

Como no tempo da hiperinflação

"Por que, ainda hoje, dez anos depois do fim da híper, o 'regime', ou o 'modus operandi', de política monetária é o mesmo?"

O leitor que me perdoe o texto um tanto mais hermético, mas o assunto é sério – a dívida pública –, daí a necessidade de um enunciado preciso para o problema. Sim, temos um problema no fato de que a política monetária hoje é implementada praticamente do mesmo jeito que no tempo da hiperinflação, quando toda a dívida pública era de um dia, vendida no fim do expediente para ser recomprada na manhã seguinte mais gordinha de um dia de juros da "taxa do over". Era o tempo da "moeda indexada".

Por que, ainda hoje, dez anos depois do fim da híper, o "regime", ou o "modus operandi", de política monetária é o mesmo?

Não se trata aqui do sistema de "metas de inflação", ou dos critérios para fixar a taxa de juros, mas de definir o que é a "taxa básica" de juros, e especialmente como fixar os juros de outros prazos que não os de operações por um dia (o chamado "overnight"). No "regime" que temos hoje, o Banco Central mantém tabelada a "taxa do over" em um número fixado pelo Copom, os atuais 16%. Nessa taxa, para operações de um dia, o BC trabalha com qualquer montante, e praticamente não diferencia quem vem emprestar dinheiro (comprar um título do Tesouro) ou tomar emprestado (vender o título). É um tabelamento, exatamente como se fazia, tempos atrás, com o câmbio: ao preço "oficial", o BC compra ou vende qualquer quantidade.

A taxa de juros para outros prazos, que são muito mais importantes para a economia real, é fixada pelo mercado e pelas ofertas e resgates de títulos do Tesouro. Com enorme e constrangedora freqüência, o Copom mexe a "taxa do over" numa direção e o mercado "cancela" o movimento deslocando, por exemplo, a taxa para 360 dias na direção contrária. Pouca gente percebe que, na formação dos juros de todos os prazos, exceto o do "over", são as percepções do mercado e a rolagem da dívida que governam a determinação dos juros.

Numa certa época o BC quis começar a mudar esse regime e para tanto adotou uma pequena "banda" de juros (para punir levemente o excesso de liquidez no "over") e procurou erradicar a indexação pela "taxa do over" que existia, e ainda existe, nas Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), as quais representam, hoje, cerca de metade da dívida pública interna. Todo economista sabe que a presença da LFT reduz a potência da política monetária, pois fornece a seus detentores um "seguro" contra variações nos juros. É curioso que, por um raciocínio análogo, se tome a dívida com indexação cambial como um problema e se aceite a LFT como parte da paisagem.

O fato é que o processo de erradicação das LFTs acabou interrompido pela crise da Rússia, mas, se fosse para ser retomado, o roteiro seria mais ou menos o seguinte: o Copom fixaria, por exemplo, uma taxa "básica" para, digamos, um ano, na faixa dos 16% atuais, e o BC apenas usaria essa taxa para tomar dinheiro emprestado, podendo (devendo) usar taxas menores para prazos menores. Trata-se de reduzir consideravelmente os juros em prazos menores que um ano para o doador de recursos (não para o tomador), ou seja, suprimir a "garantia" hoje existente de que

o sujeito que recusa um instrumento longo pode sempre "refugiar-se" no "over", no qual será remunerado a 16%.

Nesse regime, a "taxa do over" se tornaria volátil e talvez negativa (em termos reais), e, em conseqüência, as LFTs perderiam parte de sua atratividade e poderiam ser gradual e delicadamente substituídas por títulos mais longos, indexados ao IGPM (estes principalmente) e ao dólar, e pré-fixados. Não pode haver nada apressado ou forçado nesse processo, para o qual seria também imprescindível que a regulamentação e a tributação dos fundos mútuos fossem ajustadas, exatamente na direção apontada pelas recentes modificações no imposto de renda sobre aplicações.

A extinção das LFTs, juntamente com a cultura da "taxa do over", e a melhoria no perfil da dívida pública serão tanto mais fáceis quanto melhor for a situação das contas públicas, pois apenas um devedor com sólida geração de caixa (leia-se superávit primário) pode aspirar a melhores termos para sua dívida.