

O GLOBO Política monetária, taxa real de juros e déficit público *Diário Público*

- 8 JUL 1985

LUIZ PAULO MARINHO NUNES

A política monetária do Banco Central viu-se recentemente responsabilizada pelos elevados juros reais de mercado e, conseqüentemente, pela pressão que estes exercem sobre o déficit consolidado do setor público. Alguns economistas e técnicos do governo passaram então a defender a implementação de uma "política monetária flexível", que objetivasse a redução das taxas de juros reais e, assim, desafogasse os custos do serviço da dívida pública interna.

Argumentou-se que bastaria o Banco Central anunciar que passaria a pagar menos para colocar as ORTNs em mercado, isto é, remunerá-las a taxas de juros mais baixas, para que estes efetivamente se reduzissem e assim favorecessem também a queda de toda a estrutura de taxas hoje vigente.

Em primeiro lugar, este argumento pressupõe; serem os juros reais variável exógena, inteiramente sob controle do Banco Central. Não sendo assim, o anúncio de que o Banco Central passaria a vender títulos a menores taxas, ao criar uma diferença excessiva entre a rentabilidade dos títulos hoje em poder das instituições financeiras e daqueles que o Banco Central viesse a emitir no futuro, desencadearia um processo de arbitragem, pelo qual a compra e venda dos títulos existentes em mercado traria a rentabilidade destes papéis para níveis próximos aos anunciados pelo Banco Central antes mesmo que o próximo leilão de ORTNs se efetivasse. Neste processo, realizariam enormes lucros as instituições financeiras que hoje carregam vultosas carteiras de títulos públicos, enquanto que o Banco Central, aos novos preços e rentabilidade destes títulos, sentiria através de sua mesa de ope-

rações o rigor da lei da oferta e da procura, na medida em que aos níveis de remuneração mais baixos não conseguisse vender a quantidade desejada de papéis.

Em segundo lugar, pressupõe que a poupança privada passa a ser inelástica, isto é, insensível ao preço (taxa de juros), a partir de um determinado patamar de remuneração do capital. Desta forma, argumentam, o mesmo volume de recursos que hoje financia a dívida pública, a correção monetária mais 18,5% de juros reais, estaria disponível para financiá-la a correção monetária mais 10%, por exemplo. Seria interessante conhecer os estudos empíricos que dão sustentação a esta hipótese. Contudo, não estando estes disponíveis — pelo menos até o momento — somos obrigados a nos deter aos números relevantes, hoje existentes, ao exame do problema.

Estes números, por sua vez, revelam o total descompasso entre o crescimento real da dívida mobiliária, interna (cerca de 25% nos últimos dois anos) e a evolução da poupança interna bruta (permanece estável em torno de 15,5% do PIB, no mesmo período). Vale dizer, uma demanda crescente por recursos pressiona cada vez mais uma base de recursos estagnada. Assim, como em qualquer mercado onde exista excesso de demanda e no qual a oferta seja incapaz de se ajustar no curto prazo (a expansão da poupança agregada interna está limitada pelo próprio crescimento do produto real nacional), o ajuste se dá por três formas alternativas: via preços (taxas de juros), como vem ocorrendo; via redução na demanda por recursos, o que no caso seria obtido através de cortes efetivos nos gastos do setor público; e, finalmente, via racionamento da quantidade disponível, a partir do tabelamento de preços (juros) a níveis artificialmente baixos.

Este último mecanismo é o que efetivamente está por trás da proposta de uma "política monetária flexível", apesar de não estarem distantes as desastrosas experiências passadas com custo de crédito artificialmente baixos (1979), e prefixação da correção monetária e cambial também a níveis irrealistas (1980). Trata-se, inegavelmente, do caminho mais curto para a desintermediação financeira e a explosão inflacionária.

Dentro deste quadro, consideramos mais próximo da realidade a hipótese de que o comportamento das taxas de juros reais interna estaria associada à inelasticidade — preço da demanda por crédito do setor público. Ou seja, os juros são altos, e tendem a se elevar porque o setor público como um todo não obedece efetivamente a uma restrição orçamentária, escolhendo, invariavelmente, o financiamento de seu desequilíbrio, a qualquer preço, a um ajustamento que se traduza em corte de gastos expressivos.

A evolução da participação do setor público não-financeiro nos empréstimos dos bancos comerciais no período 1978-84 (passe de 17% para 53% do total), bem como a evolução comparativa do grau de endividamento das empresas estatais vis-à-vis às nacionais privadas (a relação recursos próprios/recursos de terceiros nas estatais cai de 1.05 para 0,75 enquanto nas empresas privadas cresce de 1.08 para 1.46), dão suporte a esta hipótese. Consideramos, portanto, que o fato econômico relevante à análise do comportamento do déficit fiscal está muito menos nas taxas de juros do que em quem efetivamente as pressiona.

LUIZ PAULO MARINHO NUNES

Doutor em Economia pela Universidade de Chicago
Diretor Técnico do Escritório Levy Ltda.