos à gestão monetária, em um quadro de crescente instabilidade. A ameaça de hiperinflação torna-se cada vez mais presente diante do precário sistema de avaliações que as quase-moedas e a falsa unidade monetária buscaram preservar.

Os fatores decisivos para a perda de eficácia da política monetária e as razões que a fazem sucumbir às arbitragens dos agentes estão localizados nas mudanças profundas que sofreram os ativos, os mercados para sua negociação e os critérios de sua posse. De um ponto de vista microeconômico, estas mudanças podem sempre encontrar justificativa nos processos de "defesa" desenvolvidos pelos agentes contra a desvalorização patrimonial que a alta inflação pode causar. Mas no plano macroeconômico estas transformações são responsáveis pelo aparecimento de obstáculos quase intransponíveis à aplicação de políticas convencionais de estabilização.

O problema não fica inteiramente definido pela constatação de que os ativos financeiros indexados tenderam a concentrar as decisões quanto à posse da riqueza, determinando o desvio de recursos do investimento e da produção. Isto correspondeu, em algum grau, à realidade dos anos 80 no Brasil. Uma indagação mais relevante é a que busca desvendar as condições que evitaram uma concentração ainda maior nos ativos financeiros. A questão é pertinente: à medida que a inflação foi se acelerando e foram se aperfeiçoando os métodos de indexação a curto prazo, na forma das "quase-moedas", também se ampliaram os diferenciais de risco e proteção entre os ativos reais e financeiros. A questão poderia ser aprofundada ainda mais: quais as forças que se opuseram à tendência de concentração entre os ativos reais? De que forma se deu a concentração dos ativos financeiros na "moeda indexada"?

A aplicação da teoria da seleção de carteira a um problema de distribuição macroeconômica de ativos deveria, em primeiro lugar, suspender o suposto de perfeita substituição entre ativos reais, ativos financeiros e dinheiro. Deveria pelo menos qualificar as condições em que é possível admitir a substituição. Do ponto de vista de cada agente, o movimento correto seria o da substituição, nas carteiras, dos ativos reais por outros contratualmente protegidos contra a inflação e dotados de maior liquidez. Do ponto de vista macro, no entanto, a busca de liquidez e de proteção não pode ocorrer para o conjunto do setor privado, salvo no caso de uma mudança correspondente na situação patrimonial do setor público ou na ampliação da propriedade de não residentes. A ausência de intervenção pública provocaria uma queda generalizada dos preços dos ativos reais, induzida pela busca individual de substituição. Teoricamente, os preços deveriam baixar até que fosse alcançado um reequilíbrio

das avaliações em termos das vantagens de rentabilidade, risco e liquidez entre as várias classes de ativos. Esta é uma outra forma de dizer que a economia deveria ser projetada em uma recessão aberta, acompanhada de deflação de preços e da depreciação dos ativos que compõem a riqueza reprodutiva. O economista Irving Fisher descreveu este fenômeno nos anos 30 como uma crise de *"debt-deflation"*. Em uma economia industrial moderna, com enormes imobilizações de capital e estruturas de mercado oligopolizadas, é evidente que a busca de substituição entre ativos, própria de uma decisão pura de carteira, tende a levar em conta o risco de desvalorização patrimonial e também o de perda de posição no mercado. Mesmo em uma economia com estas características uma crise de liquidação poderia ocorrer, mas seria necessária uma brusca e violenta contração do crédito para forçar a recessão e provocar a depreciação do estoque de capital existente. No caso brasileiro, o "êxito" do ajuste privado, apesar da recessão do início dos anos 80, indicou que esta forma de solução da crise estava descartada. O Estado comprometeu sua situação financeira e patrimonial na salvaguarda da riqueza privada. Mas o ajuste privado impediu apenas o desenlace da crise de liquidação. Não foi acompanhado de um reordenamento das avaliações e das expectativas capaz de restaurar as relações de rentabilidade esperada entre ativos de natureza diferente, porque expectativas de longo prazo não se alteraram.

Em situação de relativa estabilidade das expectativas e dos padrões de risco, alguma variante do princípio do custo total pode ser considerada uma boa aproximação para descrever a formação dos preços. Nas versões inspiradas em Kalecki e Steindl, os preços acompanhariam o custo primário, acrescido de uma margem de lucro que deve cobrir os custos indiretos, além de deixar uma margem líquida para o empresário destinada a assegurar os planos de expansão da firma. Mas na situação que estamos descrevendo a formação de preços revela o que realmente é: um poder que os possuidores de ativos reprodutíveis detêm para defender o seu valor.

Sustentar no rendimento corrente e nos preços dos bens o valor patrimonial dos ativos privados requer um elevadíssimo grau de monopólio. E, sobretudo, requer que o setor privado obtenha renda e aumente sua liquidez financeira fora do circuito gerado pelo gasto empresarial produtivo. Podemos considerar que o ajustamento concentrou enormemente a atividade econômica no País e aumentou o grau de monopólio e que a restrição às importações, provocada pela crise externa, protegeu extraordinariamente os setores internos. No plano macroeconômico, foi necessário que o Estado ampliasse o seu endividamento sob a forma da "moeda indexada" para atender aos novos critérios de risco e preferência pela liquidez do setor privado e sustentar sua rentabilidade corrente. A cobertura de liquidez oferecida pelo Estado através de seu endividamento na "moeda indexada" acentuou a deformação do sistema de preços dos bens na economia brasileira.

Tomemos agora os ativos reais. O bloqueio ao crédito

internacional e as transferências de recursos ao exterior que foram impostos ao País determinaram uma consequência importante: o favorecimento do uso de ativos produtivos para exportação em relação aos ativos voltados à venda doméstica. Neste caso, um processo semelhante ao que já foi descrito seria desencadeado se de fato fosse exercido generalizadamente o impulso de cada um para produzir para venda na liquidez forte: os ativos *"não-tradables"* declinariam de preço no curso de uma recessão até que as vantagens relativas de uso dos ativos novamente se equilibrassem. A alternativa que se colocou no caso brasileiro foi também a de que o processo não se desenvolvesse ao nível dos valores de mercado dos *ativos reais*, mas sim através dos *preços dos bens* que eles podem produzir.

