

## Opinião

## Esquizofrênica política econômica

Gustavo Loyola



O Banco Central iniciou na semana passada o processo de ajuste da taxa de juro básica, tendo em vista o aquecimento da economia e a piora persistente das expectativas inflacionárias. Apesar da choradeira de praxe, não há reparos a fazer ao BC. Uma política monetária mais restritiva se faz necessária neste momento, com vistas a evitar a aceleração da inflação, cujas consequências poderiam ser muito mais graves para o crescimento futuro da economia.

Porém, em que pese o BC ter agido de acordo com os bons manuais, há certamente uma patologia grave na política econômica atual, em que uma autoridade monetária empenhada no controle da demanda convive com instituições governamentais que trabalham sem descanso e a todo custo para aquecer a economia, por meio de estímulos fiscais e creditícios. Essa esquizofrenia, obviamente, dá munição aos críticos das decisões do BC,

pois essas acabam parecendo fora de contexto, tal é a confusão dos sinais emitidos de Brasília.

Os principais indicadores de atividade econômica surpreenderam no primeiro trimestre do ano, mostrando um crescimento robusto na margem, o que está levando a um reajuste generalizado para cima das previsões de PIB para o corrente ano. O problema é que a persistência do crescimento a essas taxas levará rapidamente a economia a operar acima de seu potencial, o que implica aumento imediato dos riscos inflacionários. Não é por outra razão que as expectativas inflacionárias se deterioraram bastante nas últimas semanas, ainda que se reconheça que parte da aceleração inflacionária recente é resultado de choques isolados de oferta.

Desse modo, uma ação preventiva do Banco Central já tardava, não tendo havido surpresa na decisão adotada na última reunião do Copom. A questão básica se refere ao grau de efetividade da medida, na presença de uma política fiscal e creditícia francamente expansionista que vem sendo perseguida pelo ministério da Fazenda e pelo BNDES.

No que concerne às despesas primárias do governo federal, os dados mais recentes indicam sua crescente expansão, seja pela influência do ciclo eleitoral, seja como efeito retardado das benesses concedidas na área do funcionalismo e da previdência social. Nesse ritmo, nem mesmo a mo-

desta meta de superávit primário será cumprida em 2010, o que deve levar o governo a se utilizar de maquiagens numéricas como a dedução de alguns investimentos do cálculo do resultado primário. Essa tendência não apenas é preocupante a médio e longo prazos, como também demonstra a pressão expansionista que os gastos públicos continuam exercendo sobre a demanda agregada, já agora no contexto de uma política monetária contractionista. Esse cenário é o pior possível sob o prisma da atividade do setor privado, que fica imprensado entre a prodigalidade fiscal e a frugalidade monetária.

Mais deletéria ainda é a atuação dos bancos públicos, principalmente do BNDES, fortemente vitaminada por recursos do Tesouro captados com emissão de dívida pública. Há pelo menos três grandes problemas derivados da política de crédito dos bancos oficiais. O primeiro se relaciona ao seu papel na anulação dos efeitos da política monetária contractionista sobre a oferta agregada de crédito na economia. O segundo diz respeito à perda de transparência e de disciplina na área fiscal, com a recriação da malfadada "conta de movimento". Por fim, sob o ângulo microeconômico, tal política contribui para elevar o custo do crédito livre, agravando a cunha entre o custo pago pelos mutuários privilegiados que acessam o crédito oficial e o enfrentado pelos demais mortais.

No que tange ao primeiro desses efeitos, é sabido que um dos canais mais importantes de atuação da política monetária é pelo crédito. A elevação dos juros pelo BC encarece o uso do capital de terceiros pelas firmas e indivíduos, afetando suas decisões de investimento e de consumo. Esse efeito não se transmite a grande parcela do crédito oficial, cuja remuneração baseia-se na TJLP, taxa administrativamente fixada e que, na prática, guar-

### Incoerências levam ao aumento dos custos da política monetária, o que potencializa as críticas ao BC

da pouca relação com a trajetória da Selic. Ademais, a oferta de crédito pelos bancos oficiais, notadamente pelo BNDES, segue lógica própria em que aparentemente estão ausentes preocupações com a demanda agregada e com as pressões inflacionárias. No caso do BNDES, a comunicação dos dirigentes do banco não deixa dúvidas que o objetivo é o de maximizar os seus desembolsos, com pouca atenção sendo dada aos efeitos macroeconômicos dessa política.

Quanto à questão do repasse de recursos do Tesouro Nacional ao BNDES, trata-se de uma recriação disfarçada da conta movimento, mecanismo que abastecia

as operações de crédito do setor público. Não mais se faz o saque direto na conta do Tesouro no BC, mas se emite títulos públicos, entregues ao BNDES, que acabam monetizados (direta ou indiretamente) pela mesa de mercado aberto do BC. Nessas operações ocorre expansão do endividamento bruto do Tesouro e criação simultânea de um direito contra o banco. Sob a ótica da dívida líquida do setor público tal operação parece inofensiva, porém suas implicações fiscais e monetárias são bem menos benignas.

Por último, a segmentação do mercado de crédito brasileiro — entre operações direcionadas e "livres" — é uma das responsáveis pelo elevado "spread" bancário aqui verificado. A exagerada expansão do crédito direcionado com recursos do Tesouro apenas contribui para o agravamento do problema.

Em resumo, a esquizofrenia da política econômica atual leva ao aumento dos custos da política monetária, o que potencializa as críticas ao Banco Central. Embora esteja do lado certo, o BC acaba alvo dos empresários por causa das incoerências da política econômica do governo Lula. Como disse Milton Friedman, não existe almoço grátis. Os juros baratos do banco saem caro para a economia.

**Gustavo Loyola**, doutor em Economia pela EPGE/FGV, ex-presidente do BC do Brasil, é sócio-diretor da Tendências Consultoria Integrada, em São Paulo.