

4

A Reforma e a Política Monetária

A Reforma Monetária do Plano Collor

Affonso Celso Pastore
Professor de Economia da USP

1. Introdução

Em março de 1990, o novo Governo anunciou um programa de estabilização destinado a estancar a hiperinflação e a controlar, definitivamente, a inflação no Brasil. O ponto fundamental do programa foi uma reforma monetária que estabeleceu a troca do padrão monetário, retirando o poder liberatório da moeda antiga, o Cruzado Novo, e entregando-o à nova moeda, o Cruzeiro. Foram tornados indisponíveis 80% do estoque de M_4 em cruzados novos (a soma do M_1 e de todos os demais ativos financeiros), o que atingia a 30% do PIB, aproximadamente, com os restantes 20% de M_4 convertidos em cruzeiros e liberados para uso. Todos os débitos então existentes deveriam ser liquidados na moeda antiga, e durante 60 dias o Governo permitiu que os impostos (federais, estaduais e municipais) pudessem ser pagos em cruzados novos. A perda do poder liberatório do cruzado novo, conseqüentemente, não foi absoluta, mantendo-se parcialmente por 60 dias, o que ensejou um ativo mercado de trocas de titularidade dos depósitos em cruzados novos, que livremente determinava a taxa cambial de conversão entre as duas moedas. O Governo indicou que eventualmente faria leilões de conversão entre o cruzeiro e o cruzado novo. Depois de 18 meses comprometeu-se a devolver a massa remanescente de cruzados novos bloqueados, que rendem correção monetária mais 6% ao ano, sendo a devolução realizada em 12 meses.

Esta foi a segunda reforma monetária realizada no Brasil desde 1986 e difere da anterior, a do Plano Cruzado, por partir de um diagnóstico diverso sobre as causas da inflação brasileira.

A do Plano Cruzado destinava-se a produzir a desindexação da economia, buscando-se uma inflação zero na nova *moeda forte*, o Cruzado, que substituiu a moeda antiga, o Cruzeiro. A suposição de que o Cruzado era uma moeda forte fundamentava-se na crença de que a inflação era inercial, e que, realizada a desindexação, a inflação gravitaria em torno de zero. Admitia-se que o efeito inflacionário do déficit público seria marginal, porque já era baixo, e aquele ainda remanescente declinaria como final da inflação, devido ao efeito Tanzi. Supunha-se que a expansão monetária era passiva, apenas sancionando a inflação inercial, sendo desnecessário o controle da quantidade de moeda reclamado pela *ortodoxia*. O Banco Central administraria a remonetização, permitindo o crescimento da quantidade nominal de moeda necessária para recompor o estoque real que cresceria em função da queda nas expectativas de inflação. A dificuldade de determinar um curso preestabelecido para a quantidade nominal de moeda e a pouca importância dada a este agregado sugeriram a adoção de uma *âncora Wickselliana*, fixando-se a taxa real de juros em um nível positivo razoável, e permitindo que a quantidade nominal de moeda se ajustasse passivamente ao crescimento da demanda pelo estoque real de moeda.

No caso do Plano Cruzado, alguns trabalhos anteriores à sua implementação permitiram que o diagnóstico do Governo fosse rapidamente entendido pela sociedade. No caso do Plano Collor, seus autores não tiveram a mesma gentileza de seus antecessores heterodoxos, e a ausência de qualquer exposição do diagnóstico torna extremamente difícil o caminho a ser percorrido para avaliá-lo.

A primeira diferença importante do Plano Collor diz respeito ao tamanho do déficit público operacional, que neste caso era significativamente superior ao do experimento anterior. A preocupação do Governo, neste caso, manifesta-se no anúncio de que irá reduzi-lo através de uma reforma patrimonial, a privatização de um certo número de empresas estatais e de uma reforma administrativa, reduzindo o custo da máquina estatal. De concreto, contudo, as medidas inicialmente implementadas produziram uma redução significativa, ou talvez a eliminação, do déficit operacional para o ano de 1990, à custa de um gigantesco imposto sobre o capital.

A segunda diferença repousa na taxa cambial. Quando do anúncio do Plano Cruzado, não existia qualquer sobrevalorização notável do cruzeiro, quer com relação ao dólar, quer com relação à cesta de moedas de nossos principais parceiros de comércio. O ajustamento externo, definido pela recuperação da competitividade das exportações, garantindo o superávit comercial, já estava realizado. A sobrevalorização cambial dos meses subsequentes foi produzida pela utilização da taxa cambial fixa como uma âncora nominal para o nível geral de preços, combinada com uma política monetária excessivamente expansionista, que não contemplou seriamente nem a preservação do equilíbrio interno nem a do equilíbrio externo. O Plano Collor, contudo, já partiu de uma taxa cambial significativamente sobrevalorizada, não somente com relação ao dólar, mas principalmente com relação à cesta de moedas, dada a desvalorização do dólar com relação às moedas européias e ao iene. Ao adotar uma taxa cambial dita livre para as transações comerciais e financeiras, e tendo provocado uma significativa e abrupta redução dos estoques de moeda e dos demais ativos financeiros, provocou uma queda ainda maior da paridade cambial, que passou a ser

sustentada pelo Banco Central, em um patamar ainda mais baixo que o anterior. A taxa cambial passou a desestimular as exportações, deixando de funcionar como uma importante força contracíclica minimizando a recessão, e o câmbio passou a reduzir artificialmente a taxa de inflação, a curto prazo, à custa de uma inflação maior, adiante, caso o Governo decida-se por recompor-lhe a paridade, ou conduzirá a uma crise cambial, se predominar o objetivo de manter a inflação reprimida, e se a liberalização de importações ocorrer, com esta paridade, para auxiliá-lo na tarefa de conter os preços domésticos.

Mas o ponto realmente inovador do Plano foi a reforma monetária, que retirou o poder liberatório do cruzado novo. A indisponibilidade de 80% do M_4 reduziu quer a quantidade de moeda, M_1 , quer a quantidade de todos os demais ativos financeiros, produzindo uma significativa queda no estoque da riqueza financeira, o que tem sido interpretado como uma redução do *grau de liquidez* da economia. Certamente o Governo tinha, como um elemento-chave de sua estratégia, o controle de M_4 , um agregado monetário mais amplo, e por isso fez a reforma monetária. A introdução de uma moeda nova não é uma condição necessária nem suficiente para indicar que a reforma foi realizada, porque seu aspecto essencial é a alteração do processo através do qual a moeda nominal é criada e tornada disponível para a sociedade (Flood e Garber)(7). Esta reforma apenas reduziu o estoque de M_4 , mas não criou as condições para controlar a base monetária e M_1 , que cresciam passivamente, e que persistem tão passivas quanto antes. Ele se preocupou com o controle do que se convencionou chamar de *moeda indexada*, admitindo que na base de nossa inflação está o crescimento deste agregado monetário. Reduziu o seu estoque para depois controlar o seu fluxo, talvez. Este é um diagnóstico fundamentalmente errado das causas da inflação no Brasil.

Para analisar o Plano, conseqüentemente, temos que começar por aqui.