Estamos chamando a atenção para o fato de que a formação de preços dos bens adaptou-se para impedir que uma crise de liquidação de grandes proporções refletisse integralmente as "forças de mercado". Estas, como herança do ajustamento, determinaram um profundíssimo reordenamento entre os ativos que formam a riqueza acumulada no País, em termos dos parâmetros que definem as avaliações quanto ao seu valor futuro e dos padrões de liquidez e proteção das várias classes de ativos. A crise somente foi evitada, portanto, porque a sociedade brasileira vem admitindo um grau acentuado de inflação para preservar os valores patrimoniais privados. Estes são valores que não podem ser comprovados, vale dizer, são direitos que não podem ser exercidos porque se desvalorizariam; apenas são confirmados escrituralmente a cada período pela inflação. Esta, como vimos, é também fonte de ganhos extraordinários para importantes setores na economia, e por esta razão tendeu a perpetuar-se como norma em torno da qual se reproduzem os valores e se organizam os interesses empresariais e, além destes (crescentemente, porém de forma desigual), também de demais frações da sociedade. Nesta economia, a negação do valor da moeda é necessária para afirmar o valor da riqueza, do lucro e até de rendas do trabalho assalariado.

Vejamos como readaptou-se a formação de preços na crise. As vantagens dos ativos reais voltados à produção para exportação sobre os ativos cujo uso destina-se ao mercado interno têm origem em dois fatores. O primeiro deles refere-se à natureza da formação das expectativas de desvalorização cambial em uma economia alijada dos fluxos de financiamento externo e comprometida com elevados pagamentos financeiros ao exterior. Nestas condições, as reservas internacionais são antecipadamente consideradas inelásticas às desvalorizações cambiais e ao manejo da taxa de juros interna, que não é capaz de estimular o ingresso de capitais no País. Isto significa que, se a expectativa de desvalorização cambial se confirma, não há uma variação compensatória nas reservas que garanta a estabilidade do câmbio no futuro. Se ela não se confirma, a queda nas reservas sinaliza automaticamente na direção de uma perda de confiança na moeda nacional enquanto padrão de avaliação da riqueza. Os movimentos financeiros de dolarização podem

tornar incontrolláveis. O Banco Central reage pavlovianamente subindo as taxas de juros, não para incentivar a entrada de capitais e compensar a perda de reservas, mas para evitar a dolarização e o colapso do padrão monetário nacional. Ao invés de aplacar a polarização das antecipações no curso da moeda estrangeira, este movimento aponta para uma inevitável expansão do estoque de quase-moedas e, portanto, da liquidez financeira e para o avanço da inflação. Nos países endividados da América Latina, a inelasticidade das reservas às desvalorizações ou sua extrema sensibilidade aos "atrasos" percebidos do câmbio, juntamente com a ineficácia da taxa de juros na regulação de novos fluxos de capitais, são fatores decisivos para explicar os fracassos das políticas de estabilização que não contaram com decisivo apoio externo. Servem também para explicar o sucesso dos programas de estabilização do México e Bolívia. Quanto ao México, aliás, não se sabe dizer até quando será possível manter a inflação sob controle sem nova rodada de financiamento em moeda forte, porquanto seu déficit do balanço de pagamento em transações correntes já alcança níveis muito elevados, com a economia semi-estagnada.

Pelas razões acima, a indexação que os *agentes antecipam* para o câmbio pode ser considerada a mais perfeita, no sentido de que os possuidores de ativos em dólar são detentores de um monopólio que podem usar contra o conjunto da sociedade, ameaçando permanentemente o valor da moeda nacional – seja através da imposição de desvalorizações cambiais ou da exigência de taxas de juros elevadas no plano interno. Câmbio e juros, nas condições descritas de crise externa, apresentam um grau de complementariedade para quem detém o poder de gerar liquidez em dólar. O primeiro define o contravalor em moeda nacional de uma dada venda no mercado externo; os segundos determinam o ganho financeiro possível derivado da liquidez gerada.

Assim, dados os preços internacionais, a indexação do câmbio nas bases que apontamos corresponde a um mecanismo automático de preservação das margens de lucro (ou da relação câmbio-salário) da exportação, o que confere um maior grau de certeza a priori à decisão empresarial de uso dos ativos para produzir para o mercado externo.

O outro motivo de vantagem do uso do capital para exportação está na periodicidade freqüente da indexação cambial. A desvalorização diária (introduzida em 1985) corresponde a um estágio máximo de aperfeiçoamento da indexação, e não é por acaso que ela está referida à atividade que gera a liquidez no ativo mais escasso nesta economia, o dólar. Permite, por outro lado, algo da maior relevância: a produção para exportação pode prescindir de parâmetros de antecipação de custos que protejam as margens de lucro de variações imprevisíveis durante o período de produção. O nível e a velocidade de inflação introduzem este tipo de risco, e menos da indexação freqüente e com o grau de "perfeição" esperado do câmbio. Todos os setores de produção para o mercado interno ou externo procuraram aperfeiçoar expedientes de redução do tempo de produção (que aqui deve ser entendido no sentido amplo, envolvendo a circula-

ção). Estes são os casos da regulação dos estoques e do encurtamento dos prazos de venda, mas o período de produção propriamente é, por fatores técnicos, até certo ponto incompressível. Por estas razões, o critério de custos correntes sobre os quais se aplica o *mark-up* para a formação dos preços das mercadorias não pode ser mantido, exceto sob o risco elevadíssimo (e crescente com a velocidade da inflação) de quebra de rentabilidade, já que os próprios custos devem ser antecipados sob condições de incerteza. A propósito, o custo de salário com periodicidade de reajuste mensal (atualmente) e uma regra de indexação, na prática, defasada é o único item de custo com relativa estabilidade durante o período de produção.

