

## ■ COMENTÁRIOS & PERSPECTIVAS

# Economia: Brasil Forma barata de financiar o déficit

**Maria Clara R. M. do Prado**



Uma expansão monetária da ordem de 63% em doze meses é fato que não causaria nenhum tipo de preocupação em um país onde a inflação estivesse correndo na mesma linha. Mas sobressai quando se trata de uma economia com variação de preços na faixa de 4% a 5% ao ano.

Diriam os mais fervorosos monetaristas que se vive hoje no Brasil na ante-sala de um processo de explosão inflacionária decorrente de um aparente descontrole da emissão de reais: quanto mais moeda disponível, para um mesmo nível de oferta, maior seria a demanda pela aquisição de bens. O resultado, segundo a crença, é aumento da inflação.

É cedo, a rigor, para saber o efeito que todo esse incremento da emissão monetária terá sobre a inflação. Há uma defasagem entre o momento em que um volume maior de moeda começa a circular na economia e o momento em que isso começa a afetar os

preços. Alguns acham que é de seis meses. Outros, um pouco maior.

Há quem considere irrelevante a discussão. A economia brasileira estaria vivendo uma fase de grandes transformações, inclusive no setor dos fundos de investimento, a ponto de tornar uma expansão monetária da ordem de 63% algo absolutamente irrelevante. A sociedade quer dinheiro na mão e todo o aumento ocorrido na emissão de reais estaria sendo plenamente justificado, sem riscos de descontrole inflacionário.

Independentemente da validade de um ou outro argumento, o fato é que um crescimento de 63% da base monetária representa uma tremenda receita de senhoragem para o governo. É a mais barata forma de financiamento de déficit público à qual se pode recorrer. Tem custo absolutamente zero para os cofres da União.

Senhoragem, vale lembrar aqui, significa um poder que é inerente apenas à atividade da autoridade monetária em qualquer país, e expressa-se através da prerrogativa de que só o Banco Central tem de emitir moeda. Sai de graça fazer uso dessa atribuição para cobrir os gastos do governo ou aliviar o impacto do custo do endividamento interno, que é uma outra maneira de colocar a mesma questão.

No caso brasileiro, no ano de 1997, os dados monetários do Banco Central mostram que houve dois momentos distintos, independentes um do outro, mas que acabaram por aliviar o impacto do extraordinário aumento da taxa de juro sobre o estoque da dívida mobiliária federal.

Uma demanda natural por moeda da parte do público caracterizou a primeira fase do crescimento da emissão monetária, logo no início do ano passado. A cobrança da CPMF, combinada com mudanças na forma de tributação do Imposto de Renda sobre as aplicações financeiras e, ainda, a própria reestruturação do perfil dos fundos de investimento levaram as pessoas a dar maior preferência aos depósitos a vista. Isso fez com que a base monetária fosse ampliada através do maior recolhimento que os bancos tiveram de fazer junto ao Banco Central de depósitos que são cobrados em cima do total de recursos mantidos em conta corrente.

Aquela foi uma reação espontânea da sociedade que preferiu andar com mais dinheiro na mão do que depositá-lo em algum tipo de aplicação sobre a qual teria de incorrer em ônus.

Já a segunda fase do processo de expansão monetária do ano passado não foi provocada pela maior demanda por moeda, mas sim pela maior oferta de moeda. Isso aconteceu a partir de setembro, justamente no momento em que a situação no Sudeste Asiático ficou mais apertada e que se tornava cada vez mais inevitável para o Brasil fazer uso do único instrumento monetário de que ainda dispõe, que é a taxa de juros.

### Crescimento do estoque da dívida mobiliária é aliviado com a maior quantidade de reais injetados na economia

Toda a contração monetária provocada pela saída de divisas externas do País — refletida na queda das reservas internacionais — e mais reservas que o Tesouro Nacional pudesse dispor, acabaram sendo aproveitadas para resgatar títulos da dívida pública interna federal.

No segundo semestre do ano passado, o governo federal resgatou R\$ 21,358 bilhões de títulos federais com uma distribuição de resgates mensais que não deixa margem de dívida quanto ao senso de oportunidade: R\$ 3,350 bilhões em setembro, R\$ 3,779 bilhões em outubro, R\$ 7,040 bilhões em novembro e R\$ 9,732 bilhões em dezembro.

O Banco Central não apenas sancionou o excesso de liquidez que circulou

pela economia no ano passado mas também atuou junto com o Tesouro para reduzir a dívida interna além daquilo que teria sido a contraface natural da perda de reservas, pelo menos por um determinado período em que os juros estavam na lua.

Vale aqui lembrar que perda de reservas internacionais é a única forma genuína pela qual se pode promover a redução da dívida pública interna. É o reverso do que ocorre durante o processo de crescimento das reservas internas: estas sempre puxam a dívida interna porque não há outra forma de esterilizar os reais emitidos em troca dos dólares que entram no País.

Os resgates líquidos ocorridos no ano passado representam abatimento efetivo do estoque do endividamento. Ainda assim, o impacto do aumento dos juros foi tão alto que a dívida interna mobiliária federal fora da carteira do Banco Central foi puxada para a marca dos R\$ 266 bilhões, quase 30% do PIB. Isso significa dizer que um terço da economia brasileira está empurrado em papéis do Tesouro Nacional ou do Banco Central. Nada de tão grave haveria nisso se a dívida não tivesse de ser rolada por prazos tão curtos.

(Esta coluna sai todas as terças, quintas e sextas-feiras)