

# A Equação Monetária: O Equívoco Central do Plano Collor

**Paulo Rabello de Castro**

Editor-chefe da Conjuntura Econômica

**Márcio Ronci**

Economista associado à RC Consultores

## 1. Introdução

Vários economistas, congressistas e empresários têm declarado que, apesar de duro, o Plano Collor é tecnicamente correto e que não haveria alternativa, a não ser a hiperinflação. A imprensa, de um modo geral, tem acompanhado essa posição, veiculando que o remédio é amargo, mas necessário. Ao povo, por sua vez, resta conformar-se e aceitar estoicamente as consequências do Plano. Estamos todos ainda passando ao largo da questão central: o Plano é tecnicamente equivocado tanto no diagnóstico como nas políticas adotadas. Na medida em que compreendermos o erro conceitual do Plano, começará a ficar claro, também, que haveria um outro caminho, mais eficaz e menos traumático, para debelar a inflação.

## 2. O Diagnóstico do Governo

O diagnóstico incorreto da inflação partiu do princípio de que a fragilidade financeira do Estado, ou seja, a incapacidade do Estado em financiar seus gastos através de impostos, acarretou o acúmulo de uma dívida pública interna insustentável devido ao elevado custo de servi-la. Segundo esta ótica, o déficit público seria de origem predominantemente

financeira, sendo seu financiamento via emissão de moeda a principal causa da inflação. Esta situação teria levado o Estado à insolvência, sendo necessário, portanto, reestruturar a dívida interna.<sup>1</sup> Além do mais, os detentores de grandes recursos financeiros especulariam contra o congelamento de preços, tornando mais árdua a tarefa do Governo de acabar com a inflação.

A solução proposta pela equipe econômica foi o seqüestro da poupança financeira via reforma monetária e aumento de tributos, principalmente na área financeira, e um esquema de prefixação de preços. A reforma monetária foi apresentada como o *ovo de Colombo* para acabar com a inflação: a liquidez excessiva da economia, medida pelo conceito mais amplo de moeda ( $M_4$ ), que inclui os títulos públicos, foi cortada drasticamente, de 30% do PIB para cerca de 8% do PIB, para forçar a queda dos preços.

A noção de que a dívida pública, em determinadas condições, torna-se inadmissível, representando o principal foco das pressões inflacionárias, não é idéia nova, foi levantada por Keynes, que sugeria a imposição de um *capital levy* sobre os detentores da dívida pública como forma de reestruturar as finanças do Estado.<sup>2</sup> Curiosamente, Keynes não menciona como uma medida dessas afetaria as expectativas dos credores e sua disposição de financiar futuros déficits do Governo.

### 3. Equívocos Monetários do Plano

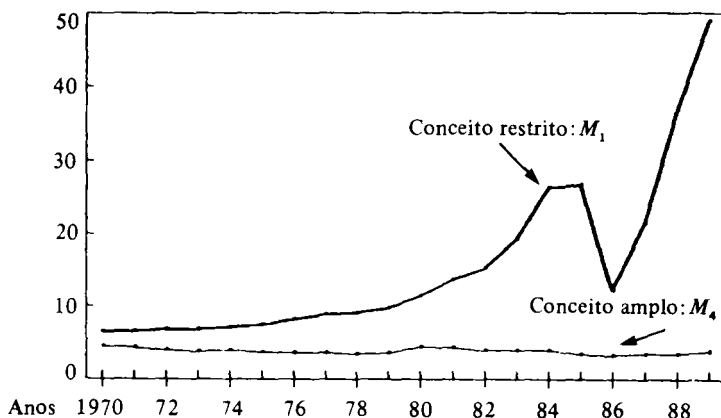
O primeiro equívoco no diagnóstico do Governo foi confundir o estoque de moeda da economia ( $M_4$ ) com a liquidez da economia. A liquidez é uma função não do estoque de moeda existente e, sim, da taxa de *expansão* da moeda e da velocidade pela qual a moeda troca de mão na economia. A velocidade de circulação cresce com a inflação (ou seja, com o custo de reter a moeda fica maior) e é tanto mais alta a velocidade quanto mais baixa for a confiança do público no padrão monetário nacional. Em resumo, se a velocidade cresce é porque o público não tem confiança na moeda gastando em consumo e na aquisição de ativos financeiros ou físicos valorizados em moeda estrangeira.