Entendemos por "financeirização dos preços" a generalização da referência à taxa nominal esperada de juros de curtíssimo prazo como critério para os ajustes de preços dos bens. Dado que esta taxa é também a que corresponde ao rendimento esperado da riqueza inativa (em particular na forma das "quase-moedas") e dada ainda a conexão que, como vimos, pode ser estabelecida entre câmbio e taxa de juros, este critério atende à condição da formação de preços de atuar compensatoriamente aos diferenciais de risco, proteção e liquidez que se abriram ao longo da crise entre riqueza ativa e inativa e entre o uso de ativos destinados à produção para mercado interno e para exportação. Tal base para a formação de preços introduz efetivamente uma inércia, mas corresponde também a uma forma de dolarização da economia sem a referência direta à moeda estrangeira. A instabilidade das taxas de juros, ou a instabilidade financeira de um ponto de vista mais geral, fica, por outro lado, incorporada diretamente aos preços em uma extensão muito maior do que o impacto dos encargos financeiros sobre o custo de produção. Podemos considerar isto como um sintoma de que o critério keynesiano do "custo de uso" dos ativos generaliza-se e domina a formação de preços.

Convém lembrar que este é o preço que a sociedade brasileira vem pagando para que as decisões passadas de acumulação de riqueza privada sejam presentemente legitimadas na ausência dos padrões que são adequados às economias capitalistas para a avaliação dos valores patrimoniais. O outro ponto a ser lembrado é que o Estado é quem absorve o ônus apontado acima, dada sua condição de gestor da moeda ou, no caso, das "quase-moedas".

#### IV – A polarização da riqueza e a crise da gestão monetária

Entre os ativos financeiros podemos admitir a hipótese de substituição. Esta é uma decorrência da própria natureza destes ativos, em que o retorno à forma dinheiro é assegurado contratualmente, no caso das aplicações a juros, ou através da organização de mercados para negociação à vista dos títulos, como ocorre com as aplicações "de risco". Em outras palavras, o "afastamento" da liquidez dos ativos financeiros é uma função exclusivamente do tempo – o prazo de vencimento da aplicação característico dos ativos a juros

ou o prazo médio de negociação nos mercados *spot* para as aplicações “de risco”. A acumulação de ativos reais não é acompanhada de garantia de retorno datado à liquidez, nem os mercados estão organizados para se prestarem, em geral, à sua pronta negociação. Esta diferença configuraria uma desvantagem aos ativos que compõem a riqueza real, mas compensatoriamente eles detêm a propriedade reprodutora, o que abre uma dupla possibilidade de preservação de seu valor sob a forma social da riqueza (vale dizer, no dinheiro): 1) regular, através do fluxo da produção corrente, a escassez ou a redundância relativas dos ativos reprodutivos e 2) proteger seu valor através da fixação dos preços dos bens para cuja produção estes ativos servem. O *risco* típico que se apresenta ao detentor de ativos reais é o de que estas alternativas não bastem para confirmar as estimativas feitas no início de cada período de produção. No Brasil, foram necessárias uma gravíssima retração dos investimentos (uma virtual paralisação dos fluxos líquidos da nova riqueza real) e uma forte reação dos preços da produção corrente para “ajustar” o estoque de capital real à rentabilidade esperada por seus detentores.

O retorno à liquidez, nas formas já descritas para os ativos financeiros, permite a revisão periódica das decisões de *portfólio*, de maneira que é possível reduzir o risco típico dos ativos reais. Mas persiste a ameaça de que alterações em variáveis não controladas diretamente por seus detentores se apresentem antes do retorno à liquidez. Inadimplência do devedor e variações nas taxas de juros ou mudanças bruscas nas condições de negociação dos mercados *spot* são fatores de risco, diante dos quais são desenvolvidos mecanismos formais de salvaguarda (como garantia) e técnicas de diversificação de aplicações. Historicamente, porém, os ativos financeiros sempre estiveram sujeitos à desvalorização provocada pela inflação. O risco da inflação vem sendo neutralizado pela indexação, que pretende garantir o *poder de compra* dos ativos financeiros.

É importante sublinhar que, com a existência de mercados financeiros desenvolvidos, a acumulação de riqueza financeira se distribui por uma variedade de títulos e valores, englobando moeda e aplicações a juros e de risco com distintos graus esperados de proteção e rentabilidade. Como proteção e rentabilidade devem ser antecipadas para os períodos de iliquidez (vale dizer, pelo tempo de permanência dos títulos em carteira), cada agente detentor de riqueza financeira pode “escolher” uma carteira de ativos. Em suma, há uma diversidade de opiniões que em um modelo simplificado de dois ativos (moeda e títulos a juros) pode ser retratada, como Keynes o fez, segundo as opiniões dos pólos “baixista” – formado por aqueles que antecipam o aumento da taxa de juros e a queda dos preços dos títulos – e “altista”, constituído por aqueles que prevêm a queda da taxa de juros e a conseqüente elevação dos preços dos títulos. A efetividade da política monetária vai depender da existência desta diversidade de opiniões; ela será eficaz se através da taxa de juros conseguir regular as opiniões predominantes nestes pólos e, desta forma, induzir mudanças na composi-

ção dos *portfólios*. Não seria possível reduzir a taxa de juros, por exemplo, se todos estivessem firmemente concentrados em expectativas “baixistas”.

