

VIDA LONGA PARA O REAL

Márcio G. P. Garcia¹

26/7/94

A âncora do real é uma âncora monetária, ao invés de uma âncora cambial, como existe hoje na Argentina. A opção pela âncora monetária foi feita pela inviabilidade de se prover conversibilidade num período tão conturbado como o atual período pré-eleitoral.

O que é uma âncora monetária?

Uma âncora monetária consiste da especificação de:

- i) o agregado a ser controlado (o papel moeda, as reservas bancárias, os depósitos à vista, a base monetária, o M1, o M2, o M3, ou o M4);
- ii) a meta em termos **nominais** para tal agregado monetário;
- iii) o período (diário, semanal, mensal, trimestral) e a forma de cálculo (média dos saldos diários, saldo do final de período) para apuração da meta;
- iv) as medidas corretivas (e punitivas) no caso do não cumprimento da meta.

A MP 542 especifica no seu Artigo 4º que o Banco Central do Brasil fica autorizado a emitir até R\$ 7,5 bilhões (mais 20%) até 30/9/94; R\$ 8,5 bilhões até 31/12/94; e R\$ 9,5 bilhões até 31/3/95. Estes limites devem aplicar-se à base monetária (a soma do papel moeda emitido com as reservas bancárias) em seu conceito de média mensal, mas isso ainda não está claro. Nada há quanto ao item iv acima.

Qual é o objetivo de uma âncora monetária?

Não existem grandes inflações sem as correspondentes grandes expansões monetárias. Assim, se a emissão monetária for mantida a níveis **nominais** bastante reduzidos, a inflação também será bastante reduzida. Portanto, a âncora monetária é uma garantia que o governa dá que o Banco Central (BC) não vai emitir moeda além de um limite bastante reduzido. Não há dúvida que a reforma monetária de 1º de julho fez a inflação despencar. A âncora é importante para garantir que a inflação não recrudesca após a queda inicial. Para isso é imprescindível que a população acredite que o BC não se afastará de seu compromisso de emitir moeda a níveis estritamente controlados.

Algumas ameaças à âncora monetária

A base monetária é um dos componentes do passivo do BC. Para que ela se expanda, ensina o sistema das partidas dobradas, é necessário que haja uma expansão de igual monta em itens no ativo do BC ou contração em itens do passivo. Os itens que mais preocupam o presidente do BC, Pedro Malan, por pressionarem a favor da expansão da base monetária, são: “o ingresso de recursos externos, as operações do Tesouro e a assistência financeira, especialmente aos bancos estaduais e oficiais” (*Gazeta Mercantil*, 20/6/94). Vejamos cada um destes três itens em separado.

O ingresso de recursos externos expande a base monetária num regime de câmbio fixo. No caso atual, o governo preferiu deixar a taxa de câmbio se apreciar. Ou seja, acredita-se hoje que o regime cambial atual é flexível para baixo (apreciação), mas fixo para cima (o BC sempre vende dólares a R\$1). Caso, entretanto, o governo venha a intervir no mercado cambial também na ponta de compra (hoje a cerca de R\$ 0,93), o BC terá que emitir reais. Entretanto, esta fonte de

¹ Professor do Depto. de Economia da PUC-Rio.

expansão da base monetária é bastante diversa das outras duas. Isso porque o investidor estrangeiro não envia recursos para o Brasil com o fim de comprar reais. A finalidade é aproveitar as altas taxas de juros que o governo paga nos títulos da dívida pública interna. Assim, embora a entrada de recursos externos faça o BC expandir a base monetária, essa expansão é imediatamente seguida de uma contração referente à aquisição pelo investidor estrangeiro de títulos da dívida pública, geralmente através de intermediários financeiros. O grande problema causado pela entrada de capitais estrangeiros para comprar títulos do governo está no aumento do déficit público pelo pagamento de juros reais pantagruélicos. Embora o aumento do déficit público vá comprometer num segundo momento a capacidade do BC cumprir a meta monetária, no primeiro momento a entrada de capitais causa um aumento das reservas internacionais do BC, aumentando o “lastro” do real. As soluções para a excessiva entrada de capitais externos para serem aplicados em títulos da dívida pública interna estão nos controles de entrada de capitais (atualmente há um IOF de 5% que pode ser elevado), na hemiflexibilização do câmbio atualmente praticada e/ou na colocação direta de títulos do Tesouro no mercado internacional a taxas mais altas que as internacionais mas mais modestas que as vigentes no país.

É nas outras duas fontes de expansão da base monetária que reside o grande desafio do plano real. O governo (Tesouro + BC) tem três formas de financiar seu déficit: atrasar os pagamentos, colocar dívida pública externa ou interna, ou emitir moeda. Embora o déficit público (conceito operacional) tenha estado bem comportado nos anos recentes, é de se esperar que sem as imprescindíveis reformas que a revisão constitucional deixou de fazer tal situação mude para pior nos próximos anos. Os equilíbrios orçamentários recentes têm sido obtidos pela contenção dos desembolsos na boca do caixa, deixando-os sofrer a erosão inflacionária. Sem inflação, esse mecanismo desaparece, e a situação fiscal piora. Também os serviços básicos prestados pelo estado—educação, saúde, segurança, e vários tipos de infra-estrutura entre outros—têm piorado bastante, necessitando de maiores recursos no futuro próximo. Isso constituirá pressão fortíssima, e em grande parte legítima, por maiores gastos do governo. A questão aqui é eminentemente política, e o próximo presidente terá certamente que encará-la de frente. O certo é que sem disciplina fiscal o plano real não pode dar certo.

Os recentes clamores por reajustes dos salários do setor público (independentemente de seu mérito) podem vir a comprometer o equilíbrio orçamentário frágil do Tesouro. Mesmo que se consigam fontes de financiamento (maiores impostos, privatizações ou dívida pública) para os maiores salários do setor público, tais reajustes podem deflagrar uma onda de reivindicações salariais das categorias com dissídios próximos. Este efeito expectativas pode reavivar a indexação salarial, e isso certamente feriria de morte o plano real.

A assistência financeira aos bancos oficiais é a outra possível fonte de expansão monetária. Vários bancos oficiais deixaram de lado a boa norma bancária e expandiram suas operações de empréstimo para atender a pressões políticas. Até hoje esses bancos têm conseguido sobreviver graças à alta lucratividade que a inflação confere aos bancos. Sem o “float” algumas instituições oficiais não terão condição de sobreviver. Se o BC não tiver a mão firme do governo para poder exigir dessas instituições as reformas necessárias, reformas essas bastante pouco populares, não haverá meta monetária que se sustente. Esta última fonte de expansão é especialmente preocupante neste período pré-eleitoral no qual o governo federal é particularmente suscetível a pressões políticas. No mercado circulam insistentes rumores que algumas instituições estaduais grandes estariam com sérias dificuldades de liquidez e solvência. Este será talvez o mais duro teste do recém-nato real. Tomara que o real não seja mais um caso das elevadas estatísticas de mortalidade infantil das moedas brasileiras. Para isso, o governo **não** poderá ter medo de tomar as medidas antipáticas e eleitoralmente impopulares necessárias para garantir uma infância sadia para a nova moeda. Vida longa para o real!