2. A Inflação e a *Moeda Indexada*

Há algum tempo vem se utilizando a expressão *moeda indexada* para definir um agregado monetário diferente de M_1 (o papel-moeda em poder do público mais os depósitos à vista), englobando todos os *overnights* de títulos públicos e privados. As aplicações financeiras em *overnight* podem converter-se em moeda, M_1 , quase que instantaneamente, daí atribuir-se a elas a propriedade de terem, para todos os efeitos práticos, uma liquidez instantânea.

Este é, contudo, um conceito de liquidez muito pouco preciso. Qualquer ativo financeiro sempre tem alguma liquidez, porque sempre pode ser vendido no mercado secundário antes da data de seu resgate. Quando isto ocorre, os agentes envolvidos na transação têm que estar preparados para aceitar realizá-la ao preço determinado pela oferta e pela procura naquele momento, o que significa que a liquidez do ativo tem um preço, representado pela *perda esperada de capital*, ou seja, pela desvalorização esperada do valor do ativo em torno de sua curva de rendimento real (ou curva de *yield*), decorrente do fato de que a transação tem que ocorrer instantaneamente, naquele preciso momento. Um grau maior de liquidez pode ser proporcionado por um mercado secundário amplo, envolvendo um grande número de participantes, ainda que constituído apenas de agentes privados. No caso dos títulos públicos, entretanto, ele se eleva pela presença do Banco Central atuando

como comprador e vendedor no mercado secundário. O importante a reter, diante desta conceituação, é que o grau de liquidez é um atributo de qualidade dos ativos financeiros, que não pode ser confundido com a quantidade destes ativos.

Uma importante função da intermediação financeira é a de transformar, do ponto de vista dos detentores finais da riqueza financeira, um ativo de longo período de maturação em um ativo de maturação mais curta. Pode-se chegar ao limite no qual as instituições financeiras carreguem títulos públicos e privados em seus ativos, financiando-os integralmente com depósitos de *overnight*. Esta prática tem um limite imposto pelo risco de caixa envolvido na rolagem dos financiamentos, o que expõe as instituições financeiras a graus de risco que são crescentes com o aumento de sua alavancagem, definida como o valor dos compromissos formais de recompra em proporção a sua base de capital e reservas.

No caso em que o Banco Central emite compromissos de recompra, os intermediários financeiros que não lograrem financiar suas carteiras de títulos públicos as revendem, parcial ou integralmente, ao Banco Central, o que é feito com grande automaticidade, desaparecendo qualquer risco na rolagem do financiamento. Isto lhes permite, a menos que o Banco Central lhes imponha restrições, elevarem seu grau de alavancagem. A liquidez, neste caso, torna-se instantânea, idêntica à da própria moeda, e o preço da liquidez torna-se nulo.

Observe-se que, ainda que o Banco Central garanta a recompra apenas de títulos públicos, tal mecanismo permite uma alavancagem maior, também, sobre os títulos privados, e lhes dá o mesmo grau de liquidez, a preço nulo, daquela dos títulos públicos. Isto porque os agentes financeiros captam, no mercado, financiamentos para os títulos privados, inicialmente, deixando para o final da tarde a captação de financiamentos para os títulos públicos que, se não os encontrarem no mercado, os terão no Banco Central. Este mecanismo de recompra automática é conhecido, no jargão do mercado financeiro, como o mecanismo de *zeragem automática*, das posições de títulos públicos retidos pelos intermediários financeiros.

Com inflações altas e crescentes, com o Banco Central emitindo compromissos de recompra e permitindo alavancagens elevadas, crescem as aplicações em *overnight*. No Brasil, nestes últimos anos, chegamos à situação-limite em que praticamente todos os papéis públicos e privados chegaram a ser financiados com aplicação por um dia, e esta liquidez tem um preço nulo. Neste caso extremo a moeda, M_1 , perde quase todas as suas funções, como a de reserva de valor, a de padrão para pagamentos diferidos, a de reserva temporária de poder de compra, retendo apenas uma, a de instrumento de trocas, ou de meio de pagamento. É somente com todas estas qualificações que podemos utilizar este impreciso conceito de *moeda indexada*, sem que com isto estejamos aceitando que sua expansão funcione, para efeito de produzir inflação, exatamente como uma expansão da base monetária e de M_1 .

A moeda *não-indexada*, o tradicional M_1 , é a única que tem poder liberatório, sendo, portanto, a única que obrigatoriamente tem que ser aceita nas trocas por bens e serviços, por quaisquer outros ativos, reais ou financeiros, na quitação de contratos, no pagamento de impostos etc. Como ela é não-indexada, o poder aquisitivo de seu estoque real deprecia-se a uma taxa idêntica à da inflação. Ao planejar acumular um fluxo nominal de moeda, em um período à frente, de forma a manter intacto o estoque real de moeda, e diante de uma taxa de inflação esperada igual a π^e , a sociedade terá que acumular moeda nominal à taxa $\mu = \pi^e$, o que significa que a moeda M_1 tem uma taxa de rendimento real (um *yield* real)

negativo e idêntico à taxa de inflação esperada. Em contrapartida, como o Banco Central segue a prática de fixar a taxa de juros de *overnight* acima da taxa de inflação, a *moeda indexada* rende, aos seus detentores, uma taxa de rendimento real positiva. O custo de reter moeda é a soma das duas taxas de rendimento real, a da *moeda não-indexada* e a da *moeda indexada*, que é a taxa nominal de juros. O crescimento da taxa de inflação esperada aumenta o custo de reter moeda, reduzindo-lhe a demanda e elevando a de títulos, crescendo a proporção de *moeda indexada* no total da riqueza financeira dos indivíduos. É este mecanismo de substituição que permite aos indivíduos evitarem que colham um rendimento real negativo sobre todo seu estoque da riqueza financeira, e ele é extremamente facilitado pela liquidez proporcionada pelos compromissos de recompra do Banco Central, viabilizando depósitos de *overnight*, que podem ser convertidos em M_1 instantaneamente, no momento em que os indivíduos desejarem abandonar a moeda que lhes dá a reserva de valor, para adquirirem a moeda que lhes dá o poder liberatório.

De que forma estas duas diferenças, o fato de que somente M_1 tem poder liberatório, de um lado, e de que as duas moedas pagam taxas de rendimento real diferentes, de outro, interferem com os efeitos inflacionários das expansões de cada uma das duas moedas?

Começemos considerando o caso em que o Governo financie seus déficits vendendo títulos públicos às pessoas físicas e jurídicas. Os títulos são retidos até o vencimento, podendo mudar de mãos apenas entre os agentes privados, no mercado secundário, vedando-se os compromissos de recompra do Banco Central. O fluxo de gastos públicos, acima do das receitas tributárias, expande a demanda agregada de bens e serviços. Ao vender títulos o Tesouro reduz seu preço, elevando a taxa real de juros, provocando a queda da demanda de bens duráveis e casas, de um lado, e dos investimentos em estoques e na formação de capital, de outro, reduzindo a demanda do setor privado e abrindo o espaço para acomodar a demanda do setor público que se elevou, evitando a inflação, e produzindo apenas uma redistribuição de rendas contra o setor privado e a favor do Governo. Se os déficits forem financiados por expansão da base monetária, no entanto, não existe nenhum mecanismo que reduza a demanda do setor privado, instalando-se a inflação.