Para retratar o caso brasileiro, vamos considerar os seguintes ativos: moeda, ou o “dinheiro velho” (M), quase-moedas (Q), títulos a juros (T) e valores negociados em mercados *spot* (V) (como ações, contratos futuros, ouro e dólar paralelo). Devemos admitir alta substituição entre eles. A aquisição de um determinado ativo obedece ao critério da sua valorização real esperada em um certo período, cálculo que vai depender, além da avaliação do rendimento próprio do ativo, da cobertura que ele promete para o risco da inflação e para o risco puro de capital (ignoremos o risco de inadimplência do devedor). O valor real esperado da posse de um ativo pode então ser definido como:  $W_J = \pi_J \cdot J_0$ , onde  $W_J$  é o valor real realizável esperado para a posse do ativo J;  $\pi_J$  é o preço real esperado do ativo J e  $J_0$  é o valor nominal da aplicação no início do período.  $\pi_J$  constitui o critério fundamental de revisão das posições de carteira.

Para cada um dos tipos de ativos que selecionamos, o preço real esperado  $\pi$  apresenta características particulares:

- para a moeda, equivale simplesmente ao inverso do índice de preços esperado ( $\pi_M = 1/p$ );
- para os títulos a juros, depende do rendimento nominal que a aplicação promete, da eficácia que se atribui à indexação e da avaliação do risco de variação das taxas de juros durante o período contratual, fator que pode determinar perda de capital:  $\pi_T = r_T \cdot q_T$ , onde  $r_T$  é o índice que avalia o rendimento global do título, incluída uma parcela de correção monetária além da taxa de juros das aplicações a prazo, e  $q_T$  é o índice de variação esperada do valor nominal do título para negociação ou resgate antes do prazo de vencimento;
- para os valores negociados em mercados à vista, depende da variação real esperada dos preços *spot* do ativo ( $\pi_V = q_V \cdot p$ , onde  $q_V$  é o índice antecipado de preço *spot* futuro do ativo);
- para as quase-moedas, onde se supõe que não haja risco de capital devido ao prazo reduzido de iliquidez, é função da taxa real de juros esperada de curtíssimo prazo ( $\pi_Q = r_{cp} \cdot p$ , onde  $r_{cp}$  é a taxa nominal de juros de curto prazo).

O que se assistiu na economia brasileira ao longo dos anos 80, no campo financeiro, foi a progressiva incapacidade de formação das antecipações dos preços esperados  $\pi_J$  e, conseqüentemente, dos valores esperados dos ativos financeiros. Em todos os casos, o problema apresentou-se na forma de crescente dúvida sobre o rendimento esperado dos ativos diante da evolução dos preços. O rendimento esperado era difícil de prever nos períodos mais longos e as eventuais perdas de capital estiveram sujeitas à instabilidade acentuada das taxas de juros. Isto equivale a dizer que, no caso dos títulos a juros, apropriados à intermediação finan-

ceira (ativo T), e dos haveres negociados em mercado (ativo V), os valores de  $r/p$ ,  $q_T$  e  $q_{V/P}$  poderiam sofrer inesperada e substancial queda. Para a moeda (ativo M), podemos considerar que havia um alto grau de *certeza*, mas neste caso de perda do valor do ativo.

Cabe advertir que o risco de desvalorização dos ativos financeiros estaria presente mesmo na hipótese de estabilidade da taxa de inflação, bastando que ela se sustentasse em um nível elevado. O que a persistente aceleração inflacionária observada durante os anos 80 introduziu foi um componente adicional de incerteza nas antecipações dos preços e na utilização dos indexadores.

A indexação formal, mesmo na modalidade posfixada, não se sustenta enquanto fator de estabilização das antecipações se a inflação é alta ou, menos ainda, se está sob constante ameaça de aceleração. Isto se deve ao risco de mudança de indexador, de expurgos, prefixações ou perdas derivadas da aplicação dos "choques" antiinflacionários. Sob inflação muito elevada e forte tendência de aceleração, surge um outro motivo de agravamento de incerteza: as defasagens entre o período de coleta dos preços que servem à fixação do indexador e os preços atualmente praticados.

As quase-moedas (ativo Q), sobretudo na forma da "moeda indexada", se distinguem dos demais ativos não só pelo rendimento que prometem, mas, antes de mais nada, pela sua elevada liquidez. Nas condições descritas, a "moeda indexada" passa a se constituir na única forma de proteção do valor da riqueza financeira. A impossibilidade de se proceder às antecipações com um mínimo grau de certeza obriga à concentração das decisões de acumulação financeira na "moeda indexada". Isto é feito sob o suposto de que é possível a qualquer momento rever a decisão e alterar correspondentemente a composição do *portfólio*. Em outras palavras,  $r_{cp/p}$  é o preço real que pode ser previsto com a maior certeza porque é passível de rápida revisão com pequeno risco de perda de capital.

Desta forma, as quase-moedas tenderam a absorver crescentemente a riqueza financeira, inclusive no caso dos agentes cuja estrutura de recursos comportaria aplicações de risco ou a prazos mais dilatados. Isto explica a grave desintermediação financeira ocorrida no Brasil nos anos 80. Por outro lado, os "aperfeiçoamentos" que foram introduzidos por bancos e pelo Estado na forma quase-moeda levaram à submissão da demanda da moeda para transações às motivações especulativas. O deslocamento das carteiras e da demanda de moeda para as quase-moedas foi, por estas razões, quase integral. Restaram apenas posições pouco expressivas na "moeda velha" (ativo M) e em valores (ativo V). Os ativos a juros que serviam à intermediação financeira (ativo T) virtualmente desapareceram ou perderam suas características de instrumento de intermediação para se transformarem em quase-moedas.

Devemos ressaltar as mudanças decisivas que tiveram lugar no sistema financeiro a partir do processo descrito acima:

– a intermediação financeira regrediu aos padrões anteriores às reformas bancária e financeira de meados dos 60. Os títulos da dívida pública, como já vimos, deixam de servir ao

financiamento do setor público para lastrear a "moeda indexada";

– a clássica segmentação da demanda de moeda pelos motivos transação, precaução e especulação perde sentido. Todos os motivos são absorvidos pela demanda de "moeda indexada", que é essencialmente especulativa;

– as instituições, empresas e indivíduos formadores de posições financeiras passam a atuar como se todos fossem agentes "fluidos" (a expressão é de Hicks). A formação de posições "sólidas" no aguardo de retorno a longo prazo poderia causar perdas irreversíveis, dada a instabilidade da economia. Preservar a liquidez para antecipar possíveis mudanças do quadro financeiro é a estratégia típica do agente fluido, que vai dominando todas as ações de pequenos ou grandes investidores, aplicadores individuais ou institucionais.

