

RAPHAEL DE ALMEIDA

MAGALHÃES *

J. CARLOS DE ASSIS ** 15 JAN 1993

A política econômica esboçada pelo ministro Paulo Haddad não se definirá pelo plano de curto prazo, mas já está definida no projeto de "ajuste" fiscal que o governo encaminhou ao Congresso.

O evidente fracasso do programa anterior não se deve à falta de rigor na sua execução. Ao contrário. Como ocorreu ao longo de 1991, a execução rígida de um orçamento contingenciado tem assegurado também neste ano superávits correntes sucessivos — graças à contenção das despesas governamentais não financeiras, já que a receita tributária continua em queda livre. Houve resgate efetivo de títulos da dívida mobiliária pública. Contudo, a inflação resistiu acima de 20%.

Os resultados práticos do programa se revelam na recessão, no desemprego, na queda do consumo e da receita tributária em todos os níveis. Prevalece na área econômica do governo o alinhamento ao consenso dominante no meio empresarial, e em grande parte do mundo acadêmico e político, segundo o qual a inflação brasileira resulta do elevado déficit público.

Esse diagnóstico, embora contraditado pelos fatos de 1990, 91 e 92, condiciona a nova proposta de orçamento, orienta o projeto de "ajuste" fiscal e justifica a política monetária de juros altos, que o Banco Central está determinado a manter. É uma camisa-de-força. Um paradigma que bloqueia alternativas. Nenhum plano de medidas compensatórias também pode viabilizar-se diante dele, porque implicaria elevar gastos públicos não financeiros — contrariando a lógica da redução do déficit e da demanda.

O diagnóstico usa um conceito nebuloso de déficit público, intermediário entre fluxo e estoque (dívida), e pressupõe a

utilização de instrumentos ortodoxos de política monetária e fiscal num meio peculiarmente heterodoxo — o mercado da moeda remunerada. Só isso bastaria para distorcer a relação entre déficit público, consumo e inflação — mais especificamente, invertendo a direção de causalidade entre déficit público (quando existe) e aumento de preços.

Antes de analisar esse aspecto financeiro, é importante assinalar que: 1 — só pode gerar inflação, diretamente, déficit público coberto por emissão monetária autônoma. Déficit coberto por emissão de dívida corresponde a uma transferência de renda do credor para o emissor do título, sem alterar a demanda agregada e, portanto, sem possibilidade de afetar os preços; 2 — a emissão de dívida pública nova, para girar o estoque da dívida antiga, não tem efeito sobre a demanda agregada e, obviamente, não pode gerar inflação (o governo nada compra no mercado de bens e serviços com esses recursos, apenas os transfere de um credor novo para um antigo; é a situação corrente no Brasil, pelo menos desde 89).

Fica evidente que a origem da inflação brasileira não pode ser o déficit público, já que, pelo menos desde 1990, não se registra déficit não financeiro, mas sim superávit primário. No entanto, há déficit financeiro.

Normalmente, poderia ser financiado de forma não inflacionária, numa economia em expansão, mediante adequada combinação das políticas monetária e fiscal. Jamais, porém, na institucionalidade peculiar à economia brasileira.

A razão da ineficácia das nossas políticas monetária e fiscal é que destruímos o instrumento da dívida pública, ao dotar o Banco Central de um duplo poder emissor — o da moeda comum e o da moeda remunerada. Esta última embute

a inflação projetada, mais uma taxa real de juros, de sorte que se torna a moeda preferencial de conta e de reserva de valor de todos os agentes econômicos.

Naturalmente, se a moeda de conta é uma moeda "inflável", a inflação já está inscrita nela no próprio ato da emissão, independentemente do nível de demanda agregada. A política monetária ativa torna-se, então, não apenas um instrumento inócuo de controle da inflação, mas um realimentador permanente dela. A taxa de juros já não opera como um divisor de águas entre moeda e poupança, pois toda a poupança toma a forma de aplicação à vista, com os atributos da moeda (liquidez) e da poupança (remuneração).

Examine-se agora a relação entre política monetária de juros reais, no contexto desta institucionalidade, e a política fiscal praticada segundo o programa do FMI. Na essência, trata-se de gerar superávit primário para pagar os juros da dívida pública (externa, prioritariamente, no programa acertado com o FMI; e também para resgatar parte do estoque da dívida mobiliária interna, na atual versão, mais ambiciosa).

A presunção é que, comprando parte da dívida mobiliária com o saldo transferido do Tesouro, o Banco Central vá reduzir as taxas de juros reais — ou, alternativamente, que o mercado "aceitará" taxas mais baixas pela maior confiabilidade dos títulos públicos, parcialmente lastreados em receita tributária. O crédito mais baixo estimularia a demanda e o investimento, daí se seguindo a retomada...

É um pressuposto obviamente falso. Isso só aconteceria se o mercado retirasse esses recursos do sistema de moeda remunerada, mantendo-o definitivamente na forma de moeda comum. Entretanto, esta é a moeda de pagamentos e, tão logo

cumpra sua função por um dia no circuito econômico, retorna como saldo de caixa a aplicar numa conta remunerada do mesmo ou de outro agente superavitário. Ou seja, fica indistinguível do resto da dívida mobiliária, embora contabilmente possa mudar de forma, já que o nosso Banco Central emite, ele próprio, títulos líquidos com fins exclusivos de dar acolhida e remuneração aos recursos transitoriamente livres dos agentes privados. A isso se chama — enxugar a liquidez do mercado.

É claro que o Banco Central pode praticar taxas de juros reais mais baixas, com a justificativa do superávit fiscal. Mas, desde que continue arbitrando uma taxa *real* qualquer, continuará emitindo seus títulos, ou colocando títulos do Tesouro no mercado aberto, a pretexto de controlar a liquidez da moeda comum — neste caso, aumentada em razão do resgate de parte da dívida mobiliária antiga com recursos fiscais. Assim, a lógica do controle da liquidez da moeda comum o levará sempre a arbitrar taxas reais elevadas.

O resultado, em termos de controle da inflação, será nulo — tão nulo como tem sido até o momento. Exceto se, deliberadamente, o Banco Central projetar uma inflação baixa (ou taxas reais negativas nas aplicações de curtíssimo prazo), mantiver remuneração real apenas para títulos a prazo e separar, dessa forma, moeda de poupança. Só que, neste caso, o efeito seria o mesmo se atuasse apenas com equilíbrio orçamentário primário do lado fiscal. Não precisa de superávit. Nem de "ajuste". Contudo, isso não seria suficiente para derrubar a inflação. Porém evitaria que um programa específico para controlar a inflação fosse estrangulado na órbita financeira.