

A crise na Ásia levou o governo a emitir mais papéis vinculados ao dólar, num esforço para tranquilizar o mercado, defender as reservas e evitar uma desvalorização maior. O esforço deu certo, mas os títulos cambiais passaram a representar, no fim de novembro, R\$ 31,46 bilhões, 15,1% da dívida mobiliária federal, correspondente a R\$ 208,35 bilhões.

Ao emitir papéis desse tipo, o governo mostra ao mercado a disposição de evitar, tanto quanto possível, uma depreciação cambial mais acentuada. Se essa depreciação ocorrer, o Tesouro será o primeiro prejudicado, porque terá de pagar uma remuneração maior por seus títulos. Ao mesmo tempo, esses papéis oferecem ao aplicador o equivalente a um seguro financeiro, cobrável no caso de uma desvalorização importante. Comprar um documento desses é praticamente o mesmo que comprar dólares e aplicá-los a juros. Isso dispensa o Banco Central, num momento de perigo, como aquele vivido no final de outubro e em parte do mês de novembro, de vender maior volume de dólares para conter a especulação. Essa política também represen-

ta, portanto, uma boa proteção de reservas, pelo menos a curto prazo. Mas o importante, na crise, é cuidar da segurança imediata e construir uma ponte para uma situação mais tranqüila.

Em nenhum momento, pelo menos desde o lançamento do real, papéis cambiais tiveram participação tão grande no débito mobiliário. Essa participação havia chegado a 13,1% em fevereiro, a maior proporção registrada pelo BC desde julho de 1994. O número diminuiu gradualmente até 9,1% em agosto, subiu para 9,7% em setembro e saltou para 12,6% em outubro, quando a crise se alastrou no Extremo Oriente e repercutiu nos mercados ocidentais.

Em outubro, a dívida mobiliária federal correspondia a R\$ 210,41 bilhões. Os 12,6% equivaliam, portanto, a R\$ 26,51 bilhões. No mês seguinte, o governo resgatou papéis no valor de R\$ 2