Se analisarmos o comportamento da velocidade da moeda no seu sentido restrito (isto é, velocidade dos meios de pagamento na definição  $M_1$ , que é igual ao papel-moeda mais depósitos a vista), constatamos que esta vinha aumentando extraordinariamente nos últimos anos, enquanto a velocidade da moeda no sentido amplo (definição  $M_4$  que engloba todos os ativos financeiros) manteve-se praticamente constante. (Ver Figura 1.) Ou seja, a liquidez da economia em termos de  $M_4$  não era elevada, muito menos crescente, como supôs a equipe econômica. O público e as empresas ainda confiavam na moeda alternativa — os títulos públicos — e mantinha seus saldos naquela moeda como forma de se proteger da inflação na moeda doente, o Cruzado Novo. A equipe econômica do Governo, portanto, não soube distinguir o conceito de *estoque* de moeda da economia do conceito de *fluxo* de moeda impressa para financiar o Governo. Aliás, o estoque de  $M_4$ , de aproximadamente 30% do

1 Este enfoque é desenvolvido em detalhe por Álvaro Antônio Zini Júnior em *Fundar a Dívida Pública, Planejamento e Políticas Públicas*, nº 2, dezembro 1989, p. 39-60.

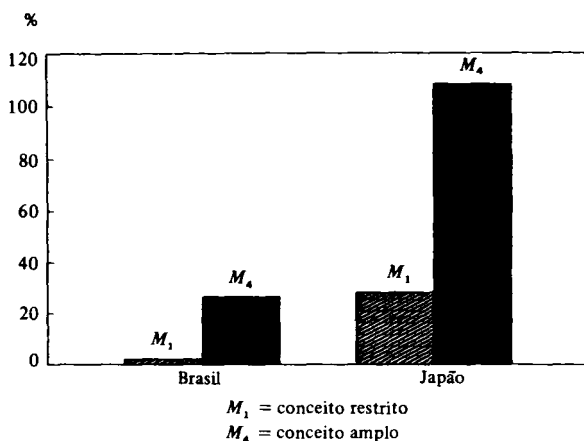
2 Ver John Maynard Keynes, *Monetary Reform*. (New York: Harcourt & Brace, 1924, p. 71.)

PIB, não é elevado, como sugeriu a equipe econômica do Governo, quando comparado a outros países: no Japão, por exemplo, a moeda em sentido amplo corresponde a mais de 100% do PIB.<sup>3</sup> (Ver Figura 2.) A diferença fundamental entre o Japão e o Brasil é que naquele país o governo controla o fluxo de moeda na economia, não permitindo o financiamento de gastos públicos com emissões e mantendo, assim, a confiança no padrão monetário nacional.



Fontes: Banco Central do Brasil e IBGE.

**Figura 1. Velocidade-renda da moeda (PIB nominal/moeda).**



Fontes: Banco Central do Brasil e OCDE.

**Figura 2. Meios de pagamento (percentagem do PIB).**

<sup>3</sup> Dados a respeito do Japão foram obtidos em *Main Economic Indicators*, OCDE, abril de 1990.

O corte brusco do *estoque* de moeda da economia paralisou *momentaneamente* a velocidade de circulação dos cruzeiros; entretanto, não garante o controle das futuras emissões nem impede que a velocidade de circulação dos cruzeiros, emitidos daqui para frente, se acelere, reacendendo a inflação. O Governo poderá até tentar controlar a emissão da moeda nova, mas sua velocidade depende da confiança do público, que não pode ser recuperada por medida provisória.

