

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PUC/RJ

AGOSTO 1988

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 200

"A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA
DURANTE O PLANO CRUZADO"

Pedro Bodin de Moraes*

* Professor Assistente da PUC/RJ. Gostaria de agradecer os comentários de Edmar Bacha.

1. Introdução

Um dos maiores problemas de um plano de estabilização baseado na adoção de um congelamento de preços diz respeito ao desenho da política monetária na fase inicial do programa. Com a queda súbita da inflação, a demanda por moeda tende a elevar-se de forma considerável. Caso as Autoridades Monetárias não permitam uma rápida remonetização da economia haverá uma forte pressão recessiva já que as taxas de juros reais sofrerão grande aumento. Além do impacto depressivo dos juros, o aperto de liquidez tende a provocar a ocorrência de racionamento de crédito, fato este que reforça a recessão. Além disso, na medida em que a dívida pública seja elevada, taxas de juros reais altas tornam ainda mais difícil toda e qualquer tentativa de ajuste fiscal.

A decisão a respeito da velocidade de remonetização da economia, no entanto, não é trivial. Em primeiro lugar o controle por parte das Autoridades Monetárias dos meios de pagamento é indireto. As experiências da Argentina e de Israel em 1985 mostraram que o volume de crédito concedido pelo setor bancário eleva-se de forma considerável quando a inflação é reduzida. Em Israel, por exemplo, isto ocorreu em virtude da estabilização dos preços ter induzido uma rápida substituição de depósitos em moeda estrangeira, sobre os quais havia um recolhimento compulsório bastante elevado, por depósitos à vista, cujo compulsório era sensivelmente menor. No caso do Brasil, seria natural que o mesmo fenômeno ocorresse já que se poderia esperar uma substituição de aplicações de overnight lastreadas em títulos públicos por depósitos à vista.

Em segundo lugar, como não se pode observar a quantidade de moeda real demandada pelos agentes, toda remonetização corre sempre o risco de ser feita de modo demasiadamente rápido. Caso isso ocorra, a credibilidade do próprio programa de estabilização pode ser afetada uma vez que o público poderia interpretar a política monetária folgada como sendo uma mera contrapartida da manutenção da anterior situação de descontrole fiscal.

Além do possível impacto sobre a credibilidade do programa uma política monetária excessivamente expansionista pode levar,

nas economias sem restrições à mobilidade de capitais, a uma corrida às reservas das Autoridades Monetárias. No caso de economias como a brasileira com severas restrições à aquisição de ativos financeiros estrangeiros, o excesso de liquidez tende a manifestar-se pressionando a demanda agregada.

O dilema entre taxas de juros reais elevadas e rápida remonetização da economia na fase inicial dos programas de estabilização baseados em controles de preços têm sido resolvido, nos casos bem sucedidos, em favor da primeira. Dornbusch (1987) em recente artigo chama a atenção para o fato de que o programa de estabilização que interrompeu o processo hiperinflacionário na Alemanha no final de 1923 foi caracterizado por quase seis meses de taxas de juros reais extremamente elevadas. Bodin de Moraes (1988) indica que a importância de se adotar uma política monetária apertada em seguida a prefixação da taxa de câmbio já havia sido ressaltada por Keynes em uma pouco conhecida proposta para estabilizar o marco alemão apresentada em novembro de 1922. Também na Austria na década de vinte e em Israel em 1985 o processo de remonetização foi feito de forma lenta, fazendo a economia conviver por alguns meses com taxas de juros reais bastante elevadas.

A importância de se adotar uma política monetária apertada na fase inicial de um programa de estabilização "heterodoxo" é devida ao fato de que o congelamento de preços deve preceder a tentativa de ajuste fiscal uma vez que, como o próprio Keynes havia chamado a atenção, é "imensamente mais fácil equilibrar o orçamento depois de ter estabilizado [o câmbio] do que fazê-lo como uma medida preliminar à estabilização".² A manutenção de taxas de juros reais elevadas aumenta o custo de oportunidade de se especular contra o congelamento através da estocagem de bens ou da corrida em direção a moeda estrangeira.

Neste artigo iremos analisar a condução da política monetária durante a vigência do plano Cruzado, contrastando o caso brasileiro às experiências de Argentina e Israel em 1985.³ Em linhas gerais, aceita-se neste artigo a visão de que o sucesso de um programa de estabilização "heterodoxo" no médio e longo prazo depende, em última instância, de uma política fiscal compatível com a meta de inflação que se deseja atingir. A importância da política monetária reside em sua capacidade de evitar eventuais acidentes de percurso que possam atrapalhar o decolar do programa de estabilização. Estes acidentes em geral manifestam-se sob a forma de excessos de demanda temporários e estocagem de bens ou de moeda estrangeira (nas economias sem restrições à mobilidade de capitais).

Os primeiros meses de vigência do plano Cruzado foram caracterizados pelo excesso de demanda. A manutenção dos salários

²Veja Keynes (1981), pág. 25.

³Para uma avaliação detalhada de todo o plano Cruzado veja, por exemplo, Carneiro (1987).

reais em contínua ascensão depois da adoção do congelamento de preços reflete com clareza este fato. Esta situação de excesso de demanda sem dúvida sugere que a meta de estabilidade de preços era desde o início inconsistente com a política fiscal adotada. A preocupação do governo em evitar que o programa tivesse um viés recessivo e a desindexação da economia transformando ativos com correção monetária em ativos prefixados sob a hipótese de que a inflação futura seria nula fizeram com que a política monetária fosse demasiadamente folgada, contribuindo para agravar o problema de excesso de demanda.

Por último, é importante chamar a atenção para o fato de que o caso da Argentina com o plano Austral em junho de 1985 deixa claro que uma política monetária apertada obviamente não é condição suficiente para o sucesso do programa de estabilização. O longo período de taxas de juros reais elevadas não impediu que a taxa de inflação naquele país acelerasse quando se iniciou a fase de flexibilização de preços.

Este artigo está organizado da seguinte forma. A seção 2 discute rapidamente a política fiscal adotada no plano Cruzado. Sugere-se que a evolução dos salários reais ao longo de 1986 é explicada e reflete a situação de excesso de demanda que caracterizou todo o congelamento de preços. Na seção 3 descreve-se o comportamento ao longo de 1986 de alguns agregados monetários, do crédito concedido ao setor privado pelas instituições financeiras e das taxas de juros. A seção 4 discute os fatores que levaram a adoção de uma política monetária excessivamente folgada na fase inicial do congelamento de preços. A seção 5 apresenta uma variante do tradicional modelo IS-LM que ajuda na discussão a respeito do impacto da política monetária sobre a oferta de crédito. A seção 6 examina as experiências de Argentina e Israel em 1985 com programas de estabilização "heterodoxos" dando ênfase ao desenho da política monetária, procurando compará-las ao Cruzado. A seção 7 conclui o artigo oferecendo alguns comentários finais.

2. Política Fiscal, Excesso de Demanda e a Evolução dos Salários Reais durante o Plano Cruzado

Ainda que o objetivo desse artigo seja o de discutir a política monetária adotada durante o plano Cruzado não se pode esquecer por completo a política fiscal. Como foi dito anteriormente, enquanto a importância da política monetária está relacionada a sua capacidade de influenciar a trajetória da economia rumo à meta de inflação, é a política fiscal que em última instância irá determinar se esta meta é factível ou não.

A tabela 1 apresenta a necessidade de financiamento do setor público em seu conceito operacional no período 1984-86. Conforme pode-se ver, a necessidade de financiamento como proporção do PIB passou de 2,7% em 1984 para 4,3% em 1985, caindo para 3,6% no ano do plano Cruzado. A princípio esta queda poderia ser vista como refletindo uma política fiscal mais austera. A

redução no déficit, no entanto, deve ser atribuída ao excelente desempenho da economia e seu conseqüente impacto sobre a arrecadação fiscal bem como a própria queda da inflação.

É razoável supor que caso a economia não tivesse apresentado elevadas taxas de crescimento em 1986 a necessidade de financiamento do setor público teria permanecido no nível do ano anterior. A esse respeito, convém chamar a atenção para o fato de que apesar da arredação do Imposto sobre a Circulação de Mercadorias (ICM), o qual é a principal fonte de receita dos estados, ter crescido 32,4% em termos reais (deflacionando-se pelo INPC médio) em 1986, o déficit dos estados e municípios permaneceu constante em 1% do PIB em 1985 e 1986.

Tabela 1
Necessidades de Financiamento do Setor Público (Conceito Operacional) como Proporção do Produto Interno Bruto: 1984-1986

Ano	1984	1985	1986
Total	2,7%	4,3%	3,6%
No Banco Central	3,2	4,6	3,6
Fora do Banco Central	-0,5	-0,3	0,0
1. Governo Central	1,7	1,8	2,1
2. Governos Estaduais e Municipais	-0,4	1,0	1,0
3. Empresas Estatais	1,1	2,3	1,3
4. Ags. Descentralizadas	-0,1	-0,2	0,0
5. Prev. Social	0,1	-0,2	-0,3
6. Fundos e Programas	0,3	-0,4	-0,5

Fonte: Brasil - Programa Econômico, Banco Central do Brasil, diversos números.