Esta situação ou estado das expectativas corresponde, de um ponto de vista keynesiano, à constatação de que vai se formando uma preferência absoluta pela liquidez, concentrada nas quase-moedas, ou uma polarização radical das opiniões e antecipações financeiras, onde todos se tornam "baixistas". Isto tem conseqüências importantes sobre os limites da gestão monetária e o manejo da taxa de juros pelo Banco Central.

Ao lado da polarização da riqueza financeira nas quase-moedas, os demais ativos e mercados tiveram suas dimensões restringidas. Mas, a despeito disto, passam a cumprir papéis importantes. O pequeno estoque de moeda serve de base ao lucro inflacionário que os bancos disputam entre si, enquanto os mercados de risco passam a ser o *locus* por excelência da especulação financeira. Esses mercados exercem internamente um papel semelhante ao da especulação cambial na formação do valor externo da moeda. Fornecem uma sinalização para a fixação de taxa de juros de curtíssimo prazo no nível que seria necessário para preservar o valor esperado da "moeda indexada" e, assim, manter as posições neste ativo. O poder e a ressonância da sinalização originária destes mercados relacionam-se diretamente com sua reduzida dimensão, diante da dimensão dos direitos acumulados sob a forma líquida e protegida da riqueza. Isto significa que, se a gestão monetária tentar resistir ao ajuste das taxas de juros, um deslocamento ainda que marginal das quase-moedas para os mercados de risco – incentivado pela expectativa de valorização induzida pelos intermediários financeiros – somente poderá ser absorvido por um aumento das cotações. Este é o movimento que referenda o ganho especulativo dos operadores destes mercados e que vem amparando a proliferação de instituições financeiras neste ramo. A percepção de que a reação dos preços *spot* venha a ser muito forte, de sorte a contaminar outros preços e valores (caso dos bens estocáveis, como matérias-primas e bens duráveis, imóveis e até terras), pode detonar uma corrida para a formação de posições em ativos reais e bens, levando à destruição das quase-moedas. Isto equivaleria a uma ruptura definitiva do padrão monetário, já que nem mesmo

as quase-moedas ou a "moeda indexada" seriam capazes de preservar a confiança dos agentes. Na hiperinflação esta confiança não mais existe, o que leva cada detentor de riqueza, como último recurso, a formar estoques em ativos "fortes" ou simplesmente em bens.

O mesmo processo pode ser desencadeado a partir de uma tentativa de monetização da dívida pública com propósito de reduzir o déficit financeiro do setor público ou por um rebaixamento deliberado das taxas de juros com o objetivo de guiar as expectativas de preços. Se as expectativas não se alteram imediatamente, considerados os tamanhos relativos dos mercados, a ação dos operadores financeiros induzirá reações dos agentes "fluidos". Isto pode detonar a temida "Onda de desconfiança", a não ser que o gestor da moeda recue em seus propósitos de "estabilização" e, novamente, reafirme o valor da "moeda indexada". Daí serem permanentes, por razões estritamente monetárias, as tendências de aumento dos custos financeiros nos orçamentos públicos e de crescimento da dívida pública. Não é o tamanho da dívida em relação ao PIB o fator relevante para a avaliação dos riscos de uma hiperinflação aberta e sim a magnitude da riqueza acumulada sob a forma de quase-moedas – lastreadas em títulos públicos – diante dos acanhados mercados alternativos e da inelasticidade a curto prazo da oferta de novos títulos.

É neste sentido que a gestão monetária no Brasil perdeu efetividade: ela não é capaz de guiar as expectativas e determinar as taxas de juros porque está prisioneira da polarização da riqueza financeira nas quase-moedas. Esta polarização foi patrocinada como meio de recompor a precária unidade das funções da moeda. Dela se nutre agora o mercado financeiro que, sem função intermediadora, especializou-se em especular contra esta falsa unidade. É ela quem comanda a política monetária e os movimentos das taxas de juros.

## V – A reforma monetária

### *Princípios da reforma*

A falsa unidade monetária propiciada pela "moeda indexada" vem impedindo que a hiperinflação se explicita. Determina, no entanto, uma dinâmica de preços e dos mercados de ativos extremamente perversa. A instabilidade de preços e a ameaça de ruptura são crescentes. Por outro lado, a atração que as quase-moedas exercem vai concentrando todo tipo de saldos monetários, poupanças e riqueza financeira, praticamente englobando todos os agentes: indivíduos e produtores, investidores institucionais, rentistas e especuladores. Todos, na prática, especulam contra a moeda.

Nestas condições, torna-se impossível o movimento na direção oposta, vale dizer, um processo que recomponha os critérios adequados da formação de preços, restaure as dimensões relativas dos mercados financeiros e recupere os padrões de avaliação e risco da posse das diferentes classes

de ativos. Um "efeito riqueza" de enorme potencial instabilizador pode ser desencadeado, se a tentativa de reordenamento é abrupta, buscando, de um só golpe, alterar radicalmente as expectativas, ou ainda se a política de estabilização é gradativa. Teoricamente, neste caso, a acomodação da riqueza financeira poderia não apresentar efeitos explosivos, mas para que isto fosse verdadeiro, seria necessária uma distribuição da riqueza financeira em carteiras diversificadas e em complexos de opiniões e avaliações divergentes, que iria se alterando aos sinais de mercado. A polarização da riqueza financeira nas quase-moedas, em um quadro de opiniões em que todos são unanimemente "baixistas", não admite estas hipóteses.