Tomemos um segundo exemplo no qual o déficit público é também financiado integralmente com dívida pública, só que agora os títulos são vendidos aos intermediários financeiros, que os carregam em seus ativos, financiando-os com depósitos de *overnight*, eliminando-se a vedação à existência de compromissos de recompra por parte do Banco Central. Embora a dívida pública tenha adquirido, agora, uma liquidez instantânea, fornecida pelo Banco Central a um preço nulo, o financiamento do déficit por esta rota também será não-inflacionário se a cada colocação adicional de títulos públicos corresponder um fluxo adicional e permanente de depósitos de *overnight*. Neste caso o crescimento dos *overnights*, ainda que batizados de *moeda indexada*, também não produz inflação, porque, mesmo sendo *overnights*, funcionam, para todos os efeitos práticos, como uma colocação de dívida pública junto aos detentores finais de riqueza financeira. A única diferença é que ocorre uma corrida de revezamento entre os detentores de riqueza, com os saques de depósitos de *overnight* de alguns sendo cobertos por depósitos adicionais de outros.

Admitamos, por um momento, que tanto as expansões da *moeda indexada* quanto as da base monetária e de M_1 tivessem o mesmo efeito gerador de inflação. Se isso fosse verdade, um déficit público seria tão inflacionário quer fosse financiado por dívida pública, quer por expansão de base monetária. Quem adotasse esta posição teria que estar preparado

para encontrar uma relação representada por uma função estável ligando o aumento do déficit público ao aumento da inflação, com uma linha de regressão apresentando um elevado coeficiente de determinação, e com os déficits causando a inflação no sentido de Granger-Sims, um desafio empírico que já frustrou muitos economistas no Brasil e nos demais países do mundo. Mas teria que aceitar, também, uma segunda consequência absurda. No momento em que se expandissem os *overnights* ocorreria uma inflação de igual magnitude da provocada pelo financiamento integral do déficit com base monetária, o que permitiria ao Governo resgatar toda a dívida pública em títulos, trocando-a por M_1 , economizando os gastos com juros nominais, reduzindo dramaticamente o déficit público que, sendo a causa da inflação, provocaria, também, o seu próprio declínio.

O evidente absurdo desta proposição decorre de ignorar-se a diferença entre as taxas de rendimento real das duas moedas. Como M_1 tem uma taxa de rendimento real negativa, porque sobre ela incide o imposto inflacionário, enquanto que a *moeda indexada* está protegida dessa taxa, o cancelamento dos *overnights* transformando-os em depósitos à vista produziria uma taxa de rendimento real negativa sobre todo o estoque da riqueza financeira, compelindo seus detentores a protegerem-se do imposto inflacionário trocando-a por ativos reais ou bens, bombeando a inflação para cima tanto mais vigorosamente quanto mais elevadas forem as expectativas de inflação.

O que ocorre, no entanto, é exatamente o contrário. Na medida em que o crescimento das expectativas de inflação induz a uma substituição contra a moeda não-indexada e a favor dos *overnights*, aumenta-se a proteção da riqueza financeira contra o imposto inflacionário, evitando-se que ela seja gasta para defender seu poder aquisitivo real do imposto inflacionário. A existência dos *overnights* ou de quaisquer outros ativos financeiros indexados produz, neste sentido, uma força antiinflacionária. É o outro tipo de indexação, a de preços e salários, que a propaga e eleva (Fischer(5), Gray(8)).

Suponhamos dois países idênticos, com a mesma população e com a mesma estrutura etária, com o mesmo PIB, os mesmos hábitos de consumo, a mesma taxa de investimento, o mesmo déficit público, que, em ambos, é financiado com o aumento da dívida pública. Em ambos ela é colocada junto às instituições financeiras que as carregam no *overnight*. A única diferença é que no primeiro país a liquidez da dívida pública está garantida por compromissos de recompra por parte do Banco Central, enquanto que no segundo não. Em ambos os países os consumidores estão divididos em dois grupos homogêneos, com os indivíduos dentro de cada um dos grupos consumindo exatamente as mesmas quantidades dos mesmos produtos, mas os produtos são diferentes entre os grupos. Em cada um dos dois grupos existe um estoque de ativos, constituído por moeda, utilizada para realizar as transações, e por depósitos de *overnight* lastreados por títulos públicos, ativo no qual retém o estoque de suas riquezas.

Se no segundo país o primeiro grupo de consumidores perceber uma taxa de inflação superior àquela de que o Banco Central se utiliza para fixar a taxa de juros de *overnight*, poderá planejar elevar seu consumo acima de sua renda, reduzindo seu estoque de ativos financeiros. Como o Banco Central não pode recomprar os papéis, se o segundo grupo de consumidores perceber uma inflação inferior à utilizada pelo Banco Central, elevando a sua poupança, aumentará seus depósitos de *overnight*, comprando com moeda os ativos indexados do primeiro grupo, o que lhe permite elevar o consumo, mas que foi exatamente compensado pela queda do consumo dos componentes do segundo grupo. Caso os compo-

entes do segundo grupo não desejarem elevar suas poupanças, a taxa real de juros terá que se elevar, conduzindo a algum crescimento das poupanças dos componentes do segundo grupo e a uma elevação do consumo, ainda que relativamente menor, dos membros do primeiro grupo. Em qualquer das duas alternativas a demanda agregada ficou constante, nada se passando com a inflação. Mas se no primeiro país os dois grupos esperarem uma inflação superior à taxa nominal de juros, decidindo aumentar o consumo, ao sacarem os depósitos de *overnight* o Banco Central recomprará o excesso de títulos, aumentando a oferta de M_1 e permitindo o crescimento da demanda agregada, gerando-se uma inflação.

Não foi o fato de a liquidez ser por um dia que provocou esta inflação, mesmo porque ela também era por um dia no segundo país, onde a inflação não ocorreu. O que produziu a diferença foram os compromissos de compra do Banco Central, no primeiro país, o que permitiu transformar os depósitos de *overnight* em um fluxo adicional de moeda com poder liberatório. É nisto que repousa o efeito inflacionário dos depósitos de *overnight*, e não no fato de a liquidez ser por um dia. Os *overnights* não são *moeda indexada* porque podem ser convertidos em M_1 , porque, se fossem convertidos em M_1 sendo *comprados* por algum agente privado, estaria apenas ocorrendo uma mudança de proprietários de *moeda não-indexada* e de *moeda indexada*. Eles adquirem este poder inflacionário quando o Banco Central garante esta conversão automática em moeda com poder liberatório, reduzindo a zero o preço de sua liquidez.

Fixemos melhor este ponto analisando um outro tipo de desequilíbrio inflacionário, que é o produzido pela *dolarização* da economia.