2.1 A evolução dos salários reais em 1986

A proibição legal de se elevar preços fez com que o excesso de demanda que permeou a economia desde os primeiros meses do Cruzado não se manifestasse através da inflação. As pressões de demanda, como nos países de economia centralizada, deram origem a cobrança de ágios e a existência de filas. Assim sendo, os índices de preços durante a vigência do plano Cruzado, e em particular os referentes ao mercado atacadista, muitas vezes não refletiram com exatidão os preços efetivamente praticados.

Se no mercado de bens existe alguma dificuldade em se caracterizar a situação de excesso de demanda, o mesmo não ocorreu no mercado de trabalho. Neste mercado o excesso de demanda da

economia manifestou-se quase que de forma imediata provocando uma grande elevação dos salários nominais. Convém lembrar que durante a vigência do plano Cruzado em instante algum proibiu-se que os salários nominais fossem reajustados. O congelamento de preços apenas impedia que estes aumentos fossem repassados aos consumidores.

A tabela 2 apresenta a evolução ao longo de 1986 de diversas medidas para os salário reais praticados na economia. Todas as séries indicam a ocorrência de um expressivo aumento. O salário médio pago pelas indústrias do estado de São Paulo, por exemplo, elevou-se em termos reais em 27% entre o final de outubro e a decretação do congelamento de preços no último dia de fevereiro. Parte desse aumento é devida ao abono de 8% concedido sobre todos os salários quando da adoção do plano Cruzado e nada tem a ver com o aquecimento da economia. Entre março e outubro, no entanto, aquele salário real elevou-se em quase 12%. O aumento dos rendimentos em termos reais dos trabalhadores sem carteira assinada e por conta própria foi ainda mais espetacular. Entre março e outubro estes elevaram-se em 29% e 51% respectivamente. Tendo isso em vista, fica difícil deixar de caracterizar os meses de vigência do congelamento de preços como sendo um período de generalizado excesso de demanda.

Tabela 2
Evolução do Salário Real em 1986
(fevereiro = 100)

Mês	WFIESP	R.c/CART.	R.s/CART.	R.C.PROPRIA
jan	104,4	105,7	110,0	110,8
fev	100,0	100,0	100,0	100,0
mar	113,5	108,8	110,3	121,1
abr	115,7	115,3	118,1	123,7
mai	117,3	119,4	128,6	135,6
jun	116,9	120,0	125,6	146,1
jul	120,1	126,6	133,0	160,0
ago	122,5	129,3	137,1	172,8
set	123,9	131,1	140,1	168,8
out	126,6	133,2	142,1	182,3
nov	130,5	139,0	150,9	202,2
dez	127,2	162,4	182,3	209,8

Notas: WFIESP é o salário nominal médio pago pelas indústrias do estado de São Paulo, R.c/CART. é o rendimento nominal médio dos trabalhadores com carteira assinada na região metropolitana da cidade de São Paulo, R.s/CART. é o rendimento nominal médio dos trabalhadores sem carteira assinada na região metropolitana da cidade de São Paulo e R.C.PROPRIA é o rendimento nominal médio dos trabalhadores por conta própria na região metropolitana da cidade de São Paulo. Os rendimentos reais foram obtidos deflacionando-se os valores nominais pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) do próprio mês.

Fonte: Conjuntura Econômica, diversos números e Indicadores IBGE, diversos números.

3. Agregados Monetários, Empréstimos e Taxas de Juros em 1986

Iniciaremos pela descrição do que foi a política monetária a partir dos dados sobre agregados monetários, empréstimos ao setor privado e taxas de juros dividindo o período de vigência do congelamento de preços em duas fases. A primeira, caracterizada por uma grande euforia quanto ao sucesso do programa compreende os meses de março a junho. Na segunda fase, que foi marcada por uma grande reversão de expectativas quanto ao êxito do congelamento, vai de julho às medidas corretivas pós eleição tomadas no final de novembro.

A tabela 3 apresenta os dados referentes à evolução de alguns agregados monetários entre fevereiro e dezembro de 1986. Podemos ver que a remonetização da economia ocorreu de forma bastante rápida. No primeiro mês do congelamento a base monetária e os meios de pagamento aumentaram em 36% e 80% respectivamente. Nos meses seguintes as taxas de crescimento desses dois agregados, apesar de declinantes, mantiveram-se bastante elevadas. Entre o final de fevereiro e o final de junho a base monetária expandiu-se em 134%. Neste mesmo período os depósitos à vista do Banco do Brasil e dos bancos comerciais aumentaram em 267% e 187% respectivamente.

Tabela 3
Evolução de Agregados Monetários Seleccionados em 1986:
Saldos em Fins de Período, Cz\$ bilhões

Mês	Base	Dep. à Vista		M1	M4
		BB	BCom		
fev	51,5	14,1	75,2	116,5	965,8
mar	70,0	26,4	141,7	209,8	1083,6
abr	94,8	35,9	162,3	250,6	1095,3
mai	109,0	43,4	184,4	288,5	1125,7
jun	120,5	51,8	216,1	334,1	1163,1
jul	137,6	48,5	216,6	333,3	1167,2
ago	145,8	48,4	232,0	356,1	1228,2
set	149,9	55,8	243,0	375,9	1295,4
out	157,6	57,8	261,1	403,0	1340,0
nov	172,5	63,5	267,2	422,2	1367,0
dez	178,9	67,5	282,5	455,5	1436,1

Notas: Base é o papel moeda em poder do público e reservas bancárias; BB e BCom são respectivamente os depósitos à vista do Banco do Brasil e dos demais bancos comerciais; M1 é papel moeda em poder do público mais os depósitos à vista; M4 é M1 mais os depósitos à prazo, depósitos de poupança e os títulos da dívida pública federal fora da carteira do Banco Central.

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central, diversos números.

O agregado monetário M4, o qual inclui além dos depósitos à vista e do papel moeda em poder do público, os depósitos à prazo e de poupança e os títulos do governo fora do Banco Central, também manteve ao longo de 1986 uma tendência ascendente. Entre o final de fevereiro e o final de junho este agregado expandiu-se em 20,4%, o que representou um crescimento real de 16,5%. Grande parte do aumento de M4 ocorreu em março quando este agregado apresentou um crescimento de 12,2%. No período junho a novembro o crescimento real de M4 foi de apenas 2%.

A tabela 4 apresenta a evolução do crédito concedido ao setor privado ao longo de 1986. Pode-se ver que o total do crédito ao setor privado, depois de uma pequena queda em março, expandiu-se de forma contínua durante os primeiros meses do congelamento de preços. Entre fevereiro e junho, por exemplo, houve um aumento de 16,2%, o que representou em termos reais uma elevação de 12,4%. A partir de julho, o volume de operações de crédito acelerou-se, impulsionado sobretudo pelos bancos comerciais. Somente entre o final de julho e o final de novembro o crédito dos bancos comerciais (inclusive Banco do Brasil) ao setor privado expandiu-se a uma taxa média mensal de quase 6%.

O desempenho das instituições financeiras foi bastante diversificado no que concerne a oferta de créditos durante a vigência do plano Cruzado. A grande expansão dos depósitos à vista teve um impacto quase que imediato sobre a oferta de crédito dos bancos comerciais. O Banco do Brasil, por exemplo, já em março havia elevado seus empréstimos em quase 9% em relação ao mês anterior. Entre o final de fevereiro e o final de junho este banco expandiu seu crédito ao setor privado em 57%, o que representou um crescimento real de 52%. Os demais bancos comerciais expandiram suas operações ativas de forma um pouco mais lenta e a taxas menores. Ainda assim, o volume de crédito desses bancos elevou-se em 25% em termos reais nos quatro primeiros meses do congelamento. As financeiras, os bancos de investimento e desenvolvimento, as sociedades de crédito imobiliário e caixas econômicas, por outro lado, mantiveram praticamente constante ou mesmo reduziram nos primeiros meses do congelamento de preços o volume de crédito concedido ao setor privado.

Tabela 4
Empréstimos Concedidos pelo Sistema Financeiro ao Setor Privado:
1986, Cz\$ bilhões

Mês	Banco Brasil	Bancos Comerc. ^a	Bancos Invest.	Finan- ceiras	BNDES ^b	SCI/APE ^c	Total
fev	81,5	204,2	65,7	71,1	44,7	289,8	757,0
mar	88,5	209,3	65,5	52,0	45,5	286,7	747,5
abr	98,2	220,9	68,1	58,2	46,0	297,0	788,4
mai	111,5	239,6	67,4	63,3	46,3	296,8	824,9
jun	127,8	264,2	64,6	68,3	46,4	308,2	879,5
jul	135,9	278,1	64,5	64,3	47,5	312,4	902,7
ago	134,3	305,9	68,6	64,6	48,5	315,8	937,7
set	146,0	337,5	76,7	66,4	48,5	328,8	1003,9
out	163,1	380,0	89,6	68,1	49,2	334,6	1084,6
nov	167,2	403,0	101,0	70,4	52,1	347,3	1141,0
dez	184,1	435,0	111,8	74,1	57,5	394,8	1257,3

Notas:

^aInclui todos os bancos comerciais à exceção do Banco do Brasil.

