

# Para Senna, os juros caem depois do ajuste da economia.

Sociedade alguma consegue prosperar em ambiente altamente inflacionário — afirmou ontem, em São Paulo, o diretor da Dívida Pública e Mercado Aberto do Banco Central, José Júlio Senna. Defendendo o corte do déficit público, a redução dos juros cobrados nas operações de empréstimos e a racionalidade da política econômica, argumentou: "A redução dos juros será um fenômeno natural, ao término do processo de ajustamento da economia. Reduzido o déficit público, contido o crescimento da dívida interna, e controlado o processo inflacionário, teremos conseguido colocar a economia na trilha da recuperação, tornando-se mais sólida a própria posição do balanço de pagamentos".

As dificuldades em conseguir equacionar, com eficiência, a questão dos orçamentos públicos não podem servir de pretexto para sugestões de política econômica ao mesmo tempo simplista e com potencial inflacionário e desequilibrante, do ponto de vista externo, capaz de minar todas as forças de recuperação econômica que ainda restam à sociedade brasileira.

Senna foi homenageado por centenas de empresários ligados à área financeira, em especial ao mercado aberto. O almoço significou um apoio efetivo à política do Banco Central, expresso tanto no pronunciamento do presidente da Andima (Associação dos Dirigentes do Mercado Aberto), Carlos Brandão, como no do vice-presidente da entidade, Sérgio Ulhoa Levy. "Se José Júlio Senna não tivesse enxugado Cr\$ 10 trilhões vendendo títulos, o descontrole monetário teria sido o maior da história. Sem uma política dinâmica, já estariamos perto de uma hiperinflação" — declarou Brandão, ex-presidente do Banco Central. "O mercado, em linhas gerais, está de acordo com suas introduções neste início de administração. No entanto, se a Dívida Pública — que é tão agredida e enxovalhada por certos políticos — vier a ser usada para financiamento de projetos irresponsáveis que se afastam dos anseios da sociedade brasileira e patrocinados por esses mesmos políticos, seremos arrastados a desanimadora frustração" — assinalou Sérgio Levy.

## Resposta

Tanto no discurso — um texto preparado com cuidado — como na entrevista coletiva que concedeu após o almoço, Senna respondeu aos críticos da política de mercado aberto e defendeu princípios da economia clássica, ainda que ajustados às condições econômicas brasileiras. Aceitou, assim, a luta lançada por críticos nos planos econômico e político, debatendo a política monetária que "está sofrendo verdadeiro fogo cruzado", segundo Brandão.

Quem afirma que os juros estão ao nível de correção monetária mais 30% ao ano, diz uma inverdade — declarou Senna. — Se fosse assim, o mercado financeiro já teria quebrado.

O diretor da Dívida Pública analisou em pormenores, com a imprensa, os riscos de derrubar as taxas. Vamos supor, estimou, que os títulos públicos venham sendo colados a correção mais 18% e essa taxa seja reduzida para correção mais 10% ao ano. Se o resultado for uma expansão monetária exacerbada e ocorrer um arrependimento do governo, correspondendo a uma nova decisão de colocar mais títulos com maiores juros, o mercado financeiro, que adquirira os papéis a taxas inferiores, teria um enorme prejuízo, que acabaria sendo suportado pelo próprio governo. Suceder-se-ia, provavelmente, uma recompra dos títulos a taxas mais baixas, e nova venda às taxas desejadas pelas instituições, com enorme custo pa-



ra as autoridades monetárias, como já ocorreu no passado. "Acredito estar zelando pelos recursos da sociedade" — explicou Senna para recusar-se a praticar uma política com esse feito.

Três aspectos foram analisados quanto ao nível dos juros: 1) a incompreensão em relação às taxas do mercado monetário (overnight); 2) a importância relativa da inflação e da correção monetária num único mês; 3) a separação entre os juros cobrados nos empréstimos e os juros do mercado aberto.

As taxas elevadas de empréstimos não trazem qualquer benefício à economia. Só representam custos para as empresas privadas dependentes de crédito e para o governo, que é o grande devedor. Há consenso pleno de todos os segmentos da sociedade de que as taxas de juros são muito elevadas e precisam cair.

Mas isto não quer dizer — acrescentou — que possam cair no mercado monetário. As taxas no mercado monetário estão no lado da captação. Se a taxa cair abaixo da desvalorização cambial, por exemplo, vamos ter fuga de capitais. Nos últimos 3 meses, ganhamos US\$ 500 milhões de reservas porque a taxa de juros estimulou os exportadores a anteciparem fechamentos de câmbio. Sair dólares é fácil, entrar é difícil. O Brasil ainda não se pode dar ao luxo de perder reservas.

