

## **Dilemas e alternativas na poupança**

José Luis Oreiro e Flavio Basilio \*, Jornal do Brasil

RIO - A rentabilidade da poupança só apareceu na agenda política brasileira em virtude da necessidade do Banco Central em reduzir a taxa Selic, como forma de reação aos efeitos da crise financeira mundial sobre a economia brasileira. Isso porque, nas condições atuais, corre-se o risco de se alcançar situação na qual a política monetária atinja o seu limite máximo de utilização. Mais especificamente, o ciclo de redução da taxa básica de juros estaria alcançando rapidamente o seu término, não pela existência de pressões inflacionárias, mas devido ao fato de que a rentabilidade das cadernetas de poupança imporá um piso à queda da taxa Selic.

Na visão do governo, apoiada entusiasticamente pelo Banco Central, a atual regra de remuneração da caderneta de poupança faz com que uma redução da Selic para um patamar de um dígito ao ano provoque uma migração das aplicações dos fundos de investimento para as cadernetas de poupança, tornando mais difícil o financiamento da dívida pública. Isso porque os fundos de investimento são os grandes compradores de títulos públicos, de maneira que uma fuga de recursos dos mesmos para as cadernetas reduziria a demanda por títulos do governo, podendo obrigar o Tesouro Nacional, in extremis, a monetizar a dívida pública, produzindo assim o retorno de elevadas taxas de inflação.

Os partidos de oposição argumentam que mudar a regra da poupança não é a única solução possível para o atual imbróglio na gestão da política monetária. Várias soluções são possíveis, mas uma alternativa que traria grandes benefícios para a economia brasileira, a médio e longo prazo, seria a extinção das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), que são um título de dívida pública indexado pela taxa de juros usada pelo Banco Central na operação diária da política monetária, ou seja, a Selic.

Nesse aspecto, o Brasil é provavelmente o único país do mundo que emite um título de dívida pública atrelado à taxa de juros prevalecente no mercado de reservas bancárias. A existência de títulos "selicados" faz com que os mesmos se tornem substitutos perfeitos para as reservas bancárias, impondo que, em equilíbrio, a taxa de juros prevalecente no mercado de títulos públicos tenha que ser igual à taxa de juros prevalecente no mercado de reservas bancárias.

Nesse contexto, a extinção das LFTs permitiria que a taxa de juros do mercado interbancário se reduzisse significativamente com respeito à taxa de juros do mercado de títulos públicos. A remuneração da caderneta de poupança continuaria dando um piso para o custo de rolagem da dívida pública, mas a política monetária seria liberada da camisa de força imposta pela remuneração fixa das cadernetas de poupança.

Isso representaria o fim do contágio da política monetária pela dívida pública. Se isso for feito, o Brasil estará em condições de ter uma curva de rendimentos positivamente inclinada, ou seja, uma estrutura a termo de taxa de juros na qual títulos de prazo mais longo paguem uma taxa de juros significativamente maior do que títulos mais curtos, tal como ocorre em quase todos os países do mundo.

Um outro benefício que o fim das LFTs traria para a economia brasileira seria o aumento da eficácia da política monetária, ou seja, o controle da taxa de inflação por intermédio da política monetária poderia ser feito com uma dosagem menor de taxa de juros. Atualmente, a parcela da dívida pública atrelada às LFTs tem efeito riqueza positivo, ou seja, um aumento da taxa de juros básica, ao elevar o valor (ainda que marginalmente) das LFTs, acaba por estimular a demanda de bens de consumo duráveis, reduzindo assim a capacidade da política monetária de manter a demanda agregada sob controle. Em função dessa “anomalia”, a dosagem de juros tem que ser muito maior do que a requerida caso o efeito riqueza fosse negativo.

Neste particular, uma pergunta parece bastante relevante. Se o fim das LFTs traz tantos benefícios, porque o governo brasileiro ainda não as extinguiu? Parte da resposta pode ser explicada pela conjuntura macroeconômica. Em um cenário de elevação da taxa básica de juros, os agentes só estarão dispostos a trocar as LFTs por títulos pré-fixados se o governo oferecer um prêmio de risco ao demandante. Este prêmio será pago por uma taxa de juros mais elevada para os títulos pré-fixados. Da mesma forma, os agentes exigirão prêmios mais elevados se a dinâmica da dívida mostrar deterioração dos indicadores de solvência do governo.

Em termos práticos, no cenário desenhado, o Tesouro Nacional teria que ofertar títulos públicos pré-fixados com elevada taxa de juros. Obviamente, este movimento acarretará em elevado custo fiscal. No entanto, o que estamos verificando no atual momento da economia brasileira é exatamente o oposto. Em primeiro lugar, o cenário é de redução da taxa básica de juros. Além disso, os indicadores de solvência fiscal melhoraram bastante nos últimos anos. Dessa forma, a conjuntura brasileira é altamente favorável a uma operação voluntária de troca das LFTs por títulos pré-fixados, pois o custo fiscal da mesma será relativamente baixo.

Cabe ao governo ter a ousadia de enfrentar o mercado financeiro e fazer o que é necessário para a retomada do crescimento da economia brasileira.

\* economistas

22:25 - 11/05/2009