^bInclui bancos estaduais de desenvolvimento e o BNCC. ^cInclui também a Caixa Econômica Federal e as Caixas Estaduais.

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central, diversos números.

A tabela 5 apresenta a evolução da taxas de juros do overnight e dos Certificados de Depósito Bancário (CDB), da estrutura a termo entre as aplicações por um dia e as aplicações por sessenta dias e da taxa de inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) no período fevereiro a dezembro de 1986. Conforme pode-se ver, todas as taxas de juros caíram de forma abrupta logo em março, mantendo-se próximas à taxa de inflação vigente nos primeiros meses do congelamento. Essa queda dos juros nominais em conjunção com a elevação dos impostos sobre as operações financeiras ocorrido na segunda semana de março⁴ fez com que a rentabilidade real líquida (ex-post) tanto das aplicações por um dia quanto das por sessenta dias, à exceção do mês de março, fosse negativa até setembro. Para se ter uma idéia de como as taxas de juros estiveram deprimidas na fase inicial do congelamento de preços basta mencionar que a compra de um CDB em abril com renovação automática em junho à taxa vigente geraria uma perda real anualizada de quase 9%.

⁴A alíquota do imposto sobre as aplicações por um dia foi elevada de 10% para 45% e a alíquota do imposto sobre os CDBs com prazo superior a 59 dias foi elevada de 7% para 35%.

Na medida em que um programa de estabilização baseado no congelamento de preços sempre corre o risco de fracassar, a taxa de inflação esperada em geral mantém-se acima da taxa observada. Assim sendo, se a taxa de juros real ex-post foi negativa nos primeiros meses do plano Cruzado parece razoável supor que a rentabilidade real esperada tenha sido ainda menor. O custo de se especular contra o congelamento de preços através da estocagem de matérias primas ou de bens finais foi desprezível.

Tabela 5

Taxas de Juros, Inflação e Estrutura a Termo: 1986
(médias mensais)

Mês	Over			CDB			ET	Inflação
	bruta	liq.	real	bruta	liq.	real		
mar	1,18%	0,78%	11,1%	1,44%	0,93%	13,3%	2,0%	-0,11%
abr	1,25	0,69	-1,1	1,37	0,89	1,4	2,5	0,78
mai	1,22	0,67	-8,3	1,53	1,00	-4,7	4,0	1,40
jun	1,42	0,78	-5,7	1,78	1,16	-1,3	4,6	1,27
jul	1,95	1,09	-7,1	2,15	1,40	-3,6	3,7	1,71
ago	2,57	1,53	-21,1	2,71	2,17	-14,9	7,8	3,55
set	2,94	1,76	0,5	3,04	2,58	10,7	10,2	1,72
out	1,89	1,89	-0,1	3,31	2,81	11,3	11,4	1,90
nov	2,37	2,37	-29,9	4,96	4,22	-13,2	23,9	5,45
dez	5,49	5,49	-49,4	9,49	8,07	-32,4	33,6	11,65

Notas: Over é a taxa de juros mensal referente as aplicações no overnight lastreadas em OTNs até junho e LBCs a partir de julho; CDB é a taxa de juros mensal dos Certificados de Depósito Bancário com prazo de 60 dias; ET é a estrutura a termo anualizada entre a taxa de juros líquida dos CDBs e a taxa líquida do Over; Inflação é a taxa mensal de variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor - Amplo (IPCA); A taxa de juros real é a taxa nominal líquida deflacionada pelo IPCA (anualizada).

Fonte: Sinopse Mensal, Andima, diversos números e Brasil - Programa Econômico, Banco Central, volume 16, março de 1988.

É interessante notar que o comportamento da estrutura a termo entre a taxa de juros líquida dos CDBs e a taxa de juros líquida no mercado de overnight é bastante distinto nos dois períodos em que dividimos o plano Cruzado. Entre março e junho a estrutura a termo permaneceu praticamente constante e sempre abaixo dos 5% ao ano. A partir do final de julho o prêmio pela iliquidez começou a aumentar de forma bastante rápida, o que obviamente reflete a expectativa de uma inflação em elevação ou de uma política monetária mais apertada (ou de ambas). Em novembro, o

diferencial anualizado entre a taxa de juros dos CDBs e a taxa de juros no overnight alcançou a quase 24%.

Tanto a evolução das taxas de juros quanto a dos agregados creditícios e monetários indicam que o processo de remonetização da economia ocorreu de forma bastante rápida. Em particular, o comportamento de M4 constitui-se em um bom indicador da velocidade de monetização da economia uma vez que este agregado deveria ser invariante a oscilações da taxa de inflação. A estabilização dos preços levaria apenas a uma substituição entre ativos; a elevação na demanda por depósitos à vista teria como contrapartida uma queda, por exemplo, na demanda por títulos do governo.

Alguns autores⁵ indicaram que em grande parte a expansão do agregado M4 estava fora do controle do governo tendo sido causada pelo fato de que todos os ativos indexados com prazo de vencimento ao longo do mês de março tiveram seus saldos corrigidos de acordo com a inflação de fevereiro. De fato, os títulos do governo fora da carteira do Banco Central apresentaram um crescimento de 11,6% em março. Assim sendo, o comportamento de M4 deveria ser interpretado com cautela não devendo ser utilizado como evidência de uma excessiva monetização. Apesar dessa ressalva, é preciso ter em mente que o grande crescimento apresentado por M4 em março, ainda que não tenha sido intencional, elevou a relação ativos financeiros/produto. Se a demanda agregada é afetada pela riqueza financeira (efeito Pigou), o crescimento de M4 ocorrido em março contribuiu para gerar uma situação de excesso de demanda.

A manutenção de uma elevada e sempre crescente brecha entre a cotação do dólar no mercado oficial e no mercado paralelo, conforme a tabela 6 ilustra, também pode servir de evidência de que a remonetização da economia foi de fato excessiva. Entre março e maio o ágio passou de 26,4% para 47%. Com as taxas de juros nominais deprimidas os investidores fugiram para ativos fora do controle do governo. Esta corrida para os ativos reais explica a contínua elevação do ágio no mercado paralelo e o comportamento tanto da Bolsa de Valores quanto do preço da terra. A evolução do preço do hectare de terra virgem (matas) ao longo de 1986 sugere a ocorrência de um grande aumento da demanda por ativos não financeiros que pudessem desempenhar o papel de reserva de valor. Entre o final de 1985 e o final de 1986 o preço médio do hectare de mata elevou-se em quase 300%. No estado de São Paulo, o aumento foi de 373%.

⁵Veja, por exemplo, Carneiro (1987), pág. 264

Tabela 6

Ágio da Taxa de Câmbio no Mercado Paralelo, Índice da Bolsa de Valores de São Paulo e Preço Médio da Terra

Ano/ Mês	Bovespa (fev 86 = 100)	Ágio	Preço da Terra (Cz\$ por ha)	
			Brasil	São Paulo
1985				
dez			3.096	15.024
1986				
fev	100,0	33,2%		
mar	236,8	26,4		
abr	292,3	37,5		
mai	260,1	47,0		
jun	235,3	49,2	6.779	34.900
jul	239,3	59,4		
ago	197,0	72,3		
set	150,1	68,6		
out	180,6	89,8		
nov	142,5	103,0		
dez	139,3	89,0	12.350	71.200

Notas: Bovespa é o índice da Bolsa de Valores de São Paulo; Ágio é a diferença percentual média entre a taxa de câmbio Cz\$/US\$ cotada no mercado paralelo e a cotada pelo Banco Central; Preço da Terra é o preço médio por hectare das matas.

Fonte: Banco de Dados Nacionais e Internacionais, IBRE/FGV, diversos números, Conjuntura Econômica, diversos números e Centro de Estudos Agrícolas, IBRE/FGV.

4. Motivações para uma Política Monetária Expansionista

Nas discussões sobre a noção de inflação inercial e relativas ao desenho de um programa de estabilização para lidar com esta situação específica, pouca ou mesmo nenhuma atenção foi dada à política monetária. Quando a política monetária é mencionada de forma explícita seu papel é no mínimo extremamente obscuro.⁶ Lopes (1986), por exemplo, menciona que "num programa de choque heterodoxo os instrumentos tradicionais de política

⁶O artigo original de Lara Resende (1984) que contém uma proposta específica de adoção de uma reforma monetária trata a política monetária de forma superficial.

monetária e fiscal assumem um papel secundário; a preocupação principal deve ser com a consistência entre os parâmetros fiscais monetários e creditícios e a trajetória de estabilidade de preços que se quer manter." Mas o que fazer na fase inicial do programa de estabilização? Será importante nesta fase a adoção de uma política monetária restritiva?

A firme crença no diagnóstico de que a inflação no Brasil era totalmente inercial sugeria aos autores do plano Cruzado que a estabilidade de preços era mais do que uma meta a ser perseguida. O objetivo de se ter "inflação zero" não era somente um estratagema para influenciar as expectativas dos agentes da economia. Era uma possibilidade na qual se deveria apostar com convicção. Para isso, seria de fundamental importância que o governo mostrasse estar de fato trabalhando com uma meta de inflação zero.

