

# E agora, veja o que vai acontecer na economia.

O dólar deve disparar no câmbio negro, as ações vão subir, a dívida externa das empresas aumentará. E espera-se mudança na ORTN com cláusula cambial.

Mais importante que o expurgo puro e simples da correção monetária de julho foi essa nova Resolução (a de número 841) que o Conselho Monetário Nacional aprovou ontem, em mais uma dessas famosas reuniões telefônicas.

Com essa 841 muda, pela quarta vez em menos de seis meses, a relação entre correção monetária e correção cambial. A partir de agora, existe a inflação real e existe também a inflação expurgada. A correção cambial (taxa do dólar) segue a inflação real e a correção monetária segue a inflação expurgada.

Esse expurgo corresponde à exclusão, por ocasião da elaboração dos índices de inflação, do aumento de preços provocados por fatores que poderiam ser considerados "acidentais". O conceito de acidente é arbitrário: pode ser excesso de chuvas, estiagens, inundações e tudo o que o anglo-americano denomina acts of God (atos de Deus) mas, também, a elevação de preços provocada por mãos mortais, como a retirada de subsídios dos combustíveis, do trigo, do açúcar, etc.

Como saiu, afinal, o valor da ORTN de julho (Cr\$ 4.554,05), sabemos também que a correção monetária, equivalente agora à inflação expurgada, acabou sendo de 7,8%, bem abaixo da inflação esperada para este mês, que deverá ficar ao redor dos 12%.

Extra-oficialmente, o que se sabe é que o governo está contando com uma inflação real para este mês, de 11,6%. Se isso se confirmar, o expurgo tanto da inflação como da correção monetária, também neste mês de junho, terá sido da ordem de 3,8%.

## O que é o quê

Antes de prosseguir, é bom deixar claro algumas noções sobre as quais muita gente faz confusão. A correção monetária é sempre a evolução entre os valores de uma e outra ORTN. Por isso, para aferir a correção monetária mensal, é preciso sempre ter duas ORTN. O que o governo acabou de determinar, com a fixação da ORTN de julho, foi a correção monetária de junho — e não a de julho, como alguns tendem a pensar.

A Unidade Padrão de Capital (UPC), que é a moeda do BNH, equivale sempre ao valor da ORTN do primeiro mês do trimestre civil. Como julho é o primeiro mês do terceiro trimestre civil de 1983, o valor da UPC para os próximos três meses também é Cr\$ 4.554,05. Com isso, ficamos sabendo o valor definitivo do reajuste das prestações para os mutuários sujeitos à correção anual: será de 130,42% — o que todos temiam, mas, ainda assim, inferior à correção anual se não houvesse o expurgo.

## Quarta mudança

Como ficou dito, trata-se da quarta mudança na relação entre a correção monetária e a correção cambial. A primeira delas, estabelecida ainda em dezembro, determinou que a correção cambial caminhará 1% ao mês acima da correção monetária que, por sua vez, seria igual à inflação.

Em fevereiro veio a máxi e provocou, automaticamente, um salto de 30% no valor do dólar, deixando correção monetária e inflação para trás. Esta foi a segunda mudança.

A terceira mudança veio alguns dias depois. Foi quando o Conselho Monetário Nacional baixou a chamada Resolução 802, a partir da qual ficou "consagrado" o princípio de equivalência entre correção monetária, correção cambial e inflação.

Agora temos a quarta mudança das regras do jogo: a que ficou decidida nessa reunião telefônica do Conselho Monetário Nacional.

## As razões da mudança

O governo optou, portanto, por desvincular correção monetária e correção cambial. Mas, desta vez, a correção monetária passa a correr abaixo da inflação real.

Ficou clara a intenção de preservar o poder aquisitivo dos exportadores e, conseqüentemente, a opção por manter arrochadas as importações: se a correção cambial, ou seja, se a evolução da taxa do dólar também fosse expurgada, as exportações continuariam perdendo poder de competitividade lá fora e as importações ficariam cada vez mais acessíveis.

Com isso, no entanto, voltamos à situação anterior, quando o dólar "rendia" mais que a correção monetária, o que provocava, então, distorções clamorosas em toda economia, principalmente no sistema financeiro.

O governo está prometendo, desde já, medidas complementares, principalmente na área da ORTN com opção cambial. Ao que parece, quer impor o princípio de que as ORTNs (cujo ativo, com a nova correção monetária, passa a mais de Cr\$ 10 trilhões) passam a render uma espécie de correção cambial também expurgada, especial para esses papéis.

Em princípio, trata-se de um esbulho. É como comprometer-se a entregar cem toneladas de trigo ao longo de dez meses e, no terceiro mês, passar a entregar arroz, querendo fazer crer que se trata do mesmo produto porque ambos são cereais.

## Evitar um desastre

Essa nova mudança das regras do jogo tem, de qualquer maneira, a intenção de evitar um desastre financeiro. Com o expurgo da correção monetária, as ORTNs com opção cambial tenderiam a pagar um rendimento mais fortemente atrativo do que o dos demais títulos de renda fixa, porque passariam a render a variação do dólar, enquanto os outros pagariam apenas a correção monetária expurgada.

