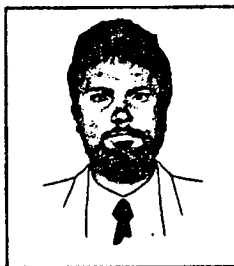


Fluxos cambiais e remonetização



Conter a entrada de capitais para evitar o aumento dos juros

Embora haja uma possibilidade lógica de existirem grandes inflações sem correspondentes emissões elevadas de moeda, a história não registra nenhuma. Todas as grandes inflações foram acompanhadas por enormes emissões de moeda. Geralmente, as hiperinflações estão associadas a algum evento maior (guerra ou deterioração brusca do balanço de pagamentos, por exemplo) que empurra o governo para buscar financiamento inflacionário para seu déficit, em vez de aumentar a carga fiscal ou reduzir os seus gastos. Hiperinflações estão geralmente associadas a déficits fiscais de mais de 10% do Produto Interno Bruto (PIB). Ou seja, a causalidade da inflação reside na emissão desmedida de moeda pelo governo no afã de financiar seu déficit.

Talvez pelos exemplos inequívocos das hiperinflações, grande parte dos economistas tende a atribuir a causa da inflação aos chamados fatores de expansão da base monetária, dentre os quais se destaca o financiamento do déficit público. Por isso, ao se verificar que nos últimos três anos no Bra-

sil o Tesouro Nacional quase não presionou a base monetária por expansão, tal raciocínio leva à identificação da maciça entrada de capitais externos como o vilão da inflação que grassava antes do real. Um corolário dessa linha de pensamento é que se deve conter fortemente a entrada de capitais nessa fase inicial do Plano Real para evitar que a monetização excessiva venha a fazer recrudescer a

inflação.

Ao conter os fatores de expansão da base monetária garante o cumprimento das metas monetárias, e, conseqüentemente, não permite à inflação decolar. Embora tautologicamente correta, a frase anterior contém uma armadilha que pode vir a colocar em sério risco o cumprimento das metas monetárias. Isso porque a ênfase nos fatores de expansão da base monetária deixa esquecida a dinâmica própria de expansão e contração da base, originada pelo comportamento dos agentes econômicos, e, em grande medida, pelos mecanismos operacionais do Banco Central (BC).

A política monetária seguida

pelo BC com raras exceções até o real tinha como objetivo manter a taxa real de juro num nível que o BC achava ser o mínimo requerido para o mercado reter o estoque de dívida pública. A essência desse mecanismo de política monetária é que ele não se constituía numa regra suficientemente forte para sustar o aumento da demanda nominal de moeda. Ou seja, quando a expectativa inflacionária dos agentes crescia, a demanda nominal por base monetária também se elevava. Como o BC não estava disposto a deixar os juros escalam a níveis suficientes para segurar a oferta nominal de moeda, acabava-se passivamente monetizando o aumento da demanda nominal por moeda, sancionando-se a elevação da inflação esperada. A indexação generalizada tornava esse processo extremamente veloz.

Esse mecanismo operacional é o principal motor da expansão da base monetária, o qual referendava o crescimento das expectativas da inflação. Naturalmente, pelas identidades contábeis do balanço do BC, o crescimento da base monetária só pode ocorrer acompanhado do decréscimo de um passivo não monetário ou do acréscimo de um ativo. Por muito tempo, o déficit do Tesouro foi o outro lançamento contábil que atendia o regime de partidas dobradas. Na fase mais recente, foram as entra-

das de reservas estrangeiras. O importante, entretanto, não é qual o fator de expansão da base monetária que mais cresceu, mas sim o mecanismo operacional de política monetária seguido pelo BC. Poder-se-ia lançar a hipótese que, na ausência de pressões do Tesouro e com juros internacionais mais altos, seria o resgate da dívida interna que sancionaria a expansão da base monetária.

Não se está aqui afirmando que a inflação que tínhamos não guardava relação com os déficits fiscais (de longo prazo, de pleno emprego ou intertemporais). Nem tampouco afirmar que a entrada de capitais está determinada pela dinâmica da base monetária. O que se quer é chamar a atenção para o papel *ativo* do mecanismo operacional do BC que termina por expandir *passivamente* a moeda diante dos impulsos inflacionários. Conter a entrada de capitais externos é importante para não permitir o crescimento do componente de juros do déficit público. Para conter a expansão monetária que gera inflação, é preciso que se desenhe um novo mecanismo operacional que dê condições ao BC para restringir o crescimento nominal da oferta de moeda.

■ Márcio G. P. Garcia é professor do Departamento de Economia da PUC-RJ

■ Joelmir Beting está em férias.