O segundo grande equívoco foi a destruição da confiança do público, com o seqüestro generalizado dos ativos financeiros. Com isso, a credibilidade da nova moeda, o Cruzeiro, foi seriamente afetada. A equipe econômica do Governo não compreendeu a diferença fundamental entre a experiência inflacionária no Brasil e a de outros países. A Argentina e a Bolívia tinham suas economias totalmente dolarizadas, o que não ocorria em nosso País, pois aqui havia a alternativa da moeda remunerada (a dívida pública). Destruída essa alternativa, sem um padrão monetário confiável, restará ao público somente o consumo e a compra de dólares, acelerando, assim, a velocidade de circulação dos cruzeiros e a inflação.

O terceiro equívoco foi o aperto brutal de liquidez. Mais uma vez, a equipe econômica não reconheceu que a maior parte da dívida do Governo era, de fato, moeda; ao seqüestrar a quase totalidade desses ativos, o estoque total de moeda na economia caiu a um nível muito baixo. Se o Governo insistir em manter a liquidez nesse nível, arrisca a jogar a economia numa profunda depressão. Fariam bem os economistas do Governo lendo sobre a Grande Depressão de 1929. Uma das principais causas da depressão nos Estados Unidos foi a queda acentuada do estoque de moeda causada por uma série de falências bancárias e erros de política econômica que reduziram o meio circulante em 33% entre 1929-33.<sup>4</sup> A nossa equipe econômica fez pior; reduziu o estoque de moeda, medido por *M<sub>4</sub>*, em dois terços, de uma só vez. Por outro lado, uma recessão profunda não parece ser sustentável politicamente, sendo mais provável que haja um afrouxamento do controle monetário e a volta da inflação, a exemplo do que ocorreu na Argentina recentemente.

O primeiro e maior risco da política monetária em vigor é a proliferação de linhas de crédito a juros baixos ou até negativos para diversos setores da economia — o chamado crédito seletivo. O Banco Central está sob intensa pressão para liberar recursos, correndo o risco de se tornar um banco de fomento, desvirtuando sua principal função, ou seja, a de fiador da moeda nacional. Persiste a total falta de transparência das operações de financiamento do Banco Central ao Tesouro. Além disso, o vínculo formal de subordinação da diretoria do Banco Central ao Ministério da Economia torna os rumos da política monetária totalmente incertos. De nada adianta o presidente do Banco Central dizer que não expandirá a moeda, se este pode ser demitido a qualquer momento pelo presidente da República.

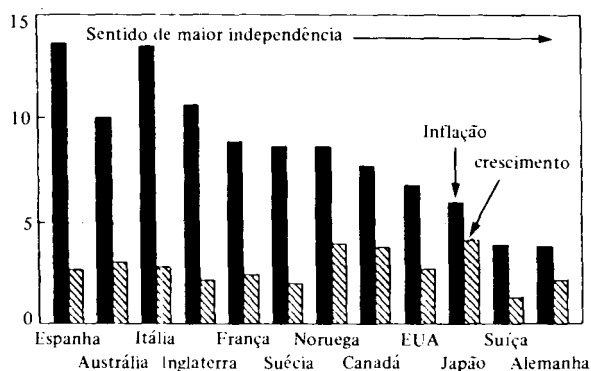
Conceder créditos em condições vantajosas a uns poucos setores *não* evitará a recessão, mas é o caminho certo para a hiperinflação. O crédito seletivo viola um princípio econômico fundamental, segundo o qual os fatores de produção devem fluir para os setores mais rentáveis. Um mercado livre de crédito se encarrega naturalmente desta tarefa complexa. A interferência do Governo no mercado, através do crédito seletivo, leva à má alocação de recursos e à baixa produtividade dos investimentos — falta ao Governo

