

Economistas debatem rumos e custos da política monetária

por José Fucs
de São Paulo

Um encontro organizado para discutir os efeitos provocados na economia pela decisão da Constituinte de limitar em 12% ao ano os juros reais cobrados pelo sistema financeiro, que prometia trazer poucas novidades ao debate sobre a questão, acabou-se transformando em palco de divergências sobre os rumos da política monetária desenvolvida pelo Banco Central (BC).

Os protagonistas do encontro, promovido pela Academia Internacional de Direito e Economia e pelo grupo Catho e realizado no Hotel Transamérica, em São Paulo, na sexta-feira, alinharam-se em duas correntes: de um lado, isolado, o ex-presidente do BC, Fernando Milliet, do outro, três pesos-pesados, dois dos quais também já passaram pela administração pública: Ernane Galvêas, ex-ministro da Fazenda e ex-presidente do BC; o economista Alberto Furuguem, ex-diretor da Área Bancária do BC, além do economista Celso Martone, da Universidade de São Paulo (USP).

Em sua pregação solitária, Milliet afirmou que a decisão do BC de relançar, em março passado, as Obrigações do Tesouro Nacional (OTN) com prazos de resgate mais longos que os demais títulos públicos até então negociados no mercado, como as Letras do Banco Central (LBC) e as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), foi "equivocada".

Segundo Milliet, embora tenham prazo de resgate

mais longo que as LBC/LFT, as OTN terminam servindo de lastro para as operações "overnight", pois o BC negocia esses papéis com cláusula de recompra. E, nesse caso, não se justifica, afirmou ele, que o BC tenha de oferecer taxas de juros mais elevadas aos investidores pelas OTN do que as oferecidas pelas LBC/LFT, que têm a mesma utilidade e custam menos ao Tesouro.

"O lançamento das LBC e das LFT foi extremamente criativo, no bom sentido, porque permitiu ao governo o pagamento de um juro real mais baixo", disse o ex-presidente do BC. "O governo congelou a URP (Unidade de Referência de Preços) dos funcionários públicos federais para economizar 2% do Produto Interno Bruto (PIB), mas com uma taxa de juro real dos títulos públicos de 10% ao ano, o governo está pagando esses mesmos 2% só com juros da dívida interna", acrescentou.

POUPANÇA

Em sua palestra, Galvêas argumentou, ao contrário de Milliet, que "uma taxa de juros baixa desestimula a poupança". Para o ex-ministro da Fazenda, a liquidez do sistema financeiro só pode ser contida com a elevação das taxas de juros, uma concepção monetarista clássica.

Sua posição foi endossada por Furuguem. Apesar de as taxas de juro pagas pela OTN terem superado o patamar dos 14% ao ano de juros reais, neste ano, o ex-diretor da Área Bancária do BC disse que a política monetária praticada pela

atual equipe econômica não foi suficiente para financiar o déficit público.

"A falha mortal da política monetária do feijão com arroz foi deixar a liquidez efetivamente frouxa", avaliou Furuguem. "O Banco Central não conseguiu colocar uma quantidade suficiente de papel para financiar o déficit do governo e teria de oferecer taxas mais atraentes para alcançar seu objetivo."

O economista Celso Martone, da USP, reforçou o raciocínio de Galvêas e Furuguem. "Um déficit elevado impõe uma taxa de juro necessariamente elevada", afirmou, depois de lembrar que a taxa de juros no Brasil é determinada pelo setor público, que detém cerca de 60% dos ativos financeiros do País.

Ao explicar sua postura contrária ao relançamento das OTN, Milliet informou que o governo tem cerca de 20% do PIB em LBC/LFT colocadas junto ao mercado, e que lançar 1/20 desse total em um papel de médio prazo como a OTN não alterou em nada o perfil da dívida pública. "A liquidez do sistema financeiro continua absolutamente igual, não houve enxugamento nenhum", avaliou. Para ele, o governo não enfrentaria dificuldades para a colocação de títulos públicos no mercado a uma taxa de juro real mais baixa, porque o setor privado não-financeiro não está realizando novos investimentos de longo prazo, de uma forma geral.

ROLAGEM

O ex-presidente do BC disse que o governo poderia, facilmente, "rolar" a

dívida pública, calculada em CZ\$ 14,5 trilhões em poder do mercado, praticando uma taxa de juro "modestamente positiva", num patamar estimado em até 6% de juros reais ao ano. Ele lembrou que, em 1987, a caderneta de poupança cresceu 3% do PIB e, graças aos depósitos voluntários desses recursos, realizados pelas instituições financeiras junto ao BC e remunerados a uma taxa de juro de 6,3% ao ano, o governo conseguiu "rolar" quase metade da dívida interna, de 5,5% do PIB, a um custo relativamente baixo.

Milliet informou que entre as razões do déficit destaca-se o fato de que o custo de "rolagem" da dívida pública interna e externa aumentou bastante na última década. Ele disse que esse custo representava cerca de 0,5% do PIB no final dos anos 70, ante um custo de 3,6% do PIB hoje.

Somente em juros da dívida externa, de acordo com Milliet, o Brasil desembolsou de 1980 a 1987 nada menos que US\$ 70 bilhões. Desse total, o País pagou, efetivamente, US\$ 20 bilhões e os demais US\$ 50 bilhões de juros foram anexados ao principal da dívida, o que fez a dívida externa passar de US\$ 50 bilhões para US\$ 100 bilhões no período.

Esse resultado é consequência, principalmente, afirmou, da política desenvolvida pelo presidente dos EUA, Ronald Reagan, conhecida como "reagonomics", através da qual aquele país vem praticando uma política monetária "apertada" e uma política fiscal "desajustada".