

## ■ COMENTÁRIOS &amp; PERSPECTIVAS

## O paradoxo da política monetária

Maria Clara R. M. do Prado



**R**ezam os textos clássicos que aperto no crédito é sinônimo de menor demanda por moeda. O dinheiro encarece com o aumento dos juros e os cidadãos adiam para mais adiante o consumo que gostariam de ter hoje.

Ganha-se mais, deixando a moeda aplicada no banco. Em troca, fica a expectativa de que os juros tendem a cair no futuro e aí, sim, seria o momento de ir às compras.

A situação é familiar a qualquer brasileiro na atual conjuntura. No entanto, a liquidez de moeda continua elevada na economia. Ela tem origem basicamente no volume de capital estrangeiro que entra no País, atraído justamente pelo diferencial entre os juros internos e os externos.

O dinheiro que entra de fora vai parar nos títulos do governo federal, de emissão do Tesouro Nacional ou do próprio Banco Cen-

tral. É o caso, por exemplo, dos recursos destinados à privatização.

Quando falamos de recursos externos, não há como fugir da pressão sobre o endividamento interno.

A mecânica é muito simples de entender. O Brasil não emite dólares. Nem mesmo é permitido que a moeda estrangeira tenha livre curso internamente. Portanto, cada dólar que entra tem relação com a renda e com o sistema produtivo de outro país.

Quando convertido em real, exerce impacto imediato sobre a oferta de moeda sem que tenha havido qualquer processo de crescimento econômico interno para justificar aquela expansão monetária.

Para evitar descontrolado na oferta de moeda, o governo lança papéis em mercado e através deles enxuga o excesso de dinheiro que poderia trazer consequências inflacionárias indesejáveis.

Consequência: a dívida mobiliária federal cresce. Mas não cresce apenas pelo efeito do maior ingresso do capital estrangeiro. Também cresce pela consolidação da dívida dos estados, que envolve emissão de papéis federais.

Sem falar, é claro, na necessidade que tem o

governo de ir a mercado rolar seu próprio endividamento ou de buscar dinheiro para pagar juros aos seus credores.

Tudo isso está por trás da extraordinária expansão observada no estoque da dívida mobiliária federal, nos últimos anos.

Os dados divulgados ontem pelo Banco Central apontam para patamares nas alturas: a dívida total a cargo do Tesouro Nacional saltou do nível de R\$ 68,421 bilhões em julho de 1994 para R\$ 241,702 bilhões em março passado. Isso representa aumento de 253,26%.

Já a dívida com títulos do Banco Central em mercado acusou no período (entre meados de 1994 e o final do primeiro trimestre deste ano) taxa de expansão ainda maior, de 383,18%. Pulou de R\$ 59,523 bilhões para R\$ 287,606 bilhões.

A tentação é imaginar que houve aqui uma política deliberada do governo: a de usar mais papéis do Banco Central para contornar a regra do Congresso pela qual emissões da República no exterior só podem ter o destino de abater a dívida do Tesouro Nacional.

A questão a fixar, porém, é de que o aumento da dívida interna está diretamente ligado a maior liquidez de dinheiro que passou a ser ofertada.

Trata-se de um verdadeiro paradoxo da política monetária. De um lado, há dinheiro sobrando. De outro, a taxa de juros elevada garante aperto na disponibilidade de crédito.

O diretor de Política Monetária do Banco Central, Francisco Lopes, concorda que há ali um paradoxo.

A liquidez tem sido tão grande que muitas vezes a taxa praticada no mercado aberto — onde se financiam de um dia para outro ("overnight") os títulos que

os bancos carregam em carteira — fica abaixo da taxa básica do Banco Central, a TBC.

Isso obriga a autoridade monetária a atuar através de sua mesa de mercado aberto, além dos leilões de papéis (quando oferece semanalmente títulos ao mercado).

A contrapartida de toda aquela liquidez é, portanto, o aumento da dívida. Chico Lopes disse que praticamente todo o crescimento da dívida do BC no mercado nos últimos três me-

ses, envolvendo cerca de R\$ 32 bilhões, teve como causa o aumento no nível das reservas internacionais e a operação de troca de dívida da reestruturação do Banespa.

Se há então tanto dinheiro sobrando, por que o juro se mantém em níveis tão altos? Porque o governo precisa usar todo o excesso de dinheiro para cobrir o seu déficit. Se não pagar caro por isso, não consegue garantir o financiamento do déficit do setor público.

"É a política fiscal pesando na política monetária", comenta Carlos Thadeu de Freitas Gomes, ex-diretor do Banco Central, hoje no IBMEC.

Visto por outro ângulo, enquanto mantém o dinheiro dos cidadãos aplicado em papéis do governo a altas taxas de juros, o Banco Central induz o adiamento do consumo privado e sanciona o maior consumo presente do setor público.

Não há nada que o BC possa fazer quanto a isso. Apenas alertar para uma situação que pode fugir de controle caso a liquidez internacional desapareça.

No mais é rezar para que o ajuste fiscal um dia se torne realidade para o bem de todos. ■

(Esta coluna sai todas as terças, quintas e sextas-feiras)

**Há liquidez abundante na economia apesar das elevadas taxas de juros que mantêm sob controle o crédito para o setor privado**