A Bolívia, em 1985, e a Argentina, no final do governo Alfonsín, enfrentaram hiperinflações provocadas, em larga medida, pelo fenômeno da *dolarização* da economia. A inflação por dolarização não ocorre quando a economia é engolfada pelo fenômeno que eu chamaria de *dolarização fraca*, que se instala quando os preços são cotados em dólares, na falta de um outro indexador, mas quando ocorre o fenômeno da *dolarização forte*, com as transações sendo quitadas em dólares, com o dólar adquirindo poder liberatório em larga escala. Para que ocorra a dolarização forte o país tem que dispor de uma massa significativa de dólares (em notas físicas) nas mãos de residentes, relativamente à massa de moeda local. Na Argentina a histórica e elevada fuga de capitais, por décadas a fio, havia produzido uma massa de dólares, nas mãos de residentes, grande com relação à massa de austrais, e na Bolívia o tráfico de drogas produziu esse efeito. Quando isto ocorre, opera uma *Lei de Gresham* ao contrário, com a moeda indexada, o dólar, expulsando a moeda não-indexada, o austral ou o peso boliviano. Os indivíduos procuram livrar-se da moeda taxada pelo imposto inflacionário, pagando e recebendo em dólares, uma moeda com poder liberatório livre desta depreciação (Fischer)(6). Aceleraram-se os gastos em moeda local, e um destes gastos é o realizado para adquirir dólares, cuja taxa cambial no mercado de moeda manual se eleva, e, como os preços estão indexados em dólares, a inflação dispara. Não ocorre, necessariamente, uma inflação em dólares, mas apenas em austrais ou na moeda boliviana.

A inflação por dolarização ocorre, em última instância, porque a economia passou a ter duas moedas, a indexada e a não-indexada, ambas com poder liberatório. Talvez tenha sido esta analogia que conduziu muitos economistas a acreditar que a *moeda indexada* sempre produza a inflação, chegando até a hiperinflação. E, de fato, este é o caso da Argentina e da Bolívia. A grande diferença entre o fenômeno da dolarização e o nosso caso, no Brasil, decorre de que na dolarização a *moeda indexada* adquire a capacidade de ser

intermediária de trocas, adquirindo poder liberatório. A moeda indexada, no Brasil, somente adquire poder liberatório na medida em que o Banco Central, através do mecanismo da *zeragem automática*, permite a conversão dos *overnights* para M_1 .

A reforma monetária deveria ter atacado o mecanismo da *zeragem automática*, eliminando-o, de forma a produzir um regime monetário que permitisse o controle da base monetária e de M_1 . Ao confundir a *moeda indexada* que produz uma hiperinflação por dolarização com a que existe no nosso caso, onde o poder liberatório em princípio não existe, mas é criado automaticamente pelas recompras do Banco Central, o Governo desviou a sua atenção do verdadeiro problema e atacou a desfunção errada. A reforma monetária do Plano Collor, infelizmente, errou completamente o alvo.

3. As Bases para o Controle Monetário

Em países com arranjos institucionais corretos, a autoridade fiscal é impedida de financiar seus déficits sacando recursos direta ou indiretamente no Banco Central. Uma das regras-chave do jogo da política econômica é a produção de um grau razoável de independência do Banco Central, definida por três condições. A primeira é a sua independência política, o que dá ao corpo diretivo da instituição a autoridade para resistir às pressões para a monetização dos déficits. A segunda é a proibição, imposta ao Tesouro, de sacar recursos diretamente no Banco Central. A terceira é de que o Tesouro venda títulos da dívida pública, nos leilões primários, somente ao público (pessoas físicas e empresas), vedando-se ao Banco Central as compras nestes leilões.

A segunda e a terceira condições são as que, de fato, tornam independentes os instrumentos fiscal e monetário. Se o Tesouro sacar recursos no Banco Central, a base monetária expande-se a reboque do déficit público. Se o Banco Central for comprador de títulos públicos nos leilões primários, a base monetária expande-se automaticamente com o déficit público. É claro que esta vedação pode, na prática, ser muito fraca, porque, mesmo tendo impedido o seu acesso aos leilões primários, o Banco Central pode, de fato, monetizar integralmente os déficits, se for forçado a comprar títulos no mercado secundário, em operações de mercado aberto, o que põe em relevo a importância da independência política da instituição.

Quando o Banco Central é independente, as decisões sobre a composição da dívida pública entre títulos com vários perfis de vencimento, de um lado, e base monetária, de outro, são tomadas privativamente por ele, o que lhe permite o controle da quantidade de moeda exercendo a sua autoridade em realizar ou não operações de mercado aberto. A autoridade fiscal determina o crescimento da dívida pública como um todo, englobando os ativos que rendem juros (os títulos públicos) e o ativo que não rende juros (a base monetária), e a autoridade monetária fixa a composição da dívida pública entre títulos, de um lado, e moeda, de outro.

No Brasil, o Banco Central é certamente não-independente. Não tem a independência política que dê respaldo ao seu corpo diretivo para resistir às pressões para monetizar os déficits. Embora a diretoria da instituição seja indicada pelo presidente da República e submetida à aprovação do Senado Federal, o que produz um ritual semelhante ao norte-

americano, não se reproduz sequer palidamente a independência do *Federal Reserve Board*, o que pode ser ilustrado pelo exemplo de que no órgão que comanda a programação monetária, o Conselho Monetário Nacional, a diretoria do Banco Central é minoritária quer perante a representação do restante do Poder Executivo, quer perante a do próprio setor privado. Em segundo lugar, o Tesouro pode sacar moeda diretamente no Banco Central, dentro de limites não-desprezíveis. Terceiro porque, diante da existência de compromissos de recompra, este limite de saques é, na realidade, infinito.

Quando o Tesouro, diante de um déficit público, aciona um leilão primário de títulos de forma a preencher as suas necessidades de financiamento, estes títulos são vendidos aos intermediários financeiros que os carregam em seus ativos, financiando-os com depósitos de *overnight*. Sempre que um fluxo positivo de títulos ocorrer, sem que ocorra um fluxo adicional e permanente de depósitos de *overnight*, quando os leilões são liquidados os intermediários financeiros exercem sobre o Banco Central o compromisso de recompra, e este adquire o excesso de títulos por um dia, durante n dias, expandindo a base monetária. Na prática, o Banco Central foi comprador de títulos no mercado primário, e o Tesouro tem um limite potencial infinito de saques sobre a autoridade monetária.

A consequência prática deste mecanismo é de que a expansão monetária adquire enorme grau de passividade, e caminha a reboque das expectativas de inflação. Uma antecipação, por parte dos indivíduos, de que a inflação crescerá, gerando a expectativa de que a taxa de juros reais torne-se cadente ou negativa, os conduz a sacar os depósitos de *overnight* para comprar bens ou ativos reais, protegendo-se da inflação, o que torna o Banco Central *sobrevendido*, obrigando-o a resgatar os títulos injetando moeda. A autoridade monetária não tem, conseqüentemente, instrumentos para controlar a quantidade de moeda, porque não pode realizar operações de mercado aberto, porque está presa ao mecanismo de *zeragem automática* da dívida pública. Desaparecendo as compras e vendas de títulos em mercado aberto, o Banco Central fica impossibilitado de controlar diretamente a quantidade de moeda, somente podendo tentá-lo indiretamente, ao fixar a taxa de juros como o instrumento intermediário, na expectativa de que seu crescimento produza a elevação dos depósitos de *overnight*, o que eleva a demanda derivada de papéis da dívida pública. A falência deste instrumento torna a expansão da base monetária integralmente passiva, desaparecendo a mais importante de todas as âncoras nominais, a base monetária, para permitir a estabilidade dos preços. Como o Banco Central fica restrito a controlar somente a taxa de juros, o máximo que consegue é eliminar a aceleração da inflação, se os indivíduos formarem suas expectativas apenas reconhecendo os níveis das taxas de crescimento dos preços, ou eliminar a aceleração da inflação, caso os indivíduos considerem a evidência de que a inflação vem se acelerando na formação de suas expectativas (Pastore)(10).

