

- 5 JUL 1993

ESTADO DE SAO PAULO

# Déficit, inflação e juros: ilusão e realidade

DOMÉRIO NASSAR DE OLIVEIRA

Responsabilizar o déficit público pelos males que constroem a economia brasileira se tornou lugar-comum. Expressão de uma máquina estatal corrupta e perdulária, é evidente que precisa ser saneada. Nem por isso cabe transformar a crise, identificando inflação e juros altos como consequências inevitáveis.



As emissões de moeda primária (base monetária), induzidas pelo déficit, só seriam inflacionárias se gerassem pressão de demanda além do que a capacidade produtiva da economia pudesse atender. É certo, porém, não ser este o caso da economia brasileira onde, ao contrário, a demanda está desaquecida a ponto de obrigar indústria e agricultura a trabalharem com ociosidade de recursos. É bom lembrar não ser a emissão de moeda primária que importa para avaliar o acréscimo da liquidez macroeconômica.

Deve-se aferir sob que circunstâncias a variação de moeda primária pode ou não alavancar a criação de créditos pelo sistema bancário. São estes créditos, escriturados nas memórias dos computadores dos bancos, que atuam como moeda no grosso das transações cor-

rentes, através da emissão de cheques. Para julgar, então, o impacto monetário do déficit público e seu eventual desdobramento inflacionário, é preciso relacionar a pressão que exerce sobre as emissões de moeda primária com um conjunto mais amplo e complexo de determinantes que podem ou não potencializar acréscimo à massa de créditos que dá liquidez à economia. Entre tais outros determinantes destacaria, por exemplo, o interesse ou não dos empresários tomarem novos empréstimos junto à rede bancária, o próprio interesse dos bancos em expandir suas aplicações e o volume dos juros que pagam aos clientes na "captação" de recursos. Convém, portanto, não se iludir com o arrefecimento da inflação brasileira a partir do simples reequilíbrio das contas do setor público.

No que diz respeito aos juros, a idéia de que não poderão baixar enquanto persistir o déficit, prende-se a entendimento arcaico de qual seja o funcionamento do sistema financeiro. Imagina-se que as instituições financeiras sejam intermediadoras de recursos monetários. Assim, o nível da taxa de juro seria determinado pelo jogo de oferta e demanda de tais recursos.

A presença do Estado como grande tomador no mercado, para financiar seu déficit de forma "não inflacionária" (sem emissão de moeda primária), impediria a queda dos juros. As altas taxas a

que o governo se "obriga" na colocação de seus papéis "evidenciariam" esta impossibilidade.

De forte apelo intuitivo e cativante "obviedade", este argumento não corresponde aos fatos: resume-se à aparência ilusória do suposto "papel intermediador" das instituições financeiras. Pois, na verdade, o conjunto mais importante destas instituições (os bancos comerciais) deve ser compreendido como uma gigantesca câmara de compensação dos cheques usados nos pagamentos correntes da economia.

Assim, a determinação das taxas de juro, em vez de refletir uma suposta interação entre oferta e demanda de moeda intermediada pelo sistema financeiro, resulta efetivamente da própria mecânica de criação dos créditos adiantados pelos bancos membros da câmara de compensação. E esta mecânica determina que estes mesmos bancos tomem como referência, para definir o preço dos créditos que produzem, o custo da moeda primária (reservas) negociada no mercado interbancário, ou seja, o custo potencial em que poderão incorrer caso fiquem descobertos após a compensação diária dos créditos que adiantarem. Este mercado interbancário tem por base a necessidade de os bancos devedores tomarem de empréstimo moeda primária para pagar aos bancos credores o saldo devedor que não se cancelou após a compensação dos cheques realizada no

dia a dia.

É o Banco Central quem determina o custo da moeda primária transacionada pelos bancos ao definir o nível das taxas nos "leilões" diários com o mercado. E é este custo, esta taxa de juros básica, que rege as demais taxas do sistema financeiro e dos próprios títulos da dívida pública.

Deve-se ter claro, portanto, que a queda das mesmas só depende de uma orientação que o Banco Central queira ou não imprimir. Dizer que isso produziria mais inflação é ignorar a possibilidade de dosar a criação de créditos, de liquidez, através de uma administração consciente dos canais por onde fluem o sistema bancário. Por que não explorar, por exemplo, as consequências de um enquadramento temporário dos empréstimos dos bancos, em paralelo à prática de juros progressivamente mais baixos no interbancário de moeda primária?

A atual política monetária é perversa. Canhestra, não contém a inflação porque força o sistema bancário a criar créditos e liquidez para pagar, na "captação", juros elevados que ela mesmo induz. Ao mesmo tempo, retrai a atividade econômica ao inibir a retomada dos investimentos, aprofundando a miséria em meio à excepcional disponibilidade de recursos do País. Precisa ser revista, com urgência.

■ Domério Nassar de Oliveira é empresário e economista.