4 Para uma explanação das causas monetárias da Grande Depressão nos Estados Unidos, ver Milton Friedman & Anna Jacobson Schwartz, *The Great Contraction: 1929-1933*. (Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1973)

conhecimento exato dos fatos, capacidade técnica e alto julgamento para decisões acertadas. Além dessas dificuldades, o método do crédito seletivo é particularmente suscetível à pressão de grupos econômicos e à suspeita de favoritismo. Ele cria um instrumento formidável de coerção ou recompensa política. Não se pode esperar que um Governo, por mais isento que seja, resista à tentação de usar o controle do crédito para fins políticos em detrimento de seus objetivos econômicos.<sup>5</sup>

#### 4. Haveria Alternativa ao Plano Collor?

A resposta é afirmativa. A questão central, antes do Plano, era como passar, sem traumas, da moeda remunerada (as LFTs) para uma *moeda nacional forte* (não-remunerada) retomando-se o controle da emissão do dinheiro circulante. A solução mais indicada para tal situação seria criar um Banco Central totalmente independente, livre da ingerência do Executivo e apenas respondendo formalmente ao Congresso. Esta nova instituição teria plenos poderes para controlar o fluxo de moeda da economia e fazer respeitar o § 1º do art. 164 da Constituição, que veda ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Governo para financiar seus déficits. A experiência internacional tem mostrado o acerto em dotar as autoridades monetárias de ampla autonomia: aqueles países desenvolvidos cujos Bancos Centrais possuem maior independência são aqueles que justamente melhores resultados obtiveram em termos de inflação e crescimento.<sup>6</sup> (Ver Figura 3.)



Fontes: OCDE e A. Alesina *op cit.*

Figura 3. Banco Central independente e sucesso da política econômica.

5 Para uma abordagem crítica do crédito seletivo, ver Eugenio Gudín, *Princípios de Economia Monetária*, (Rio de Janeiro, Agir, v. 2, p. 232-5, 1976).

6 Ver por exemplo A. Alesina, *Economic Policy*, abril 1989. Alguns economistas advogam até mesmo a adoção de regras constitucionais, tais como estabilização de um índice de preços ou o PIB nominal, para restringir o poder de emissão do Governo. Desta forma, o público saberia de antemão qual a política monetária do Banco Central; isto reduziria as expectativas inflacionárias e provocaria um aumento de demanda por moeda que teria um efeito estabilizador imediato sobre os preços. Ver, por exemplo, Robert J. Barro, *Recent Development in the Theory of Rules versus Discretion*, *The Economic Journal*, v. 96, 1985, p. 23-37, e Axel Leijonhufvud, *Constitutional Constraints on the Monetary Powers of Government*, *Economia delle Scelte Pubbliche*, v. 2, 1983, p. 87-100.

O controle sobre a moeda seria gradualmente recuperado com o alongamento *voluntário* de parte da dívida pública e a monetização gradual do restante da dívida. O alongamento do perfil da dívida interna seria feito através da criação de um título de longo prazo, indexado por um índice calculado por uma instituição independente (tal como o IGP-M da Fundação Getúlio Vargas) com juros crescentes de acordo com os prazos de maturidade. Outra parte da dívida interna poderia ser trocada por ativos do setor público, diretamente através do mercado de ações, sem manipulação da burocracia estatal nem impacto monetário. Entretanto, o Plano Collor caminhou na via da coerção, ao invés de escolher os mecanismos da indução e da adesão, próprios de uma economia de mercado.

A política oficial deve concentrar-se na reforma das instituições econômicas do País, com o objetivo de estabelecer uma verdadeira *constituição monetária*, que impeça o abuso da emissão de moeda, mas propicie a criação de mercados realmente livres de qualquer interferência. Nesse campo de vital importância, as primeiras medidas pouco trouxeram de novo. Somente no marco institucional da liberdade de mercados, da parcimônia do Governo e da democracia constitucional será possível mudar as expectativas do público em relação à inflação e criar condições para um crescimento econômico duradouro.

Originais recebidos em 8 de maio de 1990