

Flor Brani

# 20 SET 1988 A inflação de juros

Marco A. C. Martins

JORNAL DE BRASÍLIA

Cuidemo-nos. A proposta para combater a inflação com o lançamento dos juros para a estratosfera já ganha corpo em Brasília. Se for adotada, tal como as coisas andam, o déficit público e a inflação seguirão o mesmo rumo. Para o buraco irão: povo em geral, empresários, fazendeiros, pecuaristas, proprietários de imóveis e até banqueiros.

E como andam as coisas? Assim: há duas formas de se elevar as taxas de juros. Uma consiste em adotar política monetária restritiva, isto é, conter o crescimento da base monetária, deixando as taxas de juros flutuarem livremente no mercado ou, equivalentemente, em elevar as taxas de redesconto bancário, permintindo-se que a oferta monetária se adapte passivamente às novas condições de juros.

Os resultados dessa política são de caráter restritivo e consistentes entre si: a) restringe-se o crescimento da base monetária e o espaço para colocação de dívida pública. Assim, contém-se simultaneamente a liquidez monetária e a expressa por quase-moeda; b) derruba-se o valor de mercado da dívida pública, facilitando-se assim o seu resgate antecipado; c) corta-se o déficit público; d) diminui-se o ritmo de crescimento do consumo e do investimento agregados, em termos nominais, não necessariamente em termos reais; e) doma-se a taxa de crescimento da demanda agregada e, portanto, da inflação. O elemento-chave dessa política reside em o governo cobrar mais pelos empréstimos que faz. Agora mesmo o Bundes Bank (o Banco Central alemão) elevou a sua taxa de redesconto de 3,0 por cento para 3,5 por cento ao ano, em termos nominais.

A segunda forma de se elevar os juros vem sendo empregada no Brasil desde a implantação do Plano Cruzado II, em novembro de 1986. Consiste não em se cobrar mais pelos empréstimos feitos aos bancos particulares, como no caso anterior, mas sim em se tomar emprestado, descontroladamente, a quantidade que for necessária para se elevar os juros para níveis que se pensa adequados. Ou seja: a partir do Cruzado II, o Governo brasileiro passou a pagar mais para elevar os juros, em vez de cobrar mais! Os resultados dessa política são incompatíveis com as metas de austeridade perseguidas pelo próprio Governo, são expansionistas para a inflação e restritivas para a atividade produtiva.

Se não, vejamos: a) os empréstimos assim tomados são lastreados por expansões passivas e descontroladas da dívida pública de curto prazo. O processo é, portanto,

acompanhado por um crescimento da liquidez expressa em quase-moeda, e o crescimento da dívida pública é levado a cabo, não para se financiar despesas públicas, mas apenas para se induzir um aumento dos juros; b) o mercado coloca limites à expansão daquele tipo de liquidez. Na hora do resgate do principal e do pagamento dos novos e mais elevados juros, uma parte tem que ser coberta por emissões de moeda. Consequentemente, essa política acelera tanto a criação de moeda como a de quase-moeda sendo, portanto, expansionária, ao invés de restritiva; c) aumenta-se brutalmente o déficit público. O Governo fica obrigado a pagar juros para elevar as próprias taxas de juros e eleva o custo de rolagem da dívida existente. Comete, portanto, um "haraquiri" orçamentário. Os recursos que já foram assim jogados fora dariam para a construção de uma ferrovia Norte-Sul completa; d) protege-se artificialmente o valor de mercado dos ativos financeiros emitidos pelo Governo. As LBCs e as LFTs são protegidas porque rendem a própria taxa do overnight, e as OTNs porque têm sido lançadas com cláusulas de recompra por parte do Banco Central e com reduções dos seus prazos de maturidade. Enquanto isso, o valor de mercado dos ativos produtivos despenca em termos relativos; e) fica cada vez mais caro para o Governo resgatar sua própria dívida pública ou parte dela, já que seu valor de mercado é artificialmente protegido; f) provoca-se a recessão das atividades produtivas; g) transfere-se para os beneficiários do processo o poder de adquirir os ativos produtivos do resto da economia a preço de banana; h) diminui-se o ritmo de crescimento do consumo e do investimento agregados em termos reais, ao mesmo tempo em que se aumenta esse ritmo em termos nominais; i) acelera-se a taxa de crescimento da demanda agregada e, portanto, a da inflação.

Já imaginaram o que irá ocorrer se os juros fossem lançados para a estratosfera, tal como as coisas andam? Pois é! A verdade é que o Governo brasileiro ainda não está implementando qualquer política de austeridade e de restrição monetária, como alguns acreditam. A austeridade é só com os salários e outros recursos associados à atividade produtiva interna. A atual, não é uma política monetária restritiva em nenhum sentido relevante da expressão. É apenas uma política de juros altos, com expansão descontrolada de moeda e de quase-moeda. Continuará jogando lenha na fogueira inflacionária, e no cauteleando a atividade produtiva.

Essa política de "haraquiri" econômico e orçamentário nasceu do equívoco de se criar as LBCs — um título público imune às flutuações das taxas de juros de mercado — e de, ao mesmo tempo, se eleger a sua taxa de rendimento mensal como índice de correção monetária. A partir daí, de 21 de novembro de 1986, o Governo parou de executar uma política monetária, para fazer uma política de juros. Com isso, introduziu um elemento de aceleração no processo gerador da inflação brasileira: é a inflação de juros.

Em suma: a atual política de juros do Governo brasileiro é simultaneamente expansionária e recessiva. Acelera a inflação, deprime os mercados de trabalho e de produção, e derruba os preços dos ativos produtivos. A reversão desse processo exige o seu imediato abandono. Contrariamente às posições exacerbadas, a queda da inflação exige a queda e não a alta dos juros, os quais deveriam flutuar livremente, sem interferências das autoridades responsáveis. A sua simples elevação, tal como as coisas andam, colocará mais lenha na fogueira e o seu lançamento para a estratosfera será catastrófico.

Finalmente, um alerta: a dívida pública expressa em LBC, LFT, LTN, OTN, cadernetas de poupança e depósitos em moeda estrangeira, já ultrapassa os Cr\$ 30 trilhões — isto é, os US\$ 100 bilhões. O seu custo de rolagem depende dos juros, da inflação e da correção monetária. Alguns acreditam que podem diminuí-lo mediante uma elevação de juros suficientemente grande para provocar uma queda mais do que proporcional na inflação e na correção monetária. Mas não podem não: empurrando-se os juros, empurra-se a inflação na mesma direção.

As 580 companhias de capital aberto, cotadas na Bolsa de Valores de São Paulo, só valem uns meios US\$ 23 bilhões. Daqui a pouco aquela dívida interna valerá ainda mais e essas companhias ainda menos. E esse disparate não reflete qualquer livre funcionamento das forças de mercado. Reflete apenas uma das mais inusitadas, infelizes e estúpidas intervenções já realizadas num mercado financeiro. A flutuação dos juros é absolutamente indispensável para o realinhamento dos preços de mercado da dívida pública, das ações e dos outros ativos produtivos. É claro, quando a correção monetária for extinta e o câmbio flutuar, aí sim a inflação começará a ser definitivamente domada.

□ Marco A. C. Martins, doutor em Economia pela Universidade de Chicago, é consultor de Economia da Pró-Memória Consultoria e Empreendimentos Ltda.