

Credit  
EXT

# Dinheiro novo só acarretaria mais descontrolado monetário

Paulo Guedes (\*)

Alguns setores do governo estão fazendo uma enorme confusão técnica quando exigem dinheiro novo dos bancos credores como alternativa às emissões de moeda ou de títulos para suprir as necessidades de financiamento do setor público. O sério equívoco consta das diretrizes do I PND da Nova República, nas quais a obtenção de US\$ 4 bilhões de dinheiro novo foi apresentada como uma alternativa de financiamento do déficit público que permitiria reduzir a expansão monetária e a colocação de papéis.

O erro elementar consiste em ignorar a contrapartida monetária interna do ingresso de dinheiro novo em uma economia com o déficit em transações correntes zerado sob regime de taxas de câmbio administradas. É óbvio que os US\$ 4 bilhões em "new money" se transformariam em injeção monetária de Cr\$ 26 trilhões ao câmbio atual, em consequência da resultante acumulação de reservas a curto prazo. E o governo tentaria esterilizar o impacto monetário, acelerando a emissão de títulos. O resultado final seria o maior descontrolado monetário e a aceleração do endividamento interno, exatamente o contrário do que sustentam os proponentes do dinheiro novo.

O dinheiro novo é apenas uma transferência financeira, insuficiente para derrubar os juros reais e estimular a retomada do crescimento, antes de se converter em transferência de recursos reais sob a forma de déficit em transações correntes. E os mecanismos de conversão são basicamente dois: o das taxas flexíveis de câmbio e o das taxas de câmbio fixas. No caso do Brasil, teríamos de optar entre a desaceleração das desvalorizações cambiais (câmbio real flexível) e a aceleração da



expansão monetária (câmbio real constante).

É evidente que os dois mecanismos estão temporariamente bloqueados. A desaceleração das desvalorizações cambiais desmontaria o esforço recente de ajuste externo obtido pelo avanço das exportações e da substituição de importações. Os efeitos recessivos seriam inevitáveis, assim como foi inquestionável a contribuição do superávit comercial de US\$ 13 bilhões para a expansão de 4,5% no PIB em 1984. E a aceleração da expansão monetária a partir do atual patamar de 240% ao ano seria simplesmente irresponsável. O País teria uma formidável indigestão monetária, mergulhando na hiperinflação muito antes de conseguir converter dinheiro novo em transferência de recursos reais.

A exigência de "new money" consiste, em síntese, pelo menos durante os próximos dois ou três anos, no popular caso de "olho maior do que a barriga".

A insistência em buscar formas alternativas de financiar o déficit público, além de emperrar as negociações externas, desvia o foco da discussão relevante, que consiste em como reduzir o déficit público.

O déficit em transações correntes zerado indica que o País como um todo já se ajustou: gasta exatamente o que ganha. Os gastos em consumo, investimentos e despesas públicas são equivalentes à renda nacional. O que significa que o déficit do setor público está sendo financiado pelo setor privado. A redução do déficit nominal é relevante, porque seu financiamento tem exigido excessiva expansão monetária, sustentando a inércia inflacionária no patamar dos 200% ao ano. Sem a redução do déficit nominal, a tentativa de controle monetário é um exercício de automutilação. Pressiona os juros reais, tem enormes custos recessivos e degenera em afrouxamento, deflagrando novo ciclo de "stop-and-go". Torna mais resistente o vírus inflacionário ao enrijecer expectativas

em uma economia que já sofre de indexação formal excessiva em preços críticos de bens e serviços.

Ainda mais urgente é a necessidade de reduzir o déficit operacional do governo, cujo financiamento pressiona excessivamente os juros reais, colocando a economia na trajetória da insolvência e particularmente a dívida pública na rota da moratória.

É preciso evitar, portanto, que uma avaliação tecnicamente deficiente quanto à conveniência de se obter dinheiro novo no curto prazo para financiar o déficit fiscal se transforme no pretexto para o escapismo ante a necessidade de sanear as finanças públicas.

Não podemos confundir a restrição orçamentária em dólares com a restrição orçamentária do governo em cruzeiros. As despesas em dólares com os juros da dívida externa estão sendo

pagas pelo superávit comercial. O setor público, por sua vez, não consegue recolher junto ao BC os compromissos financeiros em cruzeiros gerados por seu endividamento externo. O País consegue dólares para pagar juros. Quem não consegue recolher junto ao BC a contrapartida em cruzeiros é o setor público.

O que hoje ocorre é que o setor público tem pesadas despesas financeiras, geradas pelo endividamento externo, que teria de pagar recolhendo cruzeiros junto ao BC. O setor público estaria comprando dólares junto ao BC (para pagar os juros externos), que, por sua vez, usaria os cruzeiros recolhidos para comprar dólares dos exportadores (gerados pelo superávit comercial). O BC estaria apenas intermediando a venda de dólares dos exportadores aos que têm de pagar os

juros da dívida externa, repassando a contrapartida em cruzeiros sem nenhuma emissão de moeda nova. O recolhimento de moeda inerente à compra de dólares junto ao BC para pagamento dos juros financiaria a injeção de moeda inerente à venda dos dólares gerados pelo superávit comercial, também junto ao BC. Na medida em que o setor público não recolhe essa contrapartida em cruzeiros, por incapacidade de gerar caixa para cobrir as despesas financeiras, ocorre uma expansão monetária líquida. O déficit público está sendo automaticamente financiado por emissão de moeda.

Os mecanismos operacionais do GB-588 e do MF-30 exemplificam o problema, pois consistem basicamente em uma ciranda, que do ponto de vista analítico pode ser assim esboçada: o BC emite moeda

que repassa via conta de movimento ao Banco do Brasil, que por sua vez transfere fundos ao setor público endividado, que finalmente recolhe os cruzeiros junto ao BC. Não houve recolhimento líquido de moeda inerente ao pagamento dos juros para financiar a compra dos dólares gerados pelo superávit comercial, resultando injeção de moeda nova na economia.

A concessão de dinheiro novo a curto prazo, neste caso, apenas lastrearia com reservas internacionais a emissão de moeda que já ocorre, retirando do mecanismo atual a conotação de inadimplência do setor público, mas resultando em descontrolado monetário ainda mais acentuado:

(\*) Diretor da Pactual, vicepresidente do Ibmecc, PhD em Economia pela Universidade de Chicago.