A política monetária que o governo adotou na fase inicial do congelamento de preços foi implicitamente definida quando se procurou desindexar a economia, proibindo-se a utilização de cláusulas de correção monetária em qualquer contrato com prazo inferior a um ano. Com isso, as ORTNs com prazo de vencimento entre março de 1986 e fevereiro de 1987 que rendiam em média juros de 15% ao ano acima da correção monetária passaram a render uma taxa nominal de 15% ao ano.⁷ Transformava-se um título indexado em um título prefixado sob a hipótese de que a taxa de inflação seria de fato nula.

Uma vez fixada a rentabilidade das ORTNs (que passaram a se chamar OTNs) em 15% ao ano tornava-se difícil, senão impossível, ao Banco Central fixar o custo do dinheiro no mercado de overnight a uma taxa superior a rentabilidade diária desses títulos. Isto se deve ao fato de que uma parcela substancial dos títulos públicos não é adquirida por tomadores finais e sim por instituições financeiras que se financiam diariamente junto ao público através de operações de compra e recompra. Caso a taxa de juros no mercado de overnight permanecesse acima da rentabilidade diária dessas OTNs, o seu carregamento implicaria em um prejuízo. Como as instituições financeiras podiam e podem, na média, adquirir um volume de títulos muitas vezes superior ao seus patrimônios líquidos, as perdas resultantes seriam bastante elevadas. A possibilidade de uma crise financeira restringiu em muito a política monetária na fase inicial do plano Cruzado. A evolução da oferta de moeda foi condicionada pela meta implícita de manter a taxa de juros no mercado de overnight próxima a 15% ao ano, o que de fato ocorreu.

Além da preocupação de não explicitar uma taxa de inflação esperada positiva, o desejo de fazer um programa de estabilização

⁷É importante lembrar que apesar da remuneração das ORTNs ser de correção monetária mais juros de 6% a 8% ao ano, o deságio com que esses títulos eram adquiridos elevava a rentabilidade efetiva para os mencionados 15% ao ano.

neutro do ponto de vista distributivo também contribuiu para que as taxas de juros nominais caíssem mais rapidamente do que na Argentina e em Israel. Se as taxas de juros reais ex-post permanecessem ao redor dos 3 a 4% ao mês como ocorreu naqueles dois países haveria uma grande transferência de renda dos devedores para os credores. Parece razoável supor que o governo para defender na esfera política a conversão dos salários (e de todos os demais contratos) pela média dos últimos seis meses tenha optado por reduzir rapidamente as taxas de juros.

Em julho de 1986 o Banco Central, reconhecendo que a maior parte dos títulos da dívida pública eram financiados diariamente, lançou um novo título, a Letra do Banco Central (LBC), que teria como rendimento diário o custo do dinheiro no mercado de reservas bancárias por um dia. O carregamento desse título poderia ser feito sem qualquer risco uma vez que se garantia que não haveria qualquer descolamento entre as taxas de remuneração e de financiamento.

Quando o primeiro leilão de LBCs foi realizado, permitiu-se que todas as instituições que possuíam OTNs em suas carteiras pudessem trocá-las pelo novo título. Com isso, o Banco Central ficaria livre para colocar a taxa de juros no overnight no patamar que desejasse sem o risco de colocar as instituições financeiras em dificuldades. A preocupação com a aparente situação de excesso de demanda fez com que, logo após esse leilão, fosse adotada uma política monetária mais apertada, elevando o custo do dinheiro no overnight. No entanto, quando isso ocorreu o aumento da taxa de juros acabou sendo interpretado como um simples reflexo de que a expectativa do governo para a taxa de inflação havia se elevado e o impacto sobre a demanda agregada foi desprezível. A esse respeito cabe lembrar que se o final do congelamento de preços é tido como iminente, a taxa de juros nominal que irá desestimular a estocagem de matérias primas e produtos finais será obviamente bastante elevada.⁸

Por último, é importante ter em mente que em uma economia onde há um grande número de restrições à mobilidade de capitais a prefixação da taxa de câmbio em combinação com uma política monetária fortemente expansionista não tem qualquer impacto sobre as reservas cambiais do Banco Central. Por isso, tal política pode ser mantida sem maiores problemas nos primeiros meses do congelamento de preços. Entretanto, com uma taxa de juros baixa, o custo de se especular contra o programa de estabilização através da estocagem de tanto produtos finais quanto matérias primas não é elevado. Se tal prática for adotada por um número não desprezível de firmas a economia poderá vir a enfrentar uma situação de desabastecimento generalizado. Este parece ter se constituído em um dos mais sérios problemas enfrentados pelo Plano Cruzado. Além

⁸Se a probabilidade a cada dia de que todos os preços serão corrigidos em 10% for também de 10%, somente uma taxa de juros no mercado de overnight superior a 1% ao dia (1127% ao ano) poderá desestimular a estocagem de bens.

disso, o fenômeno de desabastecimento tende a se propagar como uma bola de neve, uma vez que a possibilidade de que uma mercadoria virá a faltar com certeza altera os hábitos de consumo da população, fazendo com que compras futuras sejam antecipadas.

5. Um Modelo para o Congelamento de Preços

O funcionamento da economia brasileira durante o plano Cruzado pode ser razoavelmente bem descrito pelo tradicional modelo IS-LM uma vez que a existência de alguma capacidade ociosa e a proibição legal de se elevar preços faziam com as pressões de demanda não fossem refletidas nos preços. Tendo isso em vista, é construído na seção 5.1 um modelo agregativo para a economia cujo ponto de partida é o modelo IS-LM. A única e importante diferença com relação ao modelo tradicional é o abandono da hipótese de perfeita substitutabilidade entre títulos públicos e empréstimos bancários. A principal justificativa para o abandono dessa hipótese é a de que neste caso o processo de remonetização (substituição de títulos públicos por moeda) que acompanha a queda da taxa de inflação terá importantes repercussões sobre a oferta de crédito. Na sub-seção 5.2 o modelo desenvolvido é utilizado para analisar a política monetária do Cruzado e seu impacto sobre a oferta de crédito e sobre a demanda agregada.

5.1 O Modelo IS-LM e o Mercado de Crédito

A possibilidade de racionamento de crédito ou o abandono da hipótese de que títulos e empréstimos são substitutos perfeitos faz com que seja necessário a inclusão no modelo IS-LM de um terceiro ativo além de moeda e títulos, a saber o crédito. No que segue iremos supor que de fato títulos e crédito não são substitutos perfeitos. Começaremos pelo mercado de crédito, seguindo de perto um recente artigo de Bernanke e Blinder (1988).

A decisão dos tomadores e emprestadores depende da taxa de juros cobrada nos empréstimos e da taxa de juros dos títulos públicos. Assim sendo, iremos supor que a demanda por crédito é negativamente afetada pela taxa de juros cobrada pelas instituições financeiras nos seus empréstimos, e positivamente afetada tanto pela taxa de juros dos títulos públicos quanto pelo nível de renda. A inclusão desta última variável visa captar o aumento da demanda de crédito para financiar capital de giro que ocorre quando a economia expande-se. A hipótese de que elevações na taxa de juros dos títulos públicos aumenta a demanda por crédito pode ser justificada pelo efeito riqueza. Especificamente, iremos assumir que a quantidade de crédito demandada seja dada por:

$$(1) \quad \ln(L) = L_0 + L_1 i^a + L_2 i^p + L_3 \ln(y), \quad L_1 < 0, \quad L_2, L_3 > 0,$$

onde L é a demanda por crédito, i^a é a taxa de juros cobrada pelas instituições financeiras em seus empréstimos, i^p a taxa de juros dos títulos públicos e y a renda real.

Supondo que o único passivo do sistema bancário sejam os depósitos à vista e que os bancos não tenham capital próprio, o volume de empréstimos bancários dependerá das duas taxa de juros, do recolhimento compulsório e do volume de depósitos à vista. Para simplificar vamos supor que a função oferta de créditos seja dada por:

$$(2) \quad \ln(C) = C_0 + C_1 i^a + C_2 i^p + \ln[(1-r^C)D], \quad C_1 > 0, C_2 < 0,$$

onde C é a oferta de crédito, r^C é o recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista e D são os depósitos à vista. Note que um aumento de i^p deprime a oferta de crédito e, por conseguinte, eleva a quantidade de títulos públicos na carteira dos bancos.⁹

Vamos também supor que o público apenas retém moeda sob a forma de depósitos à vista e que os bancos não mantêm encaixes voluntários. Assim sendo o multiplicador bancário (m) será simplesmente:

$$(3) \quad m = D/R = 1/r^C,$$

onde R são as reservas bancárias.

