

A conversão, déficit e inflação

JORNAL DO BRASIL

Edmar L. Bacha

Em palestra a banqueiros esta semana em São Paulo, o presidente do Banco Central anunciou orgulhoso que espera converter entre US\$ 7,5 a US\$ 8,5 bilhões de dívida externa em capital de risco este ano. Isto representa algo entre 2,5 e 3 por cento do PIB brasileiro. Enquanto esta "vitória" do Banco Central é anunciada por seu presidente, em outra frente, o Ministro do Planejamento implanta uma "operação desmonte" no orçamento do governo, enquanto o Ministro da Fazenda enfrenta um corpo-a-corpo com o funcionalismo do Banco do Brasil e da Petrobrás, tentando evitar que o déficit público supere 4 por cento do PIB este ano.

Ou seja, a conversão será equivalente a algo entre 2/3 e 3/4 do déficit público. Em lugar de vangloriar-se com a conversão, o presidente do Banco Central deveria preocupar-se — e muito — com o fato de que ela eleva de 4% para 6,5% a 7% do PIB as necessidades de financiamento do governo, através da emissão de moeda e títulos. Se as conversões da dívida não estivessem sendo realizadas, e se, portanto, com elas o Banco Central não estivesse gastando os seus cruzados, o governo teria que emitir cerca de 40% a menos em moeda e títulos do que está de fato emitindo para financiar seu déficit mais as conversões este ano. Seguramente, as chances de se conter a inflação seriam bem melhores.

Esta esquizofrenia na condução da política econômica do governo é tamanha — com os Ministros da Fazenda e do Planejamento tentando controlar o déficit para reduzir a necessidade de financiamento do governo, enquanto o Banco Central estimula as conversões e portanto aumenta essa necessidade de financiamento — que só pode derivar-se de um imenso equívoco sobre a íntima relação que existe entre a conversão, o déficit e a inflação no país.

Vale a pena ser didático, pois o que o Banco Central está colocando em jogo com as conversões e agora também com o reinício dos reemprestimos (*relending*) é a possibilidade de uma explosão inflacionária de consequências imprevisíveis para o país.

Há quatro formas de conversão. Três delas são as chamadas conversões formais, que se referem à dívida externa que está depositada no Banco Central, seja porque já venceu o prazo do empréstimo original, seja porque, antes do vencimento, o mutuário do empréstimo original depositou-o no banco. A dívida vencida pode ser convertida em investimento, seja através de leilões mensais em Bolsa, seja por decisão administrativa do banco (Carta Circular nº 1125). A dívida vincenda, depositada no banco, pode ser convertida exclusivamente por decisão administrativa de sua diretoria (Circular nº 1303).

Detalhes administrativos à parte, como funciona a conversão formal? O credor original, ou alguém que dele tenha comprado em dólares os títulos da dívida, apresenta esses títulos ao Banco Central, para seu resgate em cruzados. De posse desses cruzados, faz então um investimento de risco — embora essa última parte seja apenas o que reza a lei. Se faz mesmo esse investimento ou não, depende em

parte da fiscalização. E se o investimento é de fato "novo" ou trata-se apenas de uma forma nova de financiamento barato de um investimento "antigo" é algo que mesmo fiscalizando é difícil determinar. E o Banco Central, de onde tira os cruzados? Ou da emissão de dinheiro ou da venda de títulos do governo em sua carteira. Títulos esses que no dia seguinte estarão sendo financiados no *overnight*, portanto com liquidez diária garantida. Ou seja, o Banco Central emite ou moeda comum (cruzados) ou moeda remunerada (LFTs, LBCs, OTNs), para financiar as conversões.

Além das conversões formais, há também as conversões informais. Trata-se de dívida externa vincenda sob responsabilidade do devedor original, ou seja, ainda não depositada no Banco Central. Nos termos das sucessivas renegociações da dívida externa que o Banco Central vem fazendo com os bancos estrangeiros credores, quando essa dívida vence o mutuário tem que depositar o valor equivalente em cruzados no Banco Central. Esses recursos servem então para financiar as operações ativas do banco, como por exemplo comprar títulos do Tesouro, financiando assim o déficit do governo, sem necessidade de aumentar-se o dinheiro em circulação ou o total de títulos em poder do público.

A conversão informal ocorre quando o mutuário do crédito original, ao invés de depositá-lo no Banco Central, quita essa dívida em cruzados, ou com o banco credor, ou com alguém que tenha comprado desse banco, em dólares, os créditos originais. No caso da conversão formal, o Banco Central perde cruzados; no da informal, deixa de ganhar cruzados. Em ambos os casos, abdica de recursos financeiros de longo prazo que tem então que buscar no mercado, onde só os encontra a curto prazo.

É claro que melhor seria que não houvesse déficit do governo a ser financiado. Se fosse esse o caso, como ocorre no Chile, as conversões da dívida em capital de risco poderiam ter um papel, numa política industrial voltada para a retomada do crescimento do país. Infelizmente, nossa situação não é essa. Não vale fingir que o déficit foi embora. Sem esmorecer no seu combate, é fundamental que — enquanto esse déficit existir — ele possa ser financiado da forma menos inflacionária possível, em particular, sem que a ele se adicione as necessidades de financiamento das conversões. Pois estamos à beira da hiperinflação e evitá-la é a tarefa primeira sobre a qual deve debruçar-se toda a equipe econômica, incluindo o Banco Central.

Miremos o exemplo do México. A princípio também tinha um programa de conversão bastante amplo. Mas quando o governo daquele país em novembro do ano passado passou a levar a sério o combate à inflação, não só se comprometeu com a geração de um superávit nas contas públicas, como também suspendeu todo o programa de conversão.

O Banco Central tem que se alinhar na política de combate à inflação. Que suspenda, pois, a conversão formal; não dê início aos reemprestimos; e combatá sem tréguas a conversão informal.