Se as ORTNs com opção cambial passassem a ser os títulos mais atraentes do mercado, é evidente que todo o setor financeiro sofreria solavancos em cadeia. A começar pelo open market, que a partir de agora teria que levar em conta o fato de que os ágios das ORTNs deveriam elevar-se. Em outras palavras, seria inevitável uma alta das taxas de juros pagas no overnight.

E, é óbvio que, se o próprio Tesouro estiver pagando uma remuneração amarrada ao dólar, todas as demais instituições financeiras privadas seriam obrigadas a oferecer mais taxas de juros para poderem concorrer com os títulos do governo.

Fica claro que a intenção de dar um novo valor ao dólar apenas para efeito do pagamento da remuneração das ORTNs deixa órfãos as empresas endividadas em moeda estrangeira, que continuarão tendo de pagar correção cambial integral. Aliás, só não saiu esse expurgo da correção cambial dos empréstimos externos porque isso caracterizaria o câmbio duplo, um pecado mortal que o Fundo Monetário Internacional não toleraria.

Inevitável agora uma alta nas taxas de juros dos títulos de renda fixa, porque estes sempre podem oferecer mais taxas de juros para compensar o aplicador pela perda de correção monetária.

Desde já, deve-se esperar, também, uma forte alta do dólar no câmbio negro e, eventualmente, uma alta dos índices das bolsas de valores. A dosagem dessa alta vai depender do que, de fato, o governo decidirá a respeito da remuneração da ORTN com opção cambial e, também, da disposição do mercado em aceitar mudanças tão drásticas das regras desse jogo em pleno meio do jogo.

## A grande vítima

A grande vítima desse tranco passa a ser, outra vez, a caderneta de poupança — como, aliás, vinha acontecendo imediatamente antes da Resolução 802. As cadernetas não podem pagar, como juros, mais do que 6% ao ano. E têm de levar os depositantes a conformarem-se com essa correção monetária expurgada.

Esse corte na remuneração das cadernetas não começa a partir de agora. Ao contrário, é retroativo ao segundo trimestre do ano. Como o expurgo atinge em cheio a correção monetária de junho, é evidente que os rendimentos da caderneta de poupança neste segundo trimestre (de abril a junho, inclusive) também vêm expurgados, em pelo menos 3,8%. Como o rendimento da caderneta equivale à correção monetária do trimestre mais juros de 1,467% sobre o capital já corrigido, o valor do expurgo é mais de duas vezes e meia o valor dos juros. Portanto, o depositante das cadernetas terá, neste segundo trimestre, de enfrentar um prejuízo real, já que o rendimento pago pelas cadernetas é inferior à inflação do período. Em outras palavras, o rendimento da caderneta não será suficiente para cobrir a desvalorização real provocada pela inflação sobre o capital aplicado.

Traduzindo isso em números: a remuneração da caderneta de poupança, neste segundo trimestre, incluindo correção monetária mais juros, será de 28,76% — um recorde, é verdade. Mas é preciso muito cuidado com recordes desse tipo, sobretudo quando a inflação do período também é recorde. Ora, a inflação do período (abril, maio e junho) deverá ficar em torno de 30,0% se a inflação de junho parar nos 11,6%, tal como imagina o governo; ou mais do que isso, se a inflação for além.

Como o expurgo não termina neste mês, mas continua nos próximos, o impacto sobre as cadernetas pode ser mortal: é evidente que o prejuízo que os depositantes vão curtir neste segundo trimestre e, mais do que isso, a perspectiva de prejuízo também no próximo, tende a encorajar a migração de aplicadores para outros segmentos do mercado financeiro, principalmente para o overnight, para os Certificados de Depósito Bancário (CDBs) e para as letras de câmbio.

## E a eficácia?

Falta dizer alguma coisa a respeito dos resultados finais desse expurgo. Como ficou claro no comentário de ontem, esse corte de 3,8% na correção monetária não vai deixar ninguém satisfeito: nem o professor Octávio Gouveia de Bulhões, o missionário dos expurgos radicais; nem o Fundo Monetário Internacional; nem os credores externos; nem os mutuários do Sistema Financeiro da Habitação; e muito menos os aplicadores em cadernetas.

Para quem pregava a desindexação e o expurgo total, essa poda de 3,8% numa inflação que caminha rapidamente para 160 ou 170% ao ano (a esta altura tanto faz um ou outro número) é claramente insuficiente e, conseqüentemente, ineficaz se o objetivo é diminuir drasticamente o combustível da inflação.

É como uma casa infestada por 170 ratos cujo dono chega a conclusão de que precisa eliminar essa praga de vez. Mas não quer uma solução radical, porque espalhar veneno para acabar com toda a ratalhada de uma vez poderia intoxicar também os moradores. Aí a solução criativa é aplicar veneno em dose tal que mate apenas quatro por mês.

Para o pessoal do sistema financeiro, esse expurgo é um pandemônio porque embola todo o meio de campo no jogo dos títulos de renda fixa. E, para o Sistema Financeiro da Habitação, é mais do que um abalo nos seus alicerces. O presidente do BNH vai poder dizer, agora com mais propriedade, que o Sistema Financeiro da Habitação está caminhando rapidamente para a ruína.

Pior que tudo é concluir que a correção monetária pode mudar quatro vezes em seis meses e poderá mudar mais ainda nos próximos seis — sem que nada de substancial mude no governo: continua a mesma falta de confiança nas regras do jogo e acentua-se a falta de credibilidade em quem as define ou finge definir.

Celso Ming