Em equilíbrio, a oferta e a demanda de crédito se igualam. Neste caso é imediato mostrar que a taxa de juros cobrada pelos bancos nas operações de empréstimos será dada:

$$(4) \quad i^a = (C_0 - L_0)/(L_1 - C_1) + [(C_2 - L_2)/(L_1 - C_1)]i^p - \\ - [L_3/(L_1 - C_1)]\ln(y) + [1/(L_1 - C_1)]\ln[(1-r^C)R/r^C].$$

Com relação ao mercado de bens iremos fazer a suposição de que a demanda agregada é uma função das duas taxas de juros reais e da política fiscal, a qual será representada pela variável G . Utilizando uma forma funcional log linear, a condição de equilíbrio no mercado de bens será dada por:

$$(5) \quad \ln(y) = Y_1(i^p - p^e) + Y_2(i^a - p^e) + G, \quad Y_1, Y_2 < 0,$$

onde p^e é a taxa de inflação esperada. Note que se $Y_2 = 0$ recairemos no modelo IS-LM tradicional. Substituindo (4) em (5) temos:

$$(6) \quad \ln(y) = Ai^p + Bp^e + F\ln[(1-r^C)R/r^C] + G',$$

onde $A = [Y_1 + Y_2(C_2 - L_2)/(L_1 - C_1)]/[1 + Y_2 L_3/(L_1 - C_1)] < 0,$

$$B = -(Y_1 + Y_2)/[1 + Y_2 L_3/(L_1 - C_1)] > 0,$$

$$F = [Y_2/(L_1 - C_1)]/[1 + Y_2 L_3/(L_1 - C_1)] > 0,$$

⁹Note que por definição $C + B^b = (1-r^C)D$, onde B^b é a quantidade de títulos públicos adquiridas pelos bancos.

$$G' = [G + Y_2(C_0 - L_0)/(L_1 - C_1)] / [1 + Y_2 L_3 / (L_1 - C_1)].$$

A equação (6) define o "locus" de taxas de juros dos títulos públicos e nível de renda onde tanto o mercado de bens quanto o de crédito estão em equilíbrio. Essa curva, a qual denominaremos de CC, assemelha-se a uma curva IS convencional. A única e importante diferença é a de que alterações da quantidade de reservas bancárias, ou seja a política monetária, deslocam essa curva.

Por último, supondo-se que a demanda por depósitos à vista seja função da renda e da taxa de juros dos títulos públicos a condição de equilíbrio no mercado de moeda será dada por:

$$(7) \quad \ln(R/r^C) = D_1 i^P + D_2 \ln(y), \quad D_1 < 0, D_2 > 0.$$

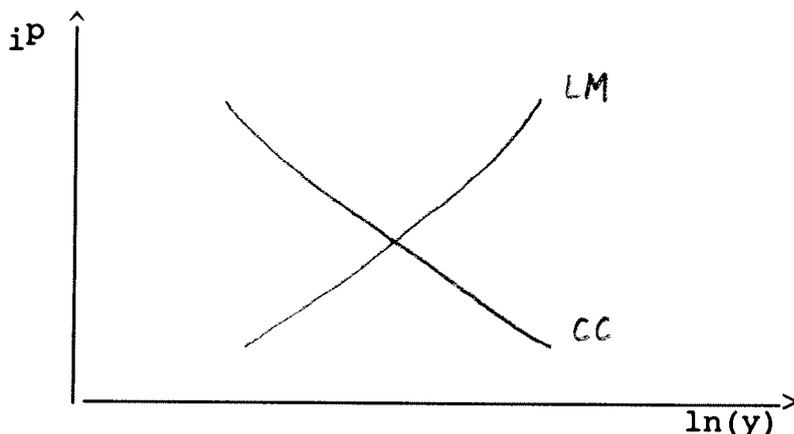
No gráfico 1 as curvas CC e LM representam respectivamente as condições de equilíbrio no mercado de bens e crédito e de moeda. O nível de renda e a taxa de juros de equilíbrio serão dados por:

$$(8) \quad \ln(y^*) = [(A + FD_1)/(D_1 + AD_2)] \ln(R/r^C) + [BD_1/(D_1 + AD_2)] p^e + \\ + [FD_1/(D_1 + AD_2)] \ln(1 - r^C) + [D_1/(D_1 + AD_2)] G',$$

$$(9) \quad i^P = (1/D_1) \ln(R/r^C) - (D_2/D_1) \ln(y^*).$$

Note que uma queda da taxa de inflação esperada irá deslocar a curva CC para a esquerda. Se o governo não adotar uma política monetária expansionista, elevando as reservas bancárias, o nível de renda cairá em virtude do chamado efeito Tobin-Mundell. A queda da taxa de juros dos títulos públicos que ocorre em resposta a redução da taxa de inflação esperada não impede que a taxa de juros real (ex-ante) acabe elevando-se.

Gráfico 1



2.2 O Plano Cruzado

O modelo apresentado na sub-seção anterior ajuda-nos na discussão a respeito da política monetária adotada no plano

Cruzado uma vez que ele permite que se incorpore de forma explícita o papel do crédito bancário como fonte geradora de pressões sobre a demanda agregada.

A política monetária adotada pelo Banco Central no período imediatamente anterior ao plano Cruzado tinha como objetivo implícito fazer com que a taxa de juros no mercado de overnight fosse igual a taxa de inflação do próprio mês. A existência de uma meta com relação a taxa de juros obviamente fazia com que o controle da base monetária fosse perdido. Em termos do gráfico 1, a política de tabelamento de juros traduz-se em uma LM horizontal.

Como foi mencionado anteriormente, quando da adoção do congelamento de preços houve uma grande preocupação em desindexar a economia, o que levou à proibição de cláusulas de indexação nos contratos com prazo inferior a um ano. Essa proibição fez com que os títulos públicos indexados (ORTNs) com vencimento entre março de 1986 e fevereiro do ano seguinte fossem transformados em títulos prefixados (OTNs). Assim sendo, as ORTNs que rendiam em média correção monetária mais juros reais de 15% passaram a render a taxa nominal de 15%. Essa transformação das ORTNs em OTNs acabou fazendo com que o Banco Central tabelasse o custo do dinheiro no mercado de reservas bancárias ao redor dos 15% ao ano.

O gráfico 2 descreve o que ocorreu com a economia quando da adoção do plano Cruzado. A situação inicial pressupõe uma inflação (esperada) ao redor de 400% ao ano e uma taxa de juros da mesma magnitude¹⁰. Com o congelamento de preços, a taxa de inflação esperada reduziu-se de forma considerável, deslocando a curva CC para a esquerda, de CC_0 para CC_1 . Se o governo decidisse manter a taxa de juros nominal vigente antes do congelamento e não remonetizar a economia o produto cairia para de $\ln(y^0)$ para $\ln(y^1)$. É importante chamar a atenção para o fato de que a súbita queda da taxa de inflação também teve um impacto positivo sobre a demanda agregada uma vez que o imposto inflacionário sofreu grande redução. Em termos do modelo aqui apresentado, este efeito pode ser captado supondo-se uma elevação da variável G. Estamos, portanto, supondo que o efeito Tobin mais do que compensa a queda do imposto inflacionário.¹¹

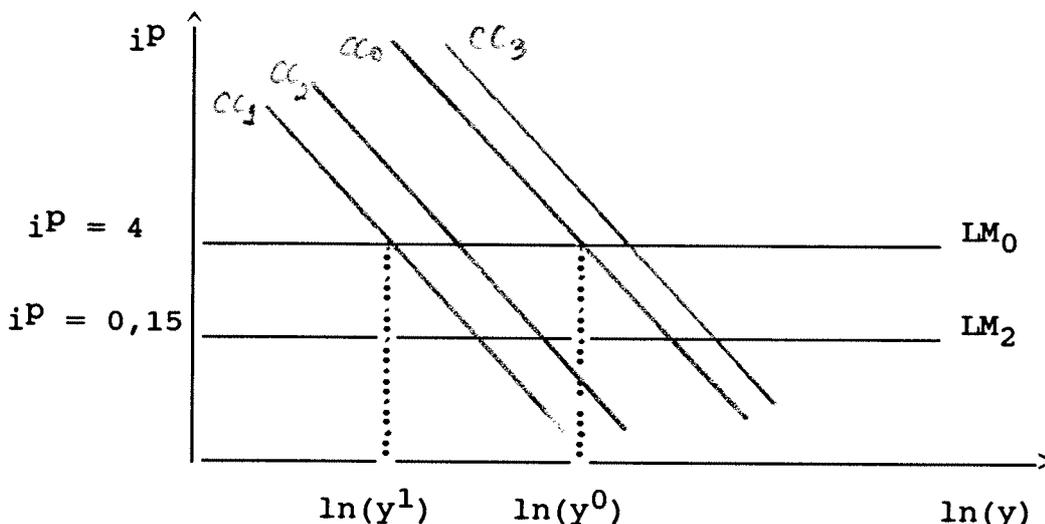
A nova meta do governo para a taxa de juros, no entanto, exigiu que a quantidade de reservas bancárias fosse expandida rapidamente após a adoção do congelamento de preços. Com isso a curva LM deslocou-se para baixo, de LM_0 para LM_2 . Ao contrário do modelo IS-LM tradicional, a adoção de uma política monetária expansionista, aumentando a oferta de reservas bancárias afeta o mercado de crédito e através da taxa de juros dos empréstimos, o

¹⁰Em fevereiro de 1986 a taxa de inflação medida pelo índice de Preços ao Consumidor - Amplo foi de 14,36%, o que anualizado representava 400%.