É nesta perspectiva que podemos entender a afirmação de alguns analistas de que o único instrumento de política econômica ainda eficaz na atualidade é a taxa de juros. Admitem implicitamente a irreversibilidade do quadro e tomam como um dado que a gestão monetária deva sancionar passivamente todas as dúvidas e movimentos especulativos em torno à riqueza financeira. Foi esta, aliás, a diretriz de política econômica seguida após o Plano Verão. Preços e controles cambiais foram liberados e o Banco Central renunciou a qualquer tentativa de estabilizar a taxa de juros. Esta, na prática, tornou-se também "livre", ao sabor da especulação promovida pelos operadores financeiros, quando não era manejada no sentido de antecipar os movimentos especulativos dos mercados de risco, sancionando toda e qualquer pressão dos operadores. A política econômica de 1989 e deste primeiro trimestre de 1990 determinou, assim, um *over-shooting* na economia, em termos da instabilização de preços, da crise cambial e do déficit financeiro do setor público, servindo como uma prévia do que pode vir a ser a implantação de uma política dita liberal hoje no País. Como mostraram os balanços de grandes empresas e bancos de 1989, esta é a melhor maneira de fazer valer o que não vale e de propiciar lucros inflacionários para quem detém o poder discricionário sobre a moeda na forma fracionada como ela se apresenta no Brasil.

Por outro lado, deixa uma certeza entre analistas e agentes da economia: a de que somente medidas radicais serão capazes de restaurar a legitimidade da riqueza e dos patrimônios acumulados e afastar o fantasma da hiperinflação. Sobre esta questão, dois conjuntos de opiniões extremas se formaram: de um lado, o dos que advogam uma profunda reforma do Estado; de outro, o dos que não vêem outra saída senão o "calote" da dívida interna. Ambos comportam muitas variantes, que aliás são de fundamental importância porque, seja qual for o encaminhamento para um ou outro lado, há a questão decisiva da justiça social envolvida nas reformas. Redução de salários, falência de pequenos produtores, sacrifício de fundos sociais ou da poupança popular não só seriam injustos como incapazes de resolver uma crise cuja natureza é monetária e alcançou a maior gravidade.

Uma reforma do Estado que envolva reforma fiscal, reforma administrativa e privatização de empresas estatais

deve ser orientada para permitir a recuperação da capacidade do gasto e do investimento público no campo social e da infra-estrutura, mas nunca para dar validade a uma riqueza ficticiamente acumulada, o que equivaleria a sacrificar as frações menos protegidas da sociedade, o servidor e o patrimônio público para preservar a riqueza e o lucro inflacionário do grande capital. Deveríamos ter claro que, em um momento como o que atravessamos hoje, seria precisamente este o conteúdo de certas propostas pretensamente neutras e consagradas pela teoria econômica, como a que prega a reforma fiscal, com o objetivo de neutralizar o déficit financeiro do setor público. Apenas uma orientação de reforma fiscal poderia pleitear conteúdo de neutralidade e justiça: uma reforma concebida em torno ao imposto sobre a riqueza e o patrimônio. Em particular, concorreria para uma rápida recuperação fiscal do Estado a instituição de um *capital levy*, uma imposição cobrada de uma só vez, através de uma alíquota sobre as grandes riquezas financeiras e o patrimônio líquido das grandes empresas, de preferência retroagindo a 31/12/89 para captar a riqueza que pode ter sido deslocada após esta data. No contexto das crises monetárias dos anos 20, Keynes defendia esta medida como a mais justa, mas nas condições brasileiras até mesmo ela pode ser ineficaz devido à ação dos grupos de pressão e do poder hoje tão cristalizado dos detentores de riqueza. Por outro lado, no *tempo* que mediará entre o anúncio da reforma e sua execução, a situação financeira do País poderá se agravar de tal forma que a hiperinflação seria inevitável. É crucial que seja promovida uma reforma fiscal, apoiada particularmente no *capital levy*, explicitamente destinado a financiar um programa social para o País. A reforma monetária coloca-se em uma outra dimensão e sob um objetivo que dificilmente a reforma fiscal seria capaz de atingir: a restauração definitiva da unidade da moeda.

O assim chamado "calote" contém várias alternativas. Um caso limite podemos tomar da experiência alemã do após II Guerra Mundial, em que os saldos financeiros perderam valor quando da introdução de uma nova moeda na proporção média de 100 para 6,5. Um outro exemplo é o da Argentina, que recentemente converteu títulos da dívida pública de curto prazo em títulos de longo prazo, representando isto uma efetiva desvalorização dos saldos preexistentes na proporção do deságio na negociação dos títulos convertidos. Finalmente, uma outra possibilidade no caso brasileiro seria de que o governo simplesmente retirasse o lastro em títulos públicos que dá à "moeda indexada", de forma que os bancos não mais poderiam emitir quase-moedas. Note-se, porém, que neste caso a inevitável monetização na velha moeda que teria lugar desencadearia uma onda arrasadora de consumo (um "*efeito-dissaving*" semelhante ao que Nurkse descreveu na hiperinflação alemã de 1923) e uma desenfreada busca de formação de estoques em ativos, inclusive ativos reais (um "*efeito-portfólio*" semelhante, mas de intensidade muito maior do que este que presenciamos nos últimos meses). A hiperinflação, neste caso, se encarregaria de desvalorizar a riqueza em fuga.

O ponto a ser levado em conta nestas variantes é que em todos os casos os detentores da riqueza financeira são tratados indistintamente: pequenos e grandes poupadores, especuladores e fundos de poupança, bancos e empresas que em outra situação poderiam deslocar recursos para o financiamento, o investimento e a ampliação da produção. Tendem, por outro lado, a punir os menos ágeis em rever posições e os que detêm limitado poder de efetuar operações ilegais (como o envio de recursos para o exterior). O objetivo de uma reforma monetária não deve ser a destruição das instituições que mobilizam recursos financeiros e poupanças ou a ruína dos agentes produtivos que detêm saldos financeiros, mas sim o de estancar o conteúdo especulativo que suas ações apresentam no momento, recuperar suas funções e a contribuição deles esperada na formação do emprego e do produto nacional.

