LAURO VIEIRA DE FARIA*

A polêmica sobre o expurgo do IGP-M

A revisão do art. 38 seria medida inteiramente cabível para que o Governo se preservasse de inevitáveis disputas judiciais.

O ART. 38 da Lei 8.880, de 27.7.94,que criou o real, tem suscita-do intenso debate. O artigo diz o seguinte: "o cálculo dos índices de preços no mês em que se verificar a emissão do real, bem como no mês subseqüente, deverá ter por base o equivalente em URV dos preços em cruzeiros reais e os preços nominais ou convertidos em URV dos meses imediatamente anteriores". Segue-se, portanto, que o efeito prático do artigo é expurgar das inflações de julho e de agosto a inflação residual em cruzeiros dos últimos 10 dias (no caso do IGP-M) do mês de junho. Isto significará o rebaixamento das correções monetárias incidentes em contratos vigentes em agosto e setembro.

De um lado, encontram-se as autoridades governamentais, algumas defendendo a medida com base na injustiça que seria cometida se o Governo concedesse aos credores, em contratos indexados do IGP-M, a correção monetária de valores em cruzeiros, quando os preços já estariam denominados em real e estabilizados. Segundo notícias veiculadas na imprensa, se não fosse o art. 38, o Tesouro Nacional teria de pagar adicionalmente aos detentores de NTN reajustadas pelo IGP-M cerca de US$1,5 bilhão. Como o sistema financeiro já foi bastante beneficiado pela inflação, não caberia levar o benefício ao paroxismo simplesmente porque trocou-se a moeda nacional. Outras autoridades chegam inclusive a negar a existência de expurgo da inflação devido ao citado artigo.

Do outro lado, o mercado financeiro também se encontra dividido. Alguns de seus representantes consideram que não haverá perda para os credores em contratos e títulos indexados ao índice da FGV. Apenas se deixará de ganhar. Outros discordam e pretendem recorrer à Justiça para fazer valer contratos considerados juridicamente perfeitos.

Em ambos os lados, há muita conversa e pouca análise detida. Para fazer isso, é necessário um pouco de matemática financeira e algum conhecimento da metodologia de cálculo dos índices de preços.

Suponha um indivíduo que tenha assinado um contrato de recebimento de valores com cláusula de correção monetária pelo IGP-M no dia n de mês 1 sendo o valor inicial do contrato de X1 cruzeiros reais e o prazo de vencimento no dia n do mês t. Nesse dia, o investidor fará jus ao seguinte crédito:

$$Xnt = X1t.[(1+cm2).(1+cm3)...(1+cmt)].(1+j) \quad (1)$$

onde

Xnt = valor de resgate do título no dia n do mês t
cmt = correção monetária creditada no dia n do mês t
j = taxa de juros acima da correção monetária, envolvendo juros de cupom mais eventual deságio na aquisição.

No vencimento do contrato, para saber a rentabilidade real efetiva antes do imposto (r), o indivíduo teria que fazer a seguinte conta:

$$r+1=\frac{Xnt/Pnt}{X1t/P1t} \quad (2)$$

onde Pnt = vetor de preços no dia n do mês t.

Como o IGP-M é uma média de preços calculada entre os dias 20 de cada mês, isto significa que o índice está "centrado" no dia 5. Assim, para relacionarmos Pnt com o IGP-M do mês t (IGPMt), fazemos o seguinte cálculo:

$$Pnt = IGPMt.(1+\Phi nt) \quad (3)$$

onde Φnt é a taxa de juros *overnight* acumulada entre os dias 5 e n do mês t.

Substituindo (2) em (1) e levando em consideração (3), podemos escrever que:

$$r+1=\frac{[(1+CM2)...(1+CMt)].(1+j)}{\frac{IGPMt}{IGPM1}.(1+\Phi n1)} \quad (4)$$

Mas sendo a correção monetária no mês t igual à inflação do mês anterior, segue-se que podemos reescrever (4) da seguinte forma:

$$r+1=\frac{\frac{IGPM1}{IGPM0}.\frac{IGPM2}{IGPM1}...\frac{IGPMt-1}{IGPMt-2}.(1+j)}{\frac{IGPMt}{IGPMt-1}.\frac{IGPMt-1}{IGPMt-2}...\frac{IGPM2}{IGPM1}.(1+\Phi n1)}$$

ou, simplificando,

$$r+1=\frac{(1+\Pi 1).(1+j)}{(1+\Pi t).\delta} \quad (5)$$

onde Πt = inflação no mês t e δ = fator de ajuste diário

A equação (5) mostra claramente que a rentabilidade efetiva real do contrato depende basicamente das inflações nos meses de aquisição e de vencimento (resgate) do contrato. É por isso que, em situações da inflação crescente (Πt > Π1), as taxas de juros acima da correção monetária são elevadas. Essa é a maneira pela qual os investidores procuram neutralizar as per-

das no valor do contrato decorrentes da expectativa de aceleração da inflação.

O que aconteceria em t se o Governo conseguisse parar abruptamente a inflação em t-1 mas não tivesse instituído algo como o art. 38?