¹¹Uma vez que o imposto inflacionário é extremamente regressivo, a existência de propensões marginais a consumir distintas para os diferentes grupos de renda tenderia a acentuar as pressões de demanda. Este parece ter sido um importante elemento para explicar a grande elevação da demanda agregada ocorrida durante o Cruzado.

mercado de bens. Assim, a curva CC desloca-se para a direita, de CC_1 para CC_2 .

Gráfico 2



É imediato mostrar que se o governo adotar uma política de fixação da taxa de juros (LM vertical), o nível de renda será dado por:

$$(10) \quad \ln(y) = [(A+FD_1)/(1-FD_2)] \bar{i}^P + [B/(1-FD_2)] p^e + \\ + [G'+F \ln(1-r^C)] / (1-FD_2),$$

onde \bar{i}^P é a taxa de juros fixada pelo governo.

Para que o nível de renda permanecesse constante no caso de uma queda da expectativa de inflação, conforme o ocorrido durante o plano Cruzado, o governo deveria reduzir a taxa de juros de modo a garantir a seguinte igualdade:

$$(11) \quad \left. \frac{d\bar{i}^P}{dp^e} \right|_{Y = Y_0} = \left\{ \frac{(Y_1+Y_2)}{[Y_1+Y_2(C_2-L_2+D_1)/(L_1-C_1)]} \right\},$$

onde dp^e e $d\bar{i}^P$ representam as alterações da inflação esperada e da taxa de juros respectivamente. Se $(C_2-L_2+D_1)/(L_1-C_1) > 1$, a queda da taxa de juros teria que ser menor do que a queda da taxa de inflação esperada para que o nível de renda não se alterasse. Apesar de C_1 e L_1 serem impactos diretos enquanto C_2 e L_2 são apenas impactos indiretos, é provável que tal condição se verifique, uma vez que a ocorrência de um processo de inovação financeira na economia brasileira ao longo dos últimos dez anos produziu um grande aumento da elasticidade juros da demanda por moeda. Caso a queda da taxa de juros superasse a redução da inflação esperada, o nível de renda, havendo capacidade ociosa, deveria expandir-se.

Nos primeiros dias do congelamento de preços é razoável supor que a imediata redução da taxa de juros levada a cabo pelo Banco Central tenha superado em muito a queda da expectativa de inflação do público. Isto deveria ter tido um forte impacto expansionista sobre a economia. A não ocorrência da expansão do produto pode ser explicada notando-se que o grande aumento de liquidez verificado não traduziu-se em uma ampliação do volume de crédito. As instituições financeiras, neste primeiro momento, optaram por canalizar suas operações ativas para aplicações de curtíssimo prazo. O comportamento dos empréstimos dos bancos comerciais, à exceção do Banco do Brasil, é bem ilustrativo. Conforme pode-se ver na tabela 4, os empréstimos dos bancos comerciais mantiveram-se praticamente constantes nos três primeiros meses embora os depósitos totais do sistema bancário tenham apresentado uma pronunciada expansão. Este aumento da preferência pela liquidez dos bancos pode ser representado em nosso modelo por uma queda de C_0 .

Na medida em que ficou claro que o programa de congelamento de preços não entraria em colapso, a inflação esperada pelo público no curto prazo reduziu-se drasticamente. A esse respeito convém notar que a diferença média entre a taxa de juros das aplicações por sessenta dias e a taxa de juros no overnight já em abril, conforme pode-se ver na tabela 5, era de apenas 2% ao ano. A queda da taxa de inflação esperada, mantida a política de juros, deve ter tido algum impacto contracionista sobre a demanda agregada. A partir de maio, no entanto, os bancos comerciais acabaram canalizando os elevados ganhos de depósitos para o financiamento de empréstimos. O aumento da oferta de crédito, que podemos representar por uma elevação do parâmetro C_0 , provocou um novo deslocamento da curva CC de CC_2 para CC_3 . Mantida a política de juros, este aumento da oferta de crédito causou uma elevação do produto. A economia marchava assim rumo ao pleno emprego.

Posteriormente, a crescente expectativa de um eventual colapso do programa de congelamento de preços, ao deprimir as taxas de juros reais (ex-ante) atuou na direção de reforçar ainda mais a situação de generalizado excesso de demanda.

Por último, é importante chamar a atenção para o fato de que no modelo IS-LM tradicional $[(d_1^P/dp^e)|y=y_0] = 1$. Neste caso, se o objetivo perseguido pelo governo fosse o de implementar um congelamento de preços "neutro", ou seja sem um viés recessivo, a taxa de juros nominal deveria ser reduzida "pari-passu" com a queda da taxa de inflação esperada. Tal fato ajuda a explicar a imediata ação das Autoridades Monetárias reduzindo a taxa de juros logo nos primeiros dias de vigência do congelamento de preços para cerca de 15% ao ano.

6. A Política Monetária nos Programas de Estabilização na Argentina e em Israel de 1985

Ao contrário do que ocorreu no plano Cruzado, o desenho da

política monetária nos programas de estabilização baseados em controles de preços adotados na Argentina e em Israel em 1985 estava desde o início bem definido. Nos dois países havia uma grande preocupação com a velocidade de remonetização da economia que acabou por fazer com que os primeiros meses do congelamento de preços fossem caracterizados por taxas de juros reais extremamente elevadas.

A opção por remonetizar a economia de forma mais lenta contribuiu de forma decisiva para que tanto na Argentina quanto em Israel a fase inicial do programa de estabilização não fosse caracterizada pelo excesso de demanda. Enquanto no Brasil os salários reais continuaram crescendo a taxas bastante elevadas durante todo o período de congelamento de preços na Argentina e em Israel estes caíram. Em Israel, por exemplo, o salário real médio apresentou uma queda de 15% no primeiro mês de estabilização e de 7% nos quatro meses seguintes.¹²

6.1 Argentina

Quando da decretação do plano Austral em 14 de junho de 1985, o presidente Alfonsín fez menção explícita à política monetária que iria ser adotada durante o congelamento de preços. Segundo o presidente, o banco central argentino não mais iria financiar os déficits do governo emitindo moeda e a expansão da base monetária estaria condicionada a financiar os ganhos de reservas que porventura viessem a ocorrer.

Na prática, não foi isso o que se verificou. Ainda que os ganhos de divisas tenham de sido expressivos, o comportamento das operações de crédito ao setor financeiro constituiu-se no principal fator por de trás da expansão da base monetária durante a vigência do plano Austral. Observando-se a tabela 7 vemos que o crédito líquido do Banco Central às instituições financeiras elevou-se em 154% entre o 15 de junho e o final de dezembro de 1985. O saldo da conta de regulação monetária, que também representava créditos ao sistema financeiro, elevou-se em 56% naquele período.

Segundo Frenkel e Fanelli (1987) a grande elevação das operações de redesconto do banco central atendeu a necessidade de recursos por parte do sistema bancário para financiar um crescente descasamento de prazos entre as operações ativas e passivas uma vez que o congelamento de preços provocou uma grande elevação na preferência pela liquidez por parte do público. O temor de gerar uma grave crise financeira, dada a fragilidade de todo o sistema que ainda não havia se recuperado da crise que assolou o setor no início da década de oitenta, fez com que o banco central argentino atendesse a crescente demanda pelo redesconto. Além disso, com a decisão do governo federal de não mais cobrir os déficits dos governos estaduais, estes passaram a se financiar através de empréstimos obtidos junto aos bancos por eles controlados que, por sua vez, se financiavam recorrendo ao redesconto do Banco Central.

¹²Veja Dornbusch e Fischer (1987), pág. 31.

Tabela 7
Fatores Determinantes da Base Monetária durante o Plano Austral:
1985, (milhões de austrais)

Dia/Mês	Crédito Líquido ao Sistema Financeiro	Conta de Regulação Monetária	Setor Externo
15/06	1663,6	1468,3	
30/06	2205,2	1728,6	170,5
31/07	2682,2	1762,1	597,1
31/08	3418,4	1895,6	907,3
30/09	3779,5	2016,6	911,8
31/10	4064,2	2130,1	1143,4
30/11	4067,6	2250,4	1388,1
31/12	4225,0	2293,5	-

Fonte: Indicadores de Coyuntura, FIEL, diversos números e Banco Central de la República Argentina.

Em julho, conforme a tabela 8 ilustra, a rentabilidade média dos certificados bancários com prazo de 30 dias ficou bem abaixo da taxa de crescimento do índice de preços ao consumidor. Entretanto, tal fato não deve ser interpretado como um indicador de uma política monetária folgada uma vez que a inflação de julho não reflete corretamente a evolução dos preços depois da adoção do congelamento. A inflação elevada em julho é quase que inteiramente devida ao comportamento dos preços nas duas primeiras semanas de junho.¹³ Entre agosto e outubro a taxa de juros real (ex-post) dos certificados bancários de 30 dias permaneceu acima dos 32% ao ano. Assim sendo, apesar da expansão da base monetária ter ficado bem acima dos ganhos de divisas, o comportamento das taxas de juros durante o congelamento de preços sugere que a política monetária foi bastante restritiva. A tendência declinante do ágio no mercado paralelo de câmbio a partir de agosto também pode ser utilizada como um indicador de uma política monetária apertada.