O segundo ponto que a reforma deveria ter contemplado era a criação de um Banco Central independente, com a recuperação do controle da quantidade da base monetária e de M_1 . E isto também não foi feito.

4. Da Hiperinflação ao Plano

Na raiz de nossa inflação estavam dois desequilíbrios. Primeiro os déficits públicos altos e crescentes, com seus efeitos inflacionários provocados pela crescente incapacidade

do Governo em financiar-se com dívida pública. Segundo, estava uma política monetária com enorme grau de passividade, com o Governo monetizando não somente os déficits, mas também a própria dívida pública. Nos seis meses finais do Governo passado, quando o temor do repúdio à dívida interna aumentou os riscos percebidos pelos detentores de ativos, nem um prêmio de risco, na forma de taxas de juros reais crescentes, era capaz de estancar o resgate do *overnight*, com o curso da oferta de base monetária crescendo com visível descontrole.

O tamanho e o crescimento do déficit público indicavam não somente um importante desajuste fiscal, mas a ausência de um regime fiscal estabilizante, definido por um conjunto de regras e de constrangimentos impostos ao Governo, ou auto-impostos por ele, forçando-o a cortar gastos e elevar impostos sempre que o déficit apresentasse um crescimento. A sociedade demandava um regime fiscal que produzisse déficits e superávits primários que se alternassem no tempo, estabilizando o tamanho da dívida pública com relação ao PIB e removendo as pressões para financiar os déficits com coleta de senhoriagem. E o Governo omitia-se de qualquer ação e, numa atitude visivelmente populista, deixava que os gastos simplesmente crescessem.

Antes que o movimento de resgate da dívida pública em títulos se manifestasse, no segundo semestre de 1989, a dívida pública vinha crescendo com relação ao PIB. Esse crescimento era acentuado pela estagnação econômica, combinada com taxas positivas de juros reais, de um lado, e pelos déficits públicos primários elevados, de outro. Embora a dívida pública brasileira, com relação ao PIB, não fosse grande comparativamente à de outros países, como Itália, Bélgica e Irlanda, por exemplo, em que chegavam a 88,6%, 132,5% e 127,8%, respectivamente, ou mesmo de Canadá, Japão e Estados Unidos, com 67,4%, 69,1% e 50,5%, em 1986 (Spaventa)(15), uma parte dela era carregada no *overnight*, com compromissos de recompra, que, em função de uma seqüência de ondas de nervosismo provocadas pela suspeita da falência governamental, automatizavam os resgates. A dívida pública não era grande quando comparada com a de outros países, mas era grande considerando o seu grau de liquidez.

Os déficits operacionais passaram a crescer pelo aumento de sua componente financeira, que vinha se tornando progressivamente mais dominante, colocando suspeitas de que o Governo pudesse agir suficientemente sobre a componente primária, elevando receitas e cortando gastos, de forma a estancar o aumento da dívida. A ausência de qualquer atitude do Governo em reconhecer o problema, e muito menos de tentar implantar um regime fiscal estabilizante, conduzia à perspectiva de que o Governo não poderia financiar-se com dívida pública por muito tempo, reforçando a antevisão de que ele lançaria mão gradativamente mais do financiamento pela expansão de base monetária, e reforçando as expectativas de crescimento da inflação. A passividade da oferta monetária, assegurada pela regra do Banco Central de apenas fixar a taxa real de juros em um nível positivo razoável, reproduzindo o comportamento da *âncora Wickselliana* que torpedeou o Plano Cruzado, o impossibilitava de tentar algum controle da quantidade de moeda, que crescia puxada pelo aumento das expectativas de inflação, conduzindo os indivíduos ao exercício da profecia auto-realizável.

O Governo havia colocado o País claramente na rota da hiperinflação e do *default* da dívida interna. Não seria um *default* como o da dívida alemã, em 1923, quando a hiperinflação rapidamente consumiu o valor real de ativos vendidos sem cláusula de indexação, e com juros nominais fixos. Restava a alternativa do *default* do Governo desonesto, repudian-

do a dívida. Ou então a do *default* do Governo honesto, que a resgatava em moeda corrente do País, oferecendo aos investidores taxas reais de juros positivas, mas que, dados os riscos, mantinha o fluxo de resgates da dívida em um nível alto e crescente, produzindo-se a mesma hiperinflação que havia liquidado os créditos do povo alemão para com o seu Governo. O desequilíbrio pré-hiperinflacionário tinha um componente fiscal, no seu início. Mas depois de instalado, ou mesmo antes disto, o desequilíbrio assumiu visivelmente a característica de um grande descontrole monetário. Em um ponto como este não mais adianta apenas realizar o ajustamento fiscal. Sem ele a política monetária não pode funcionar, mas, sem que se readquira o controle monetário, podem ser realizados ajustamentos fiscais importantes, sem que a hiperinflação seja estancada.

Uma hiperinflação é caracterizada por taxas de inflação muito altas, arbitrariamente definidas por Cagan(4) como superando 50% ao mês, e crescente, sem que qualquer âncora nominal, no regime prevalente de política econômica, consiga estancá-la. O Brasil estava nitidamente em uma hiperinflação, e a primeira tarefa do novo Governo teria que ser a de estancá-la.

É ilusório pensar-se que a hiperinflação pudesse ser estancada sem custos. Mesmo o otimismo de Sargent(13) com relação ao custo relativamente baixo de paralisação de hiperinflações como as alemã, austríaca, húngara e polonesa, baseia-se na constatação de que o coeficiente de sacrifício foi inferior ao previsto pela *Lei de Okun*, para os Estados Unidos, mas em nenhum momento se pode concluir que as recessões enfrentadas não tivessem sido profundas. É este, pelo menos, o padrão alemão, como relatado por Bresciani-Turroni(3).

Não vivíamos, por outro lado, hiperinflação por dolarização, como era o caso da Bolívia em 1984/85, cujo combate teria que ocorrer com a unificação das taxas de câmbio, adotando-se uma taxa cambial fixa para ancorar o nível doméstico de preços, cuja paridade seria defendida por uma política monetária austera, que poderia ser permanentemente garantida pelo *aval* do Governo representado por um regime fiscal estabilizante. Em hiperinflações como esta, a taxa cambial é a âncora do nível doméstico de preços, a moeda é a âncora da taxa cambial e a política fiscal é a âncora da moeda. A hiperinflação brasileira ocorria por monetização, dos déficits públicos, inicialmente, e da dívida pública, depois. A monetização iniciou-se quando o *aval* do Governo sobre os títulos públicos perdeu a sua qualidade, com a sociedade tomando consciência de que o ajuste fiscal era muito mais uma utopia do que uma remota possibilidade. E prosseguiu no momento em que os compromissos de recompra conduziram o Banco Central à ridícula situação em que não monetizava a dívida porque estava deliberadamente comprando títulos em mercado aberto, mas sim porque estava passivamente assistindo a um movimento deliberado da sociedade em livrar-se dos títulos públicos, sem que ele tivesse qualquer possibilidade de ação para estancar esse fenômeno.

