

acm Brasil *As ilusões do controle monetário*

As autoridades monetárias acabam de informar, como um grande resultado, que, em julho, com uma inflação de 24,04%, os meios de pagamento cresceram apenas 6,8%. Tal evolução seria o sinal de uma contenção monetária que, a longo prazo, teria de baixar a taxa de inflação. Mas essa interpretação requer cautela, pois os meios de pagamento (soma do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista), na inflacionada economia nacional, não mais podem servir de base para se medir o grau de liquidez da economia.

Ainda que nos sete primeiros meses deste ano os meios de pagamento tenham crescido apenas 194,7%, e a inflação 232%, não se pode concluir que o governo esteja hoje fazendo um aperto monetário sem precedentes ou crer que a inflação nada tenha a ver com a expansão monetária. Com efeito, em nossa economia inflacionária, o público está trocando a moeda no conceito estrito (depósitos à vista) por outra moeda que lhe permite resistir à depreciação dos seus haveres monetários. Com as

operações de *overnight*, criou-se no País uma nova moeda: os excedentes de caixa são aplicados em títulos da dívida interna com liquidez absoluta e remuneração igual, por assim dizer, à taxa de inflação.

Tais títulos, que, nos países sem inflação são quase moeda, no Brasil são já moeda real. Convém notar que os próprios bancos comerciais, anteriormente interessados em manter depósitos à vista, tornaram a iniciativa de propor a seus clientes depósitos remunerados, transformando automaticamente os excedentes de caixa da clientela em aplicações no *over*, o que oferece pelo menos a vantagem, para as instituições financeiras, de escapar dos recolhimentos compulsórios (não remunerados) sobre depósitos à vista e de auferir pequeno lucro sobre as operações com títulos federais.

Mas, como tais aplicações podem, a qualquer momento, ser transformadas em depósitos à vista, para medir a liquidez deve-se pelo menos examinar a evo-

lução da soma dos meios de pagamentos e das aplicações em títulos da dívida interna. Em julho, com inflação de 24,04%, os meios de pagamento cresceram apenas 6,8%, mas as aplicações em títulos da dívida interna cresceram 21,3% e a soma desses títulos e dos meios de pagamento acusou, em um mês, aumento de 18,8%. Percebe-se, pois, que o "aperto" monetário não foi forte quanto parece ao ser medido simplesmente pelos meios de pagamento.

O Banco Central realça o fato de a participação dos meios de pagamento em relação aos haveres monetários totais (abrangendo títulos da dívida interna federal em poder do público, depósitos a prazo fixo e depósitos em caderetas de poupança) jamais ter sido tão baixa como em julho: 9,2%. Realmente, em dezembro de 1986, havia sido de 31,7%, e, em dezembro de 1987, de 16,4%. Na realidade, isto significa apenas que os agentes econômicos estão fugindo da moeda e buscando aplicações que os proteja um pouco da inflação. Ora, não é este, absolutamente,

um bom sinal. Considerando-se a soma desses agregados monetários, verifica-se que, nos sete primeiros meses, cresceu 244,7%, para uma inflação de 232%: aparece, deste modo, a expansão monetária, que explica o fato de ser tão difícil conter a inflação...

Tais dados revelam algo grave: a política de controle monetário deve ser ampla e, especialmente, atingir as aplicações em títulos de dívida interna. Faltou-se, a propósito, em passar um calote, mas isto seria um suicídio para o governo, que teve tanta dificuldade de conquistar a confiança do público em seus títulos. Tudo indica, porém, que o governo algum dia terá de transformar tais títulos em aplicações de prazo mais longo, de restringir o acesso dos pequenos poupadore à operações de *overnight* e de reduzir a remuneração de títulos que, além de gozar de liquidez absoluta, gozam de total garantia. Mas, para isso, será necessário reduzir muito mais ainda o déficit do setor público. Sem isto, não haverá controle monetário.

27 AGO 1988