¹³ Isso é devido ao fato de que na Argentina o índice de preço de cada mês é calculado através de uma média dos preços nas quatro semanas do mês. Para uma discussão desse ponto veja Lopes (1986).

Tabela 8
Argentina: Taxa de Juros, Inflação e Ágio em 1985
(taxas mensais)

Mês	Taxas de Juros	Inflação	Ágio
jun	16,8%	30,5%	9,2%
1-14	28,9		
14-30	6,9		
jul	5,2	6,2	18,6
ago	5,7	3,1	19,3
set	5,3	2,0	17,4
out	4,3	1,9	15,5
nov	4,4	2,4	12,6
dez	4,4	3,2	6,7

Notas: A taxa de juros é referente a aplicações por 30 dias (média mensal). Inflação é a variação mensal do Índice de Preços ao Consumidor. Ágio é a diferença média entre a taxa de câmbio no mercado paralelo e a fixada pelo Banco Central de la República Argentina.

Fonte: Indicadores de Coyuntura, FIEL, diversos números e Carta Economica, fevereiro de 1986.

6.2 Israel

No início de julho de 1985 foi adotado em Israel um programa de estabilização baseado no congelamento da taxa de câmbio, dos salários e dos preços. Além do ajuste fiscal via cortes nos gastos do governo e eliminação de diversos subsídios houve também uma preocupação explícita com a condução da política monetária na fase inicial do programa. O Relatório Anual do Banco de Israel referente ao ano de 1985 indica que havia uma meta de manter a taxa de crescimento nominal do crédito em julho 10% abaixo da inflação do mês. Para que esse objetivo fosse alcançado, o compulsório sobre os depósitos à vista foi elevado e o Banco de Israel manteve em julho a taxa de juros nas operações de redesconto em níveis bastante elevados.

Essa preocupação com o comportamento do agregado creditício era devido a previsão de que o congelamento de preços levaria a uma substituição na carteira do público de ativos em moeda estrangeira por ativos denominados em shekels. Como o recolhimento compulsório sobre os depósitos em moeda estrangeira era muito maior do que o recolhimento sobre os depósitos em shekels a capacidade do sistema bancário de conceder empréstimos obviamente elevar-se-ia. As autoridades israelenses temiam que, com preços congelados, uma expansão do crédito bancário pudesse gerar ou mesmo sancionar pressões de demanda que viessem a comprometer o decolar do próprio programa.

No final de julho a meta para o crescimento do agregado creditício foi abandonada devido as pressões para que as taxas de juros fossem reduzidas. Apesar disso, a política monetária na fase inicial do programa israelense permaneceu bastante restritiva. A tabela 9 apresenta a evolução das taxas de juros dos empréstimos e dos certificados de depósitos, do crédito bancário, dos ativos em moeda nacional e estrangeira e da inflação ao longo de 1985. Pode-se ver que o crédito bancário caiu em termos reais em 9% em julho, elevou-se ligeiramente em agosto e permaneceu praticamente constante de setembro até o final do ano. O agregado monetário mais amplo, o qual inclui papel em poder do público, depósitos em shekels e em moeda estrangeira e os títulos do governo fora dos fundos de pensão, caiu 4% entre o final de junho e o final de dezembro.¹⁴ Assim sendo, o grande crescimento verificado nos ativos denominados em shekels (veja tabela 9) foi mais do que compensado pela queda dos ativos em moeda estrangeira e pelos títulos do governo. As taxas de juros reais (ex-post) permaneceram em patamares bastante elevados. No período agosto a dezembro, por exemplo, o custo médio dos empréstimos em termos reais foi de 125% ao ano. Neste mesmo período a rentabilidade dos depósitos à prazo superou a inflação em 7,1%, o que anualizado representa um retorno real de 17,9%.

Tabela 9

Israel: Taxas de Juros, Inflação e Crédito Bancário e Ativos Financeiros em 1985, (taxas de crescimento mensais)

Mês	Taxa de Juros ^a		Inflação ^b	Crédito ^c	Ativos Financeiros	
	Ativa	Passiva			Shekel	US\$
abr	18,4%	11,1%	19,4%	14%	20%	-2%
mai	18,8	11,3	6,8	13	4	0
jun	20,4	14,4	14,9	17	7	-1
jul	20,3	11,2	27,5	18	64	-14
ago	15,7	6,7	3,9	8	14	-3
set	12,2	4,9	3,0	5	14	-2
out	9,2	3,9	4,7	3	9	-4
nov	6,9	2,7	0,5	1	11	-2
dez	5,4	2,3	1,3	3	0	-2

Notas:

^aA taxa passiva é referente aos depósitos à prazo. ^bInflação é medida pela taxa de variação mensal do índice de preços ao consumidor. ^cCrédito bancário ao público.

Obs: No final de 1984 os ativos denominados em shekels representavam 18% e os ativos denominados em moeda estrangeira representavam 82% dos ativos financeiros líquidos totais.

Fonte: Bruno (1986).

¹⁴Veja o capítulo VIII, "The Money and Capital Market", do Relatório Anual do Banco de Israel, 1986.

7. Conclusões

Uma pergunta que tem sido feita com alguma frequência com a derrocada do Plano Cruzado diz respeito à origem dos problemas enfrentados. Será que haviam falhas na concepção original do programa que inevitavelmente levariam ao seu fracasso ou será que os problemas surgidos se devem apenas a acidentes de percurso, motivados em grande parte por fatores políticos? Parece-nos razoável concluir que as dificuldades surgidas originam-se tanto de falhas de concepção quanto de acidentes de percurso.

A bonificação de 8% sobre todos os salários e de 15% sobre o salário mínimo constituiu-se em um importante desvio em relação a uma desejada neutralidade distributiva. Essa talvez tenha sido a principal falha de concepção do Plano Cruzado. A tentativa implícita de se distribuir renda ao mesmo tempo em que se procurava combater a inflação através da adoção de um congelamento teve consequências danosas no médio prazo. A esse respeito, é importante chamar a atenção para o fato de que a imposição de um congelamento de preços, deixando-se, no entanto, que os salários continuassem a ser determinados pelas forças de mercado, teve um impacto sobre a economia semelhante às políticas de valorização do câmbio frequentemente adotadas no passado recente no Cone Sul. O período inicial de euforia, no qual todos saíram ganhando, culminou em uma crise do Balanço de Pagamentos.

A principal falha na concepção do programa está relacionada à política monetária. O medo que o programa viesse a ser recessivo e a ingenuidade quanto a influência da taxa de juros na formação de expectativas dos agentes econômicos levaram à adoção de uma política monetária excessivamente folgada. A manutenção de uma taxa de juros real negativa teve um efeito duplamente perverso sobre o programa de congelamento de preços. Enquanto pelo lado da oferta os juros baixos incentivavam a retenção de estoques especulativos, pelo lado da demanda estes serviam de estímulo à aquisição de bens de consumo duráveis.

Quando em julho a preocupação com a situação de generalizado excesso de demanda levou o Banco Central a adotar uma política monetária menos folgada, a elevação da taxa de juros no mercado de reservas bancárias foi interpretada como um simples reflexo de que a expectativa do governo com relação a inflação futura havia se alterado. A esse respeito convém chamar a atenção para o fato de que caso o programa de congelamento de preços não entre em colapso no seu deslanchar, a expectativa do público com relação a taxa de inflação no curtíssimo prazo em geral sofre uma queda acentuada, mesmo que o programa seja percebido como sendo insustentável no longo prazo. Neste primeiro momento, uma taxa de juros nominal da ordem de 3% a 4% ao mês é vista por todos como representando uma taxa real (ex-ante) praticamente da mesma magnitude. Decorridos alguns meses da adoção do programa, no entanto, a incerteza com relação a capacidade do governo manter o próprio congelamento tende a reaparecer. Nesta fase, elevações da

taxa de juros nominal podem ocorrer sem que a taxa de juros real (ex-ante) seja alterada. Tendo isso em vista, é preferível, ao contrário do que foi feito durante o Cruzado, manter a liquidez apertada desde o início do programa do que tentar elevar as taxas de juros caso ocorram pressões de demanda.

O principal acidente de percurso deveu-se à paralisia imposta principalmente por fatores de natureza política. A demora em primeiro diagnosticar o excesso de demanda e depois agir de forma incisiva, realinhando preços e elevando impostos, só pode ser explicada pelo temor em perder o apoio da opinião pública. Além da paralisia imposta pela proximidade das eleições, parte na demora em diagnosticar o excesso de demanda foi causada pelo que podemos chamar de "fobia da recessão". A repetição "ad-infinitum" da opção da Nova República pelo crescimento fez com que o programa tivesse um viés nitidamente expansionista. A experiência do Cruzado mostrou que, em um programa de congelamento de preços, errar na direção da recessão é mais seguro.