Uma reforma monetária deve, portanto, atender a múltiplos requisitos, como os de natureza estritamente monetária, quais sejam, o de resgatar a unidade monetária, a confiança no gestor da moeda e a destinação produtiva do poder de compra e da riqueza acumulada. Mas também deve observar os objetivos de justiça social na distribuição de eventuais perdas ou ônus da reforma, de proteção à poupança popular, além de concorrer para o reerguimento financeiro do setor público.

#### *A reforma monetária*

O programa a seguir respeita esses requisitos e objetivos. Ele tem por base a criação de uma nova moeda e a suspensão condicionada da liquidez na moeda antiga (cruzado novo). Não promove desvalorizações arbitrárias da riqueza financeira, mas tão-somente restringe sua liquidez para fins não-produtivos. A contribuição ao investimento, à produção e ao desenvolvimento do mercado de capitais é o critério fundamental para a conversão plena dos saldos em cruzados novos à nova moeda, bem como para o retorno integral da liquidez do estoque de riqueza. Para a grande maioria de detentores de ativos e aplicações financeiras, sequer se colocam os condicionantes acima, de forma que conversão à nova moeda é plena e automática.

Para que não haja incentivo ao deslocamento de saldos financeiros para o consumo (um "*efetivo dissaving*") durante a vigência do programa, está previsto um prêmio de juros para uma "caderneta de poupança especial", contendo as mesmas características da atual, porém rendendo o dobro de juros para aplicações sem resgate durante o prazo de um ano.

A reforma monetária não pretende promover de imediato qualquer reforma no sistema de indexação e no sistema financeiro, o que no entanto será absolutamente necessário para preservar condições de estabilidade da moeda e de financiamento da economia com vistas ao crescimento futuro. Tampouco contempla em si uma reforma fiscal, embora contribua para a redução dos encargos financeiros que asfixiam atualmente os orçamentos públicos. Simultanea-

mente à reforma monetária, deveria ser enviada ao Congresso Nacional uma proposta de reforma fiscal concebida em torno à instituição do *capital levy* e a uma revisão profunda de alíquotas e incidências dos impostos existentes, além de subsídios e incentivos fiscais. A reforma fiscal visa reordenar o setor público também com vistas ao crescimento futuro da economia e deve ter a direção do atendimento às demandas sociais em substituição ao atendimento das demandas empresariais que prevaleceram nas últimas décadas no acesso aos recursos e bens públicos.

Para a reforma monetária ficam reservadas tarefas cruciais, como as de estancar a atual forma dominante de reprodução da riqueza, restaurar a confiança na moeda e reconduzir os agentes privados e públicos às funções produtivas a eles correspondentes na sociedade.

Eis os pontos principais da reforma monetária:

I – Cria a nova moeda.

II – Fixa regras de conversão dos saldos existentes nesta data à nova moeda:

1. Meio circulante: ao par, imediatamente.
2. Depósitos (à vista, remunerados e a prazo), open, fundos de curto prazo e demais aplicações – pessoa jurídica:
  - a) ao par, contra apresentação da folha de pagamento;
  - b) ao par, contra recolhimento do ICMS para a compra de mercadorias;
  - c) ao par, contra recolhimento do *capital levy*;
  - d) ao par, contra aquisição de Títulos do Desenvolvimento Econômico (TDE – prazo de 5 anos, correção pelo IPC e juros 8% a.a.);
  - e) ao par, contra aprovação por órgão competente (BNDES, CEF, BB, Finep) de programas de investimento;
  - f) ao par, contra inversões no Programa de Privatização do Governo;
  - g) ao par, contra aquisição de ações novas de empresas com projetos aprovados nas condições do item “e”;
  - h) ao par, contra crédito novo à atividade produtiva (no caso da carteira própria de bancos e instituições financeiras), respeitados os limites de expansão do crédito pela Comissão de Política Monetária;

- i) os haveres em cruzados novos serão corrigidos monetariamente pela variação do IPC até o momento da conversão à nova moeda;
- j) os direitos de conversão são inegociáveis e intransferíveis;
- k) os direitos de conversão se extinguem em 31/12/94.

3. Depósitos (à vista, remunerados, a prazo, de poupança) open, fundos de curto prazo e demais aplicações – pessoas físicas:

- a) ao par, imediatamente para os saldos de valor atual até NCz\$ 300.000,00;
- b) acima deste valor:
  - ao par, contra retirada mensal de valor atual de até NCz\$ 100.000,00;
  - ao par, contra aquisição de imóvel sob condições a serem definidas;
  - ao par, nas condições de “c”, “d”, “f” e “g”, do item 2;
  - o saldo definido em “a” e não utilizado pelo período de 12 meses renderá o equivalente a uma “caderneta de poupança especial” com juros de 12% a.a.;
  - valem as condições “i”, “j” e “k” do item 2.

#### *Acesso à nova moeda e à política monetária*

Instituída a reforma monetária, a questão imediata a enfrentar é a do acesso à nova moeda, enquanto não se recompõem as expectativas de longo prazo e se reorganizam os mercados financeiros. De fato, é tamanho o desequilíbrio presente na composição da riqueza social que não bastará estancar a reprodução da riqueza financeira. É de se esperar um longo período até que os próprios sinais de mercado e a gestão monetária (através de mecanismos convencionais) voltem a operar e possam presidir uma distribuição na forma de riqueza, que apresente maior equilíbrio entre a riqueza ativa e não-ativa e menor dependência de desequilíbrios do setor público.