No dia n do mês t, o credor teria creditada a correção monetária representada pela inflação do mês t-1. É fácil verificar pela fórmula (5) que a rentabilidade efetiva real do contrato seria puxada para cima por um fator igual à inflação do mês 1 dividido pela razão de ajuste diária δ.

Façamos algumas contas. Suponhamos que o mês t seja agosto, a inflação em agosto igual a 5,8%, devido ao restante do resíduo de junho, o juro real pactuado de 1,5% ao mês, o mês 1, janeiro, e o contrato tenha se iniciado no dia 5 de janeiro (de modo a fazer δ =1). Então r + 1 = (1,422/1,058).((1,015)exp(7)) ou r = 49,2% em sete meses, muito acima do juro real de 11% (1,5% capitalizado em sete meses).

O art. 38 impede esse ganho extraordinário, pois não reconhece como correção monetária de agosto a inflação efetivamente verificada em julho, e que contém uma parcela da inflação elevada de junho por defasagem de cálculo dos índices de preços, mas sim a inflação do indexador da moeda, que vem a ser a URV.

Acresça-se a isso um segundo detalhe. A partir de 30 de junho, a inflação não vai apenas cair (por efeito de congelamento de salários, câmbio e tarifas públicas) mas a moeda será trocada. Isto implica, como se verá adiante, nova complicação para os credores em IGP-M.

Se houvesse apenas queda da inflação, sem troca de moeda, a rentabilidade efetiva real do contrato exemplificado seria dada pela seguinte fórmula:

$$r+1=\frac{(1+\Pi 1).(1+\Pi 7(urv)).(1+j)}{(1+\Pi 7).(1+\Pi 8)}$$

onde Π7(URV) é a inflação em URV no mês de julho.

Supondo uma inflação residual em julho de 20%, inflação em URV nesse mesmo mês de 1% e os demais parâmetros do exemplo anterior, r seria de 25,6%, uma taxa ainda elevada e superior ao juro real de 11% esperado no momento da compra. Portanto, se não houvesse mudança de moeda, seria quase impossível se falar em expurgo no caso do art. 38.

Porém, a mudança de moeda implica que a partir de 1 de julho os contratos e valores devem passar a ser denominados em real. A fórmula acima não pode, a rigor, ser usada, pois estaria misturando rendimentos em cruzeiros com rendimentos em real, todos deflacionados por índices em cruzeiros. Para que haja coerência no cálculo financeiro, é necessário que os reajustes e deflatores estejam expressos numa mesma moeda. Escolhemos para isso o real e sua antecessora, a URV, já que o cruzeiro será extinto proximamente. O novo cálculo exige a conversão dos valores em cruzeiros para o real no "aniversário" de julho, devendo-se utilizar para tanto a última URV disponível, ou seja, a de 30 de junho. A fórmula seria alterada como se segue:

$$r+1=\frac{\frac{IGPM6}{IGPM0}.\frac{URV(30/06)}{URV(05/01)}.(1+\Pi 7(URV)).(1+j)}{\frac{IGPM8(r)}{IGPM1(URV)}}$$

sendo IGPM(r) e IGPM(URV) índices de preços em real e URV, respectivamente.

A FGV vem apurando continuamente a inflação em URV. Nos sete meses encerrados em maio passado, tal inflação foi de 6,5%. Mantendo-se os números do exemplo anterior, este mesmo percentual para o período janeiro-agosto e supondo-se uma URV de CR$2.700 em 30 de junho, a rentabilidade efetiva real cairia para 8,6%.

Embora tal rentabilidade ainda seja positiva, está fora de dúvida que, a se confirmarem tais previsões de inflação, existiria perda para os credores em um contrato indexado ao IGP-M como o exemplificado acima. O interessante a notar é que tal perda não é decorrência apenas do art. 38 mas também da troca de moeda e da "alquimia" embutida na URV. Esta, por estancar em 30 de junho, ficará necessariamente abaixo da inflação, medida pelo IGP-M. A perda pode ser avaliada em relação a três indicadores. Primeiro, a rentabilidade efetiva é menor que a taxa de juro real de 11% pactuada quando da celebração do contrato. Segundo, aquela taxa é menor que o custo de oportunidade de carregamento do contrato, representado pela taxa real de juros *overnight*. Esta taxa aumentou para cerca de 2,5% ao mês (ou 18,9% em sete meses) desde o anúncio das regras de indexação pela URV e é de se indagar até que ponto tal aumento não tem relação com a expectativa de prejuízos desencadeada pelo art. 38. Finalmente, a rentabilidade efetiva real de 8,6% é menor do que aquela que prevaleceria se houvesse apenas o congelamento de câmbio, salários e tarifas com mudança de moeda (sem art. 38) e que vem a ser 29%. Em suma, a revisão do art. 38 seria medida inteiramente cabível para que o Governo se preservasse de inevitáveis disputas judiciais em que entraria muito provavelmente para perder.

O efeito prático do artigo é expurgar das inflações de julho e de agosto a inflação residual em cruzeiros dos últimos 10 dias do mês de junho.

*Redator-chefe de CE