Segundo o diretor do BC, "Ministério da Fazenda e Banco Central estão olhando o conjunto", explicando: "Com inflação de 200%, desequilíbrio fiscal, crescimento moderado da economia e em fase de renegociação dos débitos externos, qualquer desculpa na política de juros poderia pôr a perder as reservas do País".

## Déficit

Senna afirmou que "não há nenhuma razão para que as taxas de empréstimos sejam de correção monetária mais de 30% ao ano", acrescentando: "Se o governo se dispuser a abrir mão de receita tributária sobre as operações financeiras, reduzir os juros por hipótese de alguns pontos de percentagem, é perfeitamente possível. Há uma grande margem para a queda dos juros dos empréstimos em benefício do setor privado e do governo. O governo abriria mão de recursos tributários mas a queda dos juros significaria redução do déficit público".

Recusando-se a comentar opiniões de pessoas que têm criticado o nível de juros (como o presidente do Conselho do Bradesco, Amador Aguiar, em entrevista ao Jornal do Brasil de ontem), o diretor do Banco Central considerou que se ocorrer qualquer elevação dos juros no leilão de hoje de ORTN, "será em função do déficit fiscal esperado".

Senna reiterou, ainda, que "não haverá aperto monetário violento". (Embora insistindo na inconveniência de mencionar parâmetros, admitiu que considera "razoável" uma expansão da base monetária entre 150 e 180% este ano.)

O que se entende por política de ajustamento e qual sua importância hoje? Qual o papel da dívida pública nesse processo? É possível manter o ritmo de crescimento da dívida nos últimos meses? Quais os efeitos da política sobre as taxas de juros?

Formulando as perguntas na parte inicial de sua palestra, Senna recordou que em fevereiro, quando a expansão da base atingia 267% em 12 meses, os juros das ORTN oscilavam entre 18 e 19% ao ano, acima da correção, o que se explicava pelo enorme déficit fiscal. E a tendência dos juros, por isso, era ascendente.

Diante desse quadro, o novo governo tinha duas opções: deixava a inflação de lado e ia promover o crescimento econômico (como se isto fosse possível), ou preocupava-se em debelar o processo inflacionário. O caminho escolhido foi este último, embora ainda haja muito a ser feito a esse respeito, dentro do raciocínio de que sociedade alguma consegue prosperar em ambiente altamente inflacionário.

Senna mostrou que combater a inflação exigia atuar tanto sobre o lado fiscal quanto sobre o monetário. Mas como seria difícil equacionar o problema fiscal de imediato — "poucos são os exemplos históricos em que isto ocorreu" —, às diversas áreas do governo foi dado o prazo de três meses para concluir os respectivos levantamentos de gastos e receitas.

O desequilíbrio fiscal, por consequente, permaneceu. Neste caso, se o Banco Central tivesse permitido que o déficit governamental fosse todo ele transformado em emissão monetária, nesta altura a luta contra a inflação estaria irremediablemente perdida, ao menos pelos próximos anos. Daí a necessidade e a premência de vender títulos públicos e de tomar decisões condizentes com esse objetivo.

Senna mostrou, a seguir, as preocupações do BC em realizar leilões formais de títulos, dando oportunidade a todos os participantes; aceitar as taxas de juros formadas em mercado; fixar o critério de preços competitivos; sinalizar a política operacionalmente e não por informações; eliminar o excesso de títulos vendidos, para deixar o mercado mais livre e permitir ao BC ausentarse do dia-a-dia; e acelerar as operações transitórias de compra de dinheiro, em contraposição a vendas permanentes de papéis, economizando recursos para o Tesouro.

Admitindo um déficit de caixa de Cr\$ 90 trilhões, o diretor do BC fez a seguinte simulação: e se Cr\$ 15 trilhões (juros da dívida) fossem rolados e os outros Cr\$ 75 trilhões financiados por emissão de base monetária (Cr\$ 30 trilhões) e colocação de títulos (Cr\$ 45 trilhões)? "O resultado prático dessa combinação seria uma expansão monetária de 200% em 1985 e cerca de Cr\$ 5 trilhões de colocação líquida de títulos por mês, no segundo semestre (supondo que até o final de junho a colocação líquida chegue a Cr\$ 15 trilhões). Como consequência dessa política não haveria ganhos expressivos no campo inflacionário e os juros continuariam fortemente pressionados, provavelmente com tendência crescente. Resolver o dilema procurando concentrar o financiamento numa das duas fontes básicas significaria abandonar por completo o combate à inflação ou aceitar a explosão das taxas de juros. Na prática, portanto, encarando o problema com realismo, vemos que a única solução factível é emitir menos, tanto moeda, como títulos. Ora, isto só é possível se o déficit em si for menor. Só existe solução simultânea para os problemas da inflação e das taxas de juros, e portanto para a recuperação econômica, se os Cr\$ 90 trilhões não se confirmarem, ou seja, o déficit de caixa for bem menor."