

A grande massa monetária oculta na economia brasileira

Domério Nassar de
Oliveira (*)



De fins de 1980 para cá, o esto-que real dos meios de pagamento convencionais (M_1) na economia brasileira contraiu-se acentuadamente, declinando a menos da metade, sem que houvesse decréscimos correspondentes no ritmo de crescimento real do PIB. A natureza mercantil de nossa economia, na qual o fluxo anual da produção precisa ser convertido em moeda, aliada à rigidez da velocidade de circulação do M_1 , fato que decorre da pouca flexibilidade técnica e institucional das práticas de pagamento e cobrança, remete à questão sobre quais seriam os ativos que, além do M_1 , também estariam atuando como moeda.

Ancorada na teoria econômica estabelecida, a resposta mais usual a esta indagação atribui função monetária a um amplo espectro de ativos financeiros que, pelo seu alto grau de liquidez, configurariam substitutos próximos do M_1 , suplementando a irrigação monetária da economia. Entre tais ativos costuma-se destacar os títulos da dívida pública federal e aqueles representativos dos depósitos a prazo em geral. Embora generalizada, até mesmo com legitimidade inscrita nos conceitos mais abrangentes de meios de pagamento (M_2 e M_3), que incluem alguns dos ativos mencionados, esta explicação parece-me profundamente equivocada. Na verdade, tais ativos financeiros não desempenham nenhuma função monetária.

Só podem atuar como moeda aqueles ativos que, além de unidade de conta nas transações, também atuam correntemente como meio de circulação dos bens e serviços em geral, sendo, portanto, diretamente trocáveis pelos mesmos. Somente assim podem propiciar-lhes liquidez. Ora, é certo que, no caso dos títulos da dívida pública federal e daqueles representativos dos depósitos a prazo, isto não ocorre, pois não são trocáveis, direta e usualmente, pelo

universo de mercados existentes. Indivíduos e empresas não efetuam seus pagamentos cotidianos com tais títulos. Assim, não se pode confundir a alta liquidez que obviamente possuem, por serem rapidamente conversíveis em moeda com mínimo custo nessa conversão, com a propriedade monetária, que não detêm, de proporcionar liquidez aos demais bens e serviços.

E enganoso, portanto, supor que a possibilidade de conversão imediata dos depósitos a prazo em moeda lhes atribua condição monetária. Os recursos captados a prazo pelas instituições financeiras são continuamente reaplicados e permanecem, sempre, em constante circulação. Por isso mesmo, os resgates desses depósitos são sempre bancados por algum outro agente econômico, que fica sem os recursos monetários resgatados. Não procede imaginar, então, que

esse resgate implique injeção líquida de moeda na economia. O mesmo argumento vale também para as transações secundárias com os títulos da dívida pública federal.

Para se entender corretamente por que o crescimento real do PIB brasileiro não caiu em proporção mais próxima à queda real do M_1 , é preciso atentar para o simples fato de a grande massa de recursos utilizada efetivamente como moeda nas transações cotidianas não ser conscientemente registrada pela contabilidade macroeconômica instituída. Tais recursos correspondem àqueles créditos escriturais que, uma vez adiantados aos agentes econômicos pelas instituições financeiras que participam do sistema de compensação dos pagamentos correntes na economia (notadamente, os bancos comerciais e as caixas econômicas), permanecem desde a origem conver-

tendo-se continuamente em depósitos a prazo, ao mesmo tempo que também circulam bens e serviços. Estes créditos, que são adiantados diariamente e se perpetuam por serem quitados durante a compensação entre as instituições mencionadas, originam-se através dos empréstimos concedidos por estas últimas, das suas inversões em geral, dos pagamentos de juros e correção que fazem sobre seus depósitos remunerados, etc.

Para se ter uma ideia do vulto dessa massa monetária basta considerar aqueles créditos emitidos originalmente por tais instituições e que as empresas receptoras aplicam imediatamente no "overnight" (o depósito de menor prazo de resgate), só os utilizando na medida de seus pagamentos correntes por bens e serviços adquiridos. Créditos estes que, uma vez recebidos por terceiros, também são destinados no mes-

mo dia a novas aplicações no "overnight", não aparecendo como depósitos a vista em momento algum ao longo de toda a cadeia subsequente de pagamentos, na qual, naturalmente, também poderão ser convertidos em depósitos de maior prazo de resgate.

Todo o argumento acima desenvolvido, que nada tem a ver com as explicações convencionais sobre a criação e a relação entre depósitos e empréstimos bancários, parte do pressuposto de que as instituições financeiras participantes do sistema de compensação têm elevado poder de alavancagem para criar, originalmente, créditos que lançam em circulação. Alavancagem com relação ao volume de reservas primárias existentes no mercado interbancário e necessárias para que as instituições devedoras paguem às credoras, diariamente, o saldo não quitado por essa compensação. Não me

alongarei sobre os fundamentos e os desdobramentos desta mecânica neste artigo.

Parece-me lógico concluir que a contração real e o encarecimento das reservas primárias (elevação dos juros no "overnight"), promovidos pelo governo nos últimos anos, encareceram mas não inibiram a oferta de crédito como acima considerado. Por isso mesmo, ao elevar os custos financeiros das empresas, sem simultaneamente cortar a liquidez macroeconômica, o monetarismo administrado transformou-se em um dos principais focos primários da inflação.

Esperemos agora que o atual e correto tratamento antiinflacionário via controle de preços venha a ser lucidamente complementado por uma efetiva redução dos juros reais para que alcance eficácia definitiva.

(*) Professor de Economia da PUC-São Paulo.

GAZETA MERCANTIL

14 JUN 1985