Haverá um meio-tempo de intensa especulação e apostas na mudança de política econômica. Esta deverá manter-se ativa porque o reequilíbrio dos estoques exigirá um controle estrito dos fluxos. Mas o quadrô no qual operará ainda será marcado pela incerteza nas antecipações, de modo que as mudanças na forma da riqueza no imediato período após a reforma terão caráter predominantemente especulativo e desestabilizador do programa. Por isso será necessário cumprir com rigor a reforma quanto às regras de conversão. Será necessário ainda estabelecer limites quanto ao acesso à nova moeda pelos agentes econômicos.

Será este um momento peculiar da economia e de seu novo padrão monetário, em que a confiança na nova moeda entendida como a crença pelos agentes privados de que ela não será produzida ou substituída arbitrariamente) ainda não se consolidou. Por isso será de crucial importância imedir que os centros de decisão privados, ou até mesmo o setor público, disponham de poder de acesso a ela, que não seja através das relações mercantis do circuito corrente de produção-renda.

A regra é para todos. Para o setor público deve prevalecer um teto de financiamento na nova moeda, segundo uma valiação fiel das suas necessidades de financiamento para que possa ser rigorosamente cumprido. Neste momento, o mais importante do que discussões sobre a magnitude do déficit público é a percepção dos centros privados de decisão de que o acesso à nova moeda por parte do próprio gestor não lhe conferirá um poder diferenciado.

Quanto ao setor privado, há questões fundamentais a serem tratadas. A primeira delas é quanto ao acesso à nova moeda a partir dos direitos monetários acumulados no passado. Se esses direitos puderem ser exercidos de forma indiscriminada, reproduziremos inteiramente o quadro atual. As regras de conversão limitam esta via de acesso. Isto significará apenas o rompimento com o passado, um ato crucial para dar partida ao processo de resgate das funções monetárias, mas que não esgota o problema. Há que se levar em conta o acesso corrente à nova moeda: o acesso através do crédito e o acesso privilegiado que as condições externas da economia dão aos exportadores.

Não basta definir uma meta monetária como a expansão zero para a nova moeda ou querer fixar a taxa de câmbio. Vimos como é complexa a política monetária face à natureza mutante das avaliações e expectativas, o que não admite regras rígidas de gestão. Por outro lado, a formação das expectativas quanto à taxa de câmbio pode inviabilizar a sustentação da estabilidade cambial. Nas atuais condições, o problema torna-se mais grave de ambos os lados: do lado da política monetária, porque a reforma agravará em um primeiro momento a utilização de instrumentos clássicos de controle da oferta de moeda (como o *open market*), quando precisamente serão maiores as incertezas das decisões. Do lado cambial, porque é impossível que a reforma contemple medidas de regulação das reservas no momento em que o País atravessa uma gravíssima crise cambial.

O principal instrumento de política monetária no período de implantação da reforma será o crédito bancário. A ruptura da liquidez devida à reforma talvez provoque ondas de liquidação de ativos (como dólar, ouro e estoques), podendo determinar uma recessão na economia, o que não é desejável. O crédito fácil, por outro lado, pode concorrer para que não se forme a confiança na nova moeda. A política monetária deverá ser manejada com extrema sensibilidade: deve garantir as provisões de moeda a partir da demanda formada pela ampliação da circulação industrial mas, ao mesmo tempo, recusar-se a sancionar as pressões para que se amplie a circulação financeira, dado que o movimento fi-

nanceiro neste período terá, como observamos, caráter eminentemente especulativo.

Será necessário criar instrumentos especiais para que seja exercida a política monetária a partir do crédito:

- instituição de depósito compulsório de 100% sobre os acréscimos dos depósitos de todos os tipos;
- criação, no Executivo, de uma Comissão de Política Monetária, cujas principais funções seriam: fixação de limites de crédito por instituição financeira e acompanhamento da execução da política monetária, com fixação de metas mensais.

Certamente será uma imposição do momento a decretação de intervenção nos bancos. O êxito da reforma determinará uma brusca queda de rentabilidade no setor bancário. A intervenção será provisória e visará evitar o erro do Plano Cruzado. Neste, a política bancária permitiu uma explosão do crédito em cruzado para que os bancos reajustassem seus *portfólios* e procurassem recompor a rentabilidade abalada pela queda da taxa de inflação.

Na questão cambial, o problema apresenta-se de forma ainda mais grave. A fixação da taxa de câmbio e a suspensão de pagamentos de toda ordem ao exterior são medidas necessárias, mas não suficientes para assegurar a estabilidade da relação externa da nova moeda. Este é o calcanhar de Aquiles da reforma, que teria uma chance de êxito quase integral se partisse de uma situação mais folgada quanto às reservas cambiais e se fosse viável regular suas variações com os instrumentos convencionais ou mediante o crédito internacional. O pior dos mundos será tentar exercer controle sobre as expectativas cambiais através de desvalorizações do câmbio. Isto não apenas terá efeito nulo sobre as reservas, como tornará, de saída, insustentável a manutenção da estabilidade interna do valor da nova moeda.

O único fator de efetiva estabilização nesta matéria consistiria no apoio externo ao programa brasileiro de reforma. Mas isto só poderá ser negociado após a sua implementação.

A reforma monetária não pressupõe o congelamento de preços, mas este poderá ser adotado sob um critério particular: o estabelecimento de uma regra mínima e geral para os preços, dada a indeterminação dos critérios atuais de sua formação.

A gravíssima desorganização dos mercados que culminou na polarização dinheiro-bens reforça a possibilidade de uma fuga em massa da moeda. Nesta situação, infelizmente, a recomposição dos mercados e a restauração das expectativas de longo prazo passam por um controle arbitrário da liquidez e exigem um enorme grau de concentração das decisões. A antecipação das medidas fiscais e monetárias pelos agentes privados impede o Estado de regular a economia através de medidas convencionais. Neste caso, a própria eficácia das providências fiscais fica inteiramente subordinada ao sucesso da reforma monetária. O grau de arbítrio na execução desta será proporcional ao estado de pânico. ■