

A Ilusão Monetarista *Economia Brasileira*

DOMÉRIO NASSAR DE OLIVEIRA(*)

O debate sobre a relação entre o déficit público e as taxas de juros vigentes na economia brasileira vem polarizando posições dentro do próprio governo.

A constatação numérica de que as despesas financeiras pesam sobremaneira no orçamento global do setor público levou o Ministério do Planejamento à inequívoca conclusão de que as altas taxas de juros também se tornaram um das importantes causas do déficit. Embora irrefutável, tal diagnóstico não é partilhado pelo Ministério da Fazenda, para o qual, ao contrário, o déficit público é que pressiona a elevação dos juros, constituindo causa, e não efeito, do alto patamar em que se encontram.

O principal argumento que apóia a tese dos técnicos vinculados à Fazenda refere-se ao fato de que o financiamento do déficit público obriga o governo a se endividar para evitar a emissão original de moeda, que se supõe sempre inflacionária. O alto volume deste endividamento estaria demandando e absorvendo parcela expressiva da "poupança" financeira existente e, com isso, pressionando a alta de juros. Em particular, a necessidade de colocar títulos com taxas atraentes no mercado aberto explicitaria com absoluta nitidez a impossibilidade de caírem os juros enquanto persistir déficit a ser coberto.

Com inegável força intuitiva, a explicação acima descrita traz embutida a solução natural para o problema: a eliminação do déficit através do corte dos gastos e aumento das receitas públicas. Convém lembrar que o pressuposto lógico implícito em todo o raciocínio é o de que o sistema financeiro constitui simples intermediário de recursos, captando de quem os tenha disponíveis e reemprestando àqueles que se interessam em utilizá-los. Fosse em estas as circunstâncias, as taxas de juros realmente espolhariam o jogo de oferta e demanda dos recursos intermediários, validando o argumento do Ministério da Fazenda. De fato, a excessiva pressão de demanda do Estado poderia, nessas condições, ser a causa do alto preço desses recursos.

Acontece, porém, que a realidade é bem outra. O segmento mais importante do sistema

financeiro é composto por um conjunto de instituições que, na verdade, criam originalmente todo o crédito escritural que o restante do sistema intermedia. Refiro-me àquele conjunto que compõe a câmara de compensação dos pagamentos correntes na economia; notadamente, os bancos comerciais e as caixas econômicas. Através do clearing cotidiano de que participam, tais instituições podem criar e perpetuar a existência de grande parte dos créditos que lançam diariamente em circulação quando concedem empréstimos, quando pagam suas inversões em geral e quando remuneram seus depósitos a prazo com juros e correção monetária. Com essa perspectiva, deve-se compreender que a oferta macroeconômica de crédito é elasticamente produzida por esse conjunto de instituições.

A relevância desta constatação para efeito do que se discute neste artigo é a de que a determinação das taxas de juros, em vez de resultar de uma suposta interação entre oferta e demanda de recursos simplesmente intermediados pelo sistema financeiro, resulta, na realidade, da mecânica própria de criação original de crédito pelas instituições mencionadas no parágrafo anterior. E esta mecânica faz que tais instituições tenham como base de referência, para estimar o preço dos créditos que gerenciam, os juros cobrados pelas reservas primárias negociadas em operações overnight no mercado monetário (selic), ou seja, o custo das reservas com que terão de se financiar na eventualidade de ficarem descobertas na compensação.

É de fácil verificação empírica o fato de serem as taxas destas reservas o parâmetro que rege tendencialmente a determinação do espectro das demais taxas de juros passivas e ativas do sistema financeiro. Por isso mesmo, parece-me indispensável considerar quais as perspectivas que o programa econômico defendido pelo Ministério da Fazenda abre para as taxas das mencionadas reservas. Só assim será possível inferir, com realismo, em que medida sua consecução poderá implicar queda dos juros.

E é neste ponto que o referido programa revela-se, por força de seu cunho monetarista, pouco alentador. A preocupação que encarna no sentido de reduzir o déficit global do setor

público vai além da inquestionável necessidade de sanear e moralizar suas contas: aferra-se, em última instância, ao objetivo de poder contrair a evolução real da base monetária sem que para isso continue sendo preciso recorrer-se à colocação massiva de títulos da dívida federal. Procura-se eliminar a causa aparente (taxas pagas pelos papéis do governo), mas se reafirma a causa real dos altos juros prevalentes em nossa economia: a contração da oferta primária de moeda, onde se incluem as reservas, e a consequente permanência do alto custo das mesmas no overnight.

Maior flexibilidade à expansão monetária para efetivar a queda dos juros é condimento indispensável à redução do déficit público e à recuperação da livre iniciativa. Não pode ser peremptoriamente descartada sob acusação de ser inflacionária, pois o controle de preços já instituído deve evitar as remarcações especulativas, obrigando as empresas a absorverem os estímulos de demanda através do aumento de sua produção. A existência de capacidade ociosa em muitos setores da indústria e da agricultura pode muito contribuir para que a economia responda produtivamente.

Por outro lado, convém lembrar que, ao longo dos últimos quatro anos, a drástica redução real do saldo da base monetária (caiu a menos da metade) não impediu a inflação de duplicar seu ritmo. Pelo contrário, não constituindo obstáculo intransponível à criação de crédito, simplesmente o tornou mais caro para as empresas que, naturalmente, forçaram o repasse para seus preços. Suprema ironia, o monetarismo "antiinflacionário" transformou-se em foco primário de inflação.

Todos sabemos da gravidade e complexidade dos problemas que constroem a economia brasileira. Por isso mesmo, para que cheguemos a bom termo, faz-se necessário que neste início de Nova República se procure equacioná-los com clareza. Que não se transforme o déficit do inchado setor público em bode expiatório dos elevados juros reais: o declínio das taxas pressupõe flexibilização responsável da oferta primária de moeda.

Domério Nassar de Oliveira é professor do Departamento de Economia da PUC — São Paulo.