Os finais clássicos de hiperinflações provocados por monetização ocorrem com a alteração do regime fiscal, passando-se para outro onde a disciplina é finalmente imposta sobre a autoridade fiscal, e com a criação de um Banco Central independente, que tenha o respaldo político para resistir às pressões para a monetização dos déficits, e que não tenha que acomodar, passivamente, saques diretos de recursos, em moeda, por parte do Tesouro, nem participe, como comprador, nos leilões primários de títulos públicos. Foi esse o Banco Central produzido por Shacht, quando retirou a Alemanha da hiperinflação, e foi esse o

Banco Central gerido por Emile Moreau, na França, quando do *milagre de Poincare*, em 1926 (Alesina(1), Sargent(12)). No caso brasileiro teria que ser imposto o controle da quantidade de moeda através da eliminação do mecanismo da *zeragem automática*, com o Banco Central exercendo a sua autoridade de realizar, ou não, operações de mercado aberto.

Esperava-se que o Plano contemplasse todos estes fatos. O ajuste fiscal era fundamental, porque ainda que o Banco Central adquirisse independência, controlando a quantidade de moeda, a persistência dos déficits públicos implicaria, a menos que a taxa de crescimento econômico passasse a superar a taxa real de juros, o crescimento contínuo da dívida pública, que, atingindo um nível elevado, poderia não ter um crescimento positivo adiante, porque a sociedade não mais aceitaria financiar o Governo, e neste caso a autoridade monetária seria compelida a entregar senhoriagem ao Tesouro, inflacionando a economia (Sargent e Wallace)(11).

Como controlar o déficit público? Um imposto sobre o capital é uma alternativa a considerar, quando se quer reduzir a dívida pública. Entre um imposto sobre o capital para reduzir a dívida pública, de um lado, e a taxação sobre a renda, de outro, a primeira alternativa é preferida. Se taxar o capital, o Governo cobrará este imposto das classes de renda alta, proprietárias da riqueza financeira, enquanto que, no segundo caso, taxaria toda a sociedade, inclusive as classes de renda baixa, para proteger o fluxo de pagamentos de juros aos *rentistas* proprietários de títulos públicos. Além de superior do ponto de vista da equidade distributiva, ele também é superior do ponto de vista do bem-estar da sociedade, pois impostos sobre a renda distorcem a economia, reduzindo o valor presente líquido do fluxo de produto. O que, contudo, não faz qualquer sentido, é um enorme imposto sobre o capital não para reduzir o tamanho da dívida pública, com a sociedade economizando o seu fluxo de serviços em perpetuidade, mas simplesmente para resolver o problema de caixa de 1990. Não quero precipitar uma crítica frontal ao Plano, neste ponto, pelo reconhecimento de que o ajuste fiscal, embora importante, é lento, e recai em uma escala de prioridade menos elevada do que o saneamento do controle monetário, a curto prazo, embora seja fundamental para dar consistência à política monetária, a mais longo prazo. O Governo eventualmente se engajará em um programa de privatizações de empresas estatais, reduzindo, em perpetuidade, o fluxo de serviços de suas dívidas em contrapartida a uma redução do patrimônio líquido do Governo, mas melhorando a eficiência econômica do País. E eventualmente enxugará a máquina estatal, reduzindo o déficit público primário. Embora este seja um caminho muito longo a percorrer, é fundamental que ele seja firme e seguro, caso contrário nada garante que a sociedade recupere a confiança no *aval* do Governo à dívida pública, principalmente depois de ver o seqüestro de seus ativos financeiros, públicos e privados.

O segundo ponto esperado, e mais decisivo do que o anterior, era de que o Governo criasse as condições para o controle monetário e atuasse sobre a liquidez dos ativos financeiros. Não pura e simplesmente assimilando o *grau de liquidez* dos ativos financeiros à quantidade da moeda indexada, com a propriedade de reserva de valor, tratando-a como se fosse moeda de poder liberatório, e reduzindo a sua quantidade, mas simplesmente atuando sobre este atributo dos ativos financeiros componentes da dita *moeda indexada*. O que era necessário era eliminar o mecanismo da *zeragem automática*, através do qual os *overnights* se convertiam, a reboque das expectativas, em moeda com poder liberatório. E simultaneamente era necessário adquirir o controle do fluxo de expansão da base monetária e do M_1 .

A eliminação do mecanismo de *zeragem automática*, complementada pelas medidas que fossem necessárias para reduzir o *grau de liquidez* dos demais ativos financeiros, seria necessariamente traumática, deixando seqüelas, pela impossibilidade de evitar-se alguma violação dos direitos individuais. Mas ela poderia apenas violar o questionável direito de ter toda a riqueza financeira com liquidez instantânea, a um preço nulo, sem violar o direito de dispor das poupanças acumuladas no passado. Em qualquer país do mundo a liquidez tem um preço, e ninguém consegue converter seus ativos instantaneamente em moeda, a não ser à custa de alguma perda de capital.

O Plano Cruzado explicitara a informação de que os depositantes de cadernetas de poupanças são vítimas contumazes da ilusão monetária. A queda abrupta da taxa de correção monetária, de 15% ao mês para zero, em março de 1986, embora de magnitude idêntica à da taxa de inflação, produziu saques violentos dos depósitos de poupança, aquecendo o consumo, elevando a expansão monetária, devido à anomalia de que o excesso de depósitos de poupanças sobre os financiamentos das Sociedades de Crédito Imobiliário era, em parte, depositado no Banco Central. Mas em vez de tornar os depósitos de poupança indisponíveis, com uma flagrante injustiça aos que responsabilmente pouparam, poderia simplesmente produzir um alongamento da maturidade dos depósitos. Contas pequenas teriam maturidade de três meses, em vez de um, e contas grandes de seis a nove meses. E se alguém piclesse depósitos substanciais em um grande número de contas como 12, por exemplo, para dispor mensalmente de parte de seu estoque deste ativo, em vez de ter mensalmente plena liquidez sobre 100% de seus depósitos, teria mensalmente liquidez plena sobre 1/12 de seus depósitos, com o *grau de liquidez* declinando a 1/12 do que era antes.

Se os intermediários financeiros, avaliando seus riscos de caixa, desejassem carregar Certificados de Depósitos Bancários em suas carteiras financiando-os em *overnight*, este fato não teria maior importância porque a sua liquidez não é garantida por compromissos de recompra, por parte do Banco Central, e não contamina, portanto, a expansão de base monetária. Ainda assim, o Banco Central poderia interferir sobre isto, reduzindo significativamente a alavancagem, forçando as instituições financeiras a venderem papéis levados, por seus compradores, ao resgate. Iria ainda mais além, se proibisse a emissão de papéis curtos de 30 ou 60 dias, colocando um prazo mínimo de seis meses, por exemplo, o que forçaria a taxa real de juros para cima, em um movimento único, e não contínuo, cabendo ao Banco Central decidir, diante de sua meta sobre a quantidade de base monetária e de M_1 , se poderia intervir ou não no mercado aberto, de forma a deprimir ou não todo o espectro de taxas de juros da economia. Mas nenhuma destas intervenções seria necessária, se o Governo simplesmente eliminasse o mecanismo da *zeragem automática* sobre a dívida pública. É ele que permite a elevação do grau de alavancagem no mercado de títulos privados, e que faz com que eles também sejam carregados no *overnight*, sem riscos, e com um preço nulo pela sua liquidez. Uma intervenção regulando este mercado, procurando reduzir a liquidez deste ativo, será inútil se a *zeragem automática* for mantida na dívida pública, e desnecessária, se a *zeragem* da dívida pública for eliminada.

