

Não há justificativa para a LBC persistir como indexador

Divida Pública

Haroldo Portella (*)

Têm sido uma constante nos últimos anos as discussões a respeito do financiamento do déficit governamental. O ponto mais polêmico nessas discussões é, na maioria das vezes, a dívida pública. E entre essas, a mais recente é a respeito do uso das Letras do Banco Central (LBC) como forma de endividamento público e o seu uso como indexador na economia.

As LBC surgiram após a implantação do Plano Cruzado I, tendo por objetivo a modificação da forma de endividamento do governo.

As LBC passaram a ser emitidas para financiar déficit do Tesouro e foi a forma encontrada pelo governo para substituir as ORTN, que tiveram o seu preço congelado. Seria impossível ao governo vender papéis de longo prazo como as ORTN com preço fixo. As taxas de juro desses papéis congelados teriam de subir demasiadamente para cobrir os riscos das flutuações de taxas e da inflação futura, que certamente não seria de zero como o apregoadado.

A LBC, que foi o título responsável pela redução temporária do custo da dívida do governo, começou gradativamente a criar problemas à medida que o Plano Cruzado começava a fazer água. Com o início da volta da inflação, o governo, não querendo admiti-la, passou a adotar o rendimento da LBC como o indexador da economia. Posteriormente, quando a inflação já era bastante nítida, o governo foi obrigado a vincular o rendimento da poupança e da OTN ao INPC ou à LBC, o que fosse maior.

Inicialmente, a comparação era entre o INPC e a LBC de 1 a 30 do mês, para posteriormente ser entre o INPC e a LBC do dia 15 do mês ao dia 14 do mês seguinte. Com todas essas mudanças, junto com oito mudanças tributárias para as aplicações financeiras no espaço de um ano, a cabeça dos aplicadores no mercado financeiro ficou tonta e desconfiada. Essas mudanças, principalmente a adoção da LBC como indexador, trouxeram já no início de 1987 uma série de prejuízos e confusões.

A situação mais patente de desacerto foi a correção



das cadernetas no mês de fevereiro, que foi de 20,1%, enquanto a inflação do mês foi de 13,94%. Para os aplicadores foi um ótimo investimento, porém na outra ponta os mutuários do sistema financeiro tiveram de, somente devido a esse erro, pagar um juro real de 4,97% no mês de fevereiro, o que corresponde a um custo anual para o mutuário de inflação mais 78,9% ao ano. Esse grande custo também foi do governo, que acabou pagando pelo carregamento da dívida pública bem mais que a inflação.

A preocupação do Banco Central de procurar fazer com que o rendimento das LBC de 15 de um mês ao dia 14 do mês seguinte faz com que as taxas de juro de curto prazo variem de um dia para outro de forma inexplicável. Basta que haja por parte do BC uma modificação na expectativa

inflacionária para que surja imediatamente uma modificação nos rendimentos da LBC. Essa forma de atuação leva imediatamente a pergunta: será que é possível se fazer política monetária com um instrumento como a LBC, cujo rendimento diário é obrigado a variar com a expectativa inflacionária e não com a liquidez do sistema financeiro?

A LBC como instrumento de política monetária, como vimos, não pode funcionar se usada como indexador da economia. Porém, mesmo que não se use a LBC como indexador, o próprio instrumento possui defeitos implícitos que ainda não foram testados. Tome-se, por exemplo, uma possível situação futura em que o Banco Central, para injetar recursos no sistema financeiro, se disponha a comprar LBC do mercado. Poderá vir a

acontecer o fato de que o Banco Central será obrigado a pagar caro nesta compra, pois o mercado não terá interesse em vender LBC, já que o rendimento destes títulos está vinculado ao overnight, não acarretando um risco ao carregamento de sua posição. Se, no entanto, os papéis de posse do mercado não estivessem vinculados ao overnight, haveria uma preocupação em vendê-los, pois o interesse de compra do BC poderia ser uma sinalização de uma subida nas taxas do overnight, o que poderia em risco a carteira de títulos das empresas que operam no mercado aberto.

Muito se tem comentado a respeito da política do governo, que tem provocado níveis absurdo de taxas de juro reais. Pouco se tem responsabilizado o sistema de indexação pela LBC a esses níveis de taxas.

E importante lembrar que hoje os papéis pós-fixados são vinculados à LBC. Como a LBC é algo mágico e empírico para o poupador, cuja regra "parece" que será a de acompanhar a inflação, é de esperar que o poupador venha a pedir um prêmio de risco. Como o indexador não é algo determinado por um instituto de pesquisa e sim algo saído da ideia de alguns poucos homens do governo, os compradores de papéis tendem a pedir taxas de juro mais elevadas. Se o referencial da atualização fosse INPC, IPCA, IGP ou qualquer outro índice determinável e acompanhável, a tendência seria a de se ter menores níveis de taxa na captação de recursos dos bancos e conseqüentemente dos empréstimos.

Em resumo, os principais malefícios do uso da LBC como indexador são:

— Taxas de correção que podem ser superiores ou inferiores por erro de estimativa do Banco Central.

— Impossibilidade de se fazer política monetária com a LBC.

— Grandes variações do custo do dinheiro a curto prazo por modificações de estimativas de inflação.

— Maiores níveis de taxas de juro reais.

Este conjunto de problemas é mais que suficiente para justificar que o governo mude o atual esquema de indexação pela LBC. O conjunto de erros do passado que desaguará no atual sistema não justifica a persistência no erro. Não há como se trabalhar dentro de um sistema inflacionário com mecanismos criados na suposição de inflação zero.

(*) Diretor-presidente do Pentágono S/A.D.T.V.M.