As experiências de Argentina e Israel deixam claro que a adoção de uma política monetária apertada tende a evitar a ocorrência de situações de excesso de demanda. Os custos de se manter a taxa de juros real elevada por um período prolongado são o impacto depressivo sobre o nível de atividade e a elevação das despesas com a rolagem da dívida pública interna. Entretanto, as vantagens de se evitar o aparecimento de filas e a cobrança de ágios em geral compensam estes efeitos adversos.

Quanto à delicada questão referente ao desenho da política monetária na fase inicial do congelamento de preços, a experiência israelense sugere que a existência de metas para o crescimento nominal do agregado creditício (ou do agregado monetário mais amplo) deve ser explicitada desde o início do programa. A esse respeito pode ser importante elevar temporariamente o recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista. A meta creditícia ou monetária das Autoridades Monetárias deve fazer com as taxas de juros reais mantenham-se elevadas mas declinantes. A questão relativa ao nível exato no qual as taxa de juros nominais devem permanecer no início do congelamento de preços obviamente não tem uma resposta precisa. Entretanto, cabe lembrar que a taxa de juros deve ser mantida em um nível tal que os preços dos ativos reais fiquem constantes ou mesmo em declínio. A cotação diária do dólar no mercado paralelo constitui-se em um importante instrumento de orientação do processo de remonetização da economia. Uma elevação do ágio deveria ser prontamente interpretada pelas Autoridades Monetárias como um indício de uma política monetária demasiadamente folgada.

Por último, é importante que fique claro que a experiência do Cruzado não foi um grande desastre que deve ser esquecido. Em uma economia altamente indexada, a tentativa de se combater a inflação através de políticas de renda tem grandes vantagens em relação às tradicionais políticas monetário-fiscal contracionistas. É preciso, no entanto, resistir a tentação de aproveitar o congelamento de preços para atacar o grave problema distributivo presente na economia brasileira.

Bibliografia

- B.S. Bernanke e A.S. Blinder (1988), "Credit, Money, and Aggregate Demand", *American Economic Review*, vol. 78, No. 2, maio, págs. 435-439.
- P. Bodin de Moraes (1988), "Keynes, Sargent e o Papel da Política Monetária nos Programas de Estabilização", *Pesquisa e Planejamento Econômico*, abril, vol. 18, número 1, págs. 145-160.
- M. Bruno (1986), "Curing Inflation", *Economic Policy*, abril, págs. 380-407.
- D.D. Carneiro (1987), "El Plan Cruzado: Una Temprana Evaluación Después de Diez Meses", *El Trimestre Económico*, vol. LIV, número especial, págs. 251-274.
- R. Dornbusch (1987), "Lessons from the German Inflation Experience of the 1920s" in *Macroeconomics and Finance: Essays in Honor of Franco Modigliani*, edited by Rudiger Dornbusch, Stanley Fischer, and John Bossons, MIT Press, Cambridge, págs. 337-366.
- R. Dornbusch e S. Fischer (1986), "Stopping Hyperinflations Past and Present", *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 122, págs. 1-49.
- R. Frenkel e J.M. Fanelli (1987), "El Plan Austral: Un Año y Medio Después", *El Trimestre Económico*, vol. LIV, Número Especial, págs. 55-117.
- J.M. Keynes (1981), "The Collected Writings of John Maynard Keynes", vol. XIX, parte I, Macmillan, Londres
- A. Lara-Resende (1984), "A Moeda Indexada: uma Proposta para Eliminar a Inflação Inercial", *Texto para Discussão No. 75*, Departamento de Economia, PUC/RJ.
- F.L. Lopes (1986), "O Choque Heterodoxo", ed. Campos, São Paulo.

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA - PUC/RJ

150. Abreu, M.P. e W. Fritsch; "GSP Graduation: Impact on Major Latin American Beneficiaries".
151. Franco, G.H.B.; "Fiscal 'Reforms' and the Ends of Four Hyperinflations".
152. Carneiro, D.D.; "The Cruzado Experience: An Untimely Evaluation After Ten Months/1".
153. Amadeo, E.J. e A.K. Dutt; "The Neo-Ricardian Keynesians and the Post-Keynesians".
154. Modiano, E.M.; "The Cruzado Plan: Theoretical Foundations and Practical Limitations".
155. Franco, G.H.B.; "Política de Estabilização no Brasil: Algumas Lições do Plano Cruzado".
156. Neto, A.F.; "Problemas do Controle Monetário no Brasil".
157. Abreu, M.P. e W. Fritsch; "G-5 Policies, Credit Availability and Latin American Growth".
158. Bacha, E.L.; "Do Acordo de Plaza à Moratória Técnica: os Tortuosos Caminhos da Renegociação da Dívida Externa Brasileira, 1983-87".
159. Franco, G.H.B.; "The Rentenmark 'Miracle'".
160. Moggridge, D.E.; "Problems in the History of the International Economy since 1870: the Gold Standard".
161. Correa do Lago, L.A.; "Investimentos Diretos no Brasil e a Conversão de Empréstimos em Capital de Risco".
162. Moraes, P.B.; "Keynes and the Role of Monetary Policy in a Stabilization Program".
163. Werneck, R.L.F.; "Public Sector Adjustment to External Shocks and Domestic Pressures in Brazil, 1970-85".
164. Moggridge, D.E.; "On Editing Keynes".
165. Modiano, E.M.; "Necessidade e Dificuldade de um Novo Cruzado".
166. Modiano, E.M. e W. Fritsch; "A Restrição Externa ao Crescimento Econômico Brasileiro: uma Perspectiva de Longo Prazo".
167. Franco, G.H.B.; "Um Modelo para a Adoção de Indexação em Condições de Alta Inflação".
168. Amadeo, E.J.; "Multiplier Analysis".
169. Amadeo, E.J.; "Expectations in a Steady State Model of Capacity Utilization".

170. Bacha, E.L.; "Project Analysis and Income Distribution: Notes on the IDB/OECD Conference".
171. Modiano, E.M.; "Plano Cruzado: a Primeira Tentativa".
172. Feinberg, R.E. e E.L. Bacha; "When Supply and Demand don't Intersect: Latin America and the Bretton Woods Institutions in the 1980s".
173. Modiano, E.M.; "O PIB em 1987: Expansão, Recessão ou Estagnação?".
174. Bacha, E.L.; "Escaping Confrontation: Latin America's Debt in the Late Eighties".
175. Werneck, R.L.F.; "Um Modelo de Simulação para Análise do Financiamento do Setor Público".
176. Amadeo, E.J.; "Controversies over the Equilibrium Position in Keynes's General Theory".
177. Amadeo, E.J.; "Teoria e Método nos Primórdios da Macroeconomia [IV]: Hicks e o Difícil Compromisso entre Tempo e Equilíbrio".
178. Franco, G.H.B.; "Direct Investment in Brazil: Its Role in Adjustment and Emerging Issues".
179. Carneiro, D.D.; "Heterodoxia e Política Monetária".
180. Modiano, E.M.; "Repasse Mensais X Reajustes Trimestrais".
181. Bacha, E.L.; "Moeda, Inércia e Conflito: Reflexões sobre Políticas de Estabilização no Brasil".
182. Corrêa do Lago, L.A.; "Economic Relations of Brazil and the European Economic Community in the Post-War Period: a Historical Perspective and the Present Situation".
183. Modiano, E.M.; "Novo Cruzado e Velhos Conflitos: o Programa Brasileiro de Estabilização de 12 de Junho de 1987".
184. Franco, G.H.B.; "Assimetrias Sistêmicas sob o Padrão Ouro".
185. Fritsch, W. e G.H. Franco; "Investimento Direto: Teoria e Evidência Empírica".
186. Moraes, P.B. e L. Serven; "Currency Substitution and Political Risk: México 1978-82".
187. Abreu, M.P. e W. Fritsch; "Obstacles to Brazilian Export Growth and the Present Multilateral Trade Negotiations".
188. Abreu, M.P. e W. Fritsch; "New Themes and Agriculture in the New Round: A View from the South".
189. Abreu, M.P. e W. Fritsch; "Market Access for Manufactured Exports from Developing Countries: Trends and Prospects".

190. Modiano, E.M.; "The Two Cruzados: The Brazilian Stabilization Programs of February 1986 & June 1987".
191. Abreu, M. de P.; "Indicadores Sociais Revisitados: Paradigmas Internacionais e Brasileiros".
192. Abreu, M. de P.; "British Investment in Brazil: The Relevant Century, 1850-1950".
193. Abreu, M. de P.; "Brazil as a Creditor: Sterling Balances, 1940-1952".
194. Abreu, M. de P.; "On the Memory of Bankers: Brazilian Foreign Debt, 1824-1943".
195. Fritsch, W. e G.H.B. Franco; "Investimento Direto: Tendências Globais e Perspectivas para o Brasil".
196. Werneck, R.L.F.; "Uma Contribuição à Redefinição dos Objetivos e das Formas de Controle das Empresas Estatais no Brasil".
197. Bacha, E.L.; "Capturing the Discount: Towards a Debt Facility at the Bank and the Fund".
198. Bacha, E.L.; "Latin America's Debt Crisis and Structural Adjustment: The Role of the World Bank".
199. Bacha, E.L.; "Latin America's Economic Stagnation: Domestic and External Factors".