O problema mais complexo residia nos *overnights* lastreados por títulos públicos. Era preciso eliminar os compromissos de recompra do Banco Central, eliminando a *zeragem automática* dos intermediários financeiros, que torna a oferta de base monetária passiva, com o Banco Central passando a regular a oferta de moeda através do clássico mecanismo das operações de mercado aberto. A proposta de um *alongamento compulsório* da dívida

pública, desde que cancelados os compromissos de recompra, atingiria este objetivo. Ela tem pelo menos um precedente histórico, o da Itália de Mussolini, nos anos 20, quando a *conversione forzosa* foi realizada não somente uma, mas duas vezes, uma em 1926 e a outra em 1934 (Alesina)(1). Além de produzir um constrangimento de liquidez sobre o setor privado, produziu um constrangimento de liquidez sobre o próprio governo italiano, que durante anos não logrou financiar-se com dívida pública. Este segundo efeito até que tem um certo atrativo, porque pode ser o instrumento para impor a disciplina sobre a autoridade fiscal, ainda que à custa da perda de um instrumento. De qualquer forma, a alternativa do governo facista italiano foi bem mais liberal do que a nossa, impondo apenas um constrangimento à liquidez, que passou a custar mais cara aos italianos, enquanto que tivemos no Brasil uma violação ao princípio do respeito aos contratos pactuados entre as partes.

A outra seqüela que este procedimento deixa é representada pela perda de capacidade, pelo menos, para colocar papéis finais, sem recompra. Com um menor grau de liquidez, e depois de um seqüestro dos ativos, é natural uma retração dos investidores, particularmente se sentirem que o ajuste fiscal caminha lento e se sentirem que o descontrole monetário está restabelecendo a inflação.

Como diz a sabedoria oriental, a única razão para a guerra é a vitória. A guerra enfrentada era a hiperinflação, mas o Governo teria que garantir a vitória, particularmente se fosse gerar inimigos feridos na batalha. Quando reduziu o estoque de M_4 , aparentemente partiu do diagnóstico de que era o próprio estoque de M_4 que, crescendo, produzia a inflação, numa versão heterodoxa da Teoria Quantitativa da moeda. A expansão da moeda indexada é inflacionária, se ela tiver poder liberatório, como nos casos da Bolívia e da Argentina. Mas não no Brasil, onde sua característica é diversa, e que o Banco Central pode dar-lhe poder liberatório ou não, se adotar, ou não, o procedimento da *zeragem automática*.

O ridículo desta suposta reforma monetária não está apenas no lamentável erro de alvo. Está, também, na pretensão de se querer controlar o estoque de M_4 em um caso como o brasileiro. O único componente de M_4 que é mais exógeno é a base monetária, desde que o Banco Central passe a controlar a quantidade de moeda, instrumentando-se para isso. O controle do crescimento dos depósitos a prazo é mais complexo, mas pode ser realizado dentro de limites muito estreitos, regulando o grau de alavancagem das instituições financeiras, alterando os prazos dos certificados de depósito, tendo-se que ponderar os efeitos destas intervenções sobre a taxa de juros. Mas a tarefa que realmente é uma missão impossível é o controle do crescimento da dívida pública, por parte do Banco Central, porque ele está nas mãos da autoridade fiscal, e não na sua. Finalmente, como todos os agregados acima de M_1 são indexados, ainda que seu estoque não cresça em termos físicos, seu valor nominal se ajusta com a inflação, o que significa que a inflação causa o crescimento de M_4 , embora não cause o crescimento de M_1 quando o Banco Central opera em mercado aberto, e sem a *zeragem automática*. Daí a correlação entre a taxa de inflação e a taxa de variação de M_4 , o que deve ter sugerido que o controle de M_4 permitiria o controle da inflação. O que o Banco Central deve fazer é simplesmente retornar à velha ortodoxia, parando de tentar controlar o M_4 , e passando a controlar a base e o M_1 . Assim controlará a taxa de inflação, o que, como consequência, fará com que o M_4 siga o comportamento da inflação.

Ao confundir o estoque de M_4 com a sua liquidez, o Governo reduziu o seu estoque, e com ele o de M_1 . Não poderiam restar dúvidas de que esta enorme contração no estoque real de moeda estancaria a inflação, o que de fato ocorreu. Mas ao lado disto provocou a

mais estranha de todas as entradas em um processo recessivo, que não se iniciou nos setores próximos do consumo final, propagando-se, depois, para os setores mais básicos da economia, mas sim iniciou-se exatamente nos setores mais básicos da economia, que foram mais atingidos pelo efeito riqueza provocado pelo estoque reduzido de M_4 . Não se trata do início de uma recessão estabilizante, porque decorrente da contração da demanda, mas sim de uma recessão produzida por uma restrição de oferta.

O Governo reduziu a quantidade dos ativos, mas manteve intocado seu *grau de liquidez*. No momento em que passou a expandir vigorosamente a base monetária, que cresceu 350% em dois meses, repôs moeda na economia com grande velocidade, e com todos os *overnights* persistindo tão líquidos como antes, porque a *zeragem automática* continua intocada, a volta da inflação é apenas uma questão de tempo.

O temor de uma recessão mais profunda tem sido, talvez, o principal estimulador da flacidez monetária do período subsequente à implementação do Plano. A forte antecipação do recolhimento de impostos em cruzados, para desbloquear os ativos seqüestrados, produz um superávit fiscal, no início do ano, e um déficit, na segunda parte. O Governo terá que financiar estes déficits, e não poderá fazê-lo com moeda. O câmbio vem se mantendo sobrevalorizado, penalizando as exportações, mas terá que ser ajustado, adiante, o que produz mais inflação quer pelo impacto sobre os custos e sobre as expectativas, mas também pelo crescimento da oferta monetária. E finalmente a oferta monetária continua tão passiva quanto antes. Apesar da violência seguida pelo Governo, toda a vulnerabilidade inflacionária da economia continua intacta, e se quisermos realmente superar o problema da inflação, vamos precisar de um outro programa para combatê-la.

5. Uma Nota Monetarista

Neste estranho país em que vivemos, tudo que mexe com a quantidade de moeda é rotulado de ter inspiração monetarista, e já assisti a algumas pessoas respeitáveis afirmando que este é um plano monetarista. Para o orgulho e o conforto espiritual daqueles que apreciam as qualidades do Plano, ele nada tem de monetarista.

Monetaristas como Friedman têm defendido o ponto de vista que os governos sigam regras simples e fixas, sem operar as políticas monetária e fiscal, considerando as informações provenientes da economia para realimentar a manipulação dos instrumentos. A realimentação implicaria uma enorme capacidade de realizar a *sintonia fina* dos instrumentos, o que é algo muito simples de ser enunciado, mas difícil de ser levado a cabo. No caso brasileiro, em que o tamanho dos erros é muito maior do que o que se poderia ganhar em eficiência com a realimentação, seria aconselhável olhar-se para esta recomendação, antes de rejeitá-la. A lista de recomendações monetarista é, em essência, que:

- a) os gastos públicos sejam fixados com base em critérios objetivos de custo e benefício, sem que se tente manipulá-los de forma a combater os ciclos econômicos;
- b) as alíquotas dos impostos sejam mantidas em níveis fixos, consistentes com a taxa à qual os gastos públicos evoluem, o que faz com que a dívida pública se mantenha em um

patamar constante quando comparada em pontos médios dos ciclos econômicos, crescendo durante as recessões, e baixando nas fases de ascensão do ciclo;

c) a taxa de expansão da base monetária seja mantida constante em um nível de $x\%$ ao ano, independentemente do comportamento cíclico da economia, sendo a magnitude da taxa determinada pelo nível da inflação que se quer atingir.

Para aceitar a terceira recomendação, teríamos que dar um passo além, aceitando que a teoria das expectativas racionais proporcionasse uma descrição razoável do equilíbrio no mercado de mão-de-obra, conduzindo a uma curva de oferta agregada vertical, quando as variações do estoque de moeda são antecipadas. Isto não faz sentido diante da existência de contratos salariais justapostos, da indexação de salários e das dificuldades em antecipar o comportamento da autoridade monetária. A presença destas fricções, que produzem inércia na inflação e ciclos no produto real, indicam que a regra de fixar-se uma taxa de expansão monetária em $x\%$ ao ano é subótima, porque produz uma variância do produto real maior do que quando se utiliza uma regra com realimentação. Este reconhecimento é comum a monetaristas, como Sargent e Wallace(14), e a keynesianos, como Modigliani(9). Mas tendo que optar entre uma regra subótima, como esta, ou seguir uma política monetária passiva fixando a taxa real de juros em um nível positivo razoável, tentando provar a existência de uma *âncora Wickselliana*, e renunciando ao controle da quantidade de moeda, a primeira alternativa é superior, apesar de subótima.

Há monetaristas mais propensos a aceitar a tese das expectativas racionais, que se aproximam mais de Friedman, e há outros mais céticos com sua validade que se aproximam mais de Modigliani. Mas todos sabem que a inflação não se combate reduzindo o estoque de moeda, mas sim controlando a taxa de expansão monetária, com o Banco Central determinando o caminho de sua quantidade, e não permitindo a sua acomodação passiva. Nenhum deles aceitaria um Banco Central não-independente, expandindo a moeda atrás do déficit público, porque a necessidade de manter a senhoriagem constante com relação ao PIB, quando o crescimento inflacionário produz a redução do estoque real de moeda, implica manter a taxa de expansão monetária sempre crescente, o que é um caminho aberto para a hiperinflação.

A defesa de uma taxa de tributação constante tem fundamentação na teoria do bem-estar. Mas nenhum monetarista chegaria ao extremo de renunciar a sua correção para cima, quando o déficit público operacional estivesse crescendo, a menos que a redução das despesas provasse ser melhor, do ponto de vista de maximização do produto real, do que a elevação da carga tributária. Todos reconhecem que a resistência da autoridade monetária em monetizar os déficits evita a inflação, a curto prazo, mas que se o ajuste fiscal não ocorrer a dívida pública crescerá, a menos que a taxa de crescimento econômico supere a taxa real de juros, e que se a dívida pública atingir níveis intoleráveis, a resistência da autoridade monetária chegará ao final, sendo obrigada a expandir a moeda. Reconhecem que um imposto sobre o capital pode ser utilizado para reduzir a dívida pública, quer por sua equidade distributiva, quer por evitar a distorção que o imposto sobre a renda não evita. Mas

se o imposto sobre o capital for utilizado para reduzir temporariamente o déficit corrente, preferirão o aumento da dívida pública, se forem adeptos do teorema da equivalência ricardiana enunciado por Barro(2), ou simples e pragmaticamente se curvarão à inexorabilidade da elevação das alíquotas de impostos que distorcem.

Muitos monetaristas divergem quanto ao regime cambial preferido, defendendo em certas circunstâncias um sistema de taxas fixas, e em outras o de câmbio flexível. Todos reconhecem que o regime monetário muda de acordo com o regime cambial. Mas nenhum deles diria que o regime cambial que instalamos no Brasil, a partir de março de 1990, é de câmbio flutuante. Embora possam pensar em uma taxa cambial fixa para estancar uma hiperinflação, todos concordam que uma âncora mais eficiente é a quantidade de moeda. E nenhum proporia uma sobrevalorização cambial para deprimir a taxa de inflação.

Este não é um plano monetarista. Ele é um plano heterodoxo. Partiu de um diagnóstico errado e não controlará a inflação no Brasil, a menos que dê uma volta completa e adote o diagnóstico aqui analisado.

Referências Bibliográficas

1. ALESINA, A. — *The End of Large Public Debts*, incluído em *High Public Debt: The Italian Experience*. Editado por F. Giavazzi e L. Spaventa. Cambridge University Press, 1988.
2. BARRO, R. — *Are Government Bonds Net Wealth?* *Journal of Political Economy*, v. 87, dezembro de 1974.
3. BRESCIANI-TURRONI, C. — *The Economic of Inflation*. George Allen and Unwin. Londres, 1937.
4. CAGAN, P. — *The Monetary Dynamics of Hyperinflations*, incluído em *Studies in the Quantity Theory of Money*. Editado por M. Friedman, Universidade de Chicago Press, 1956.
5. FISCHER, S. — *Wage Indexation and Macroeconomic Stability*, incluído em *Stabilization of the Domestic and International Economy*. Editado por K. Brunner e A. Meltzer. Carnegie-Rochester Conference Series, v. 5, 1977.
6. FISCHER, S. — *Seigniorage and the Case for a National Money*. *Journal of Political Economy*, v. 90, 1982.
7. FLOOD, R. P. e GARBER, P. M. — *An Economic Theory of Monetary Reform*. *Journal of Political Economy*, v. 88, 1, 1980.
8. GRAY, J. A. — *Wage Indexation, a Macroeconomic Approach*. *Journal of Monetary Economics*, v. 2, abril de 1976.

9. MODIGLIANI, F. — *The Monetarist Controversy or Should We Forsake Stabilization Policies*. A. E. R. Papers and Proceedings, 1977.
10. PASTORE, A. C. — *Inflação e Expectativas com a Política Monetária numa Regra de Taxa de Juros*. Revista Brasileira de Economia, 1990.
11. SARGENT, T. e WALLACE, N. — *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic*. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, v. 5, 1981.
12. SARGENT, T. — *Stopping Moderate Inflation: The Methods of Poincare and Thatcher*, incluído em *Inflation, Debt and Indexation*, editado por R. Dornbusch e M. H. Simonsen. MIT Press, 1984.
13. SARGENT, T. — *The Ends of Four Big Inflation*. Incluído em *Inflation*, editado por Robert Hall. NBER. Chicago, 1982.
14. SARGENT, T. e WALLACE, N. — *Rational Expectations and the Theory of Economic Policy*. Journal of Monetary Economics, v. 2, 1976.
15. SPAVENTA, L. — *Introduction: Is There a Public Debt Problem in Italy?* Incluído em *High Public Debt: the Italian Experience*. Editado por F. Giavazzi e L. Spaventa. Cambridge, 1988.

Originais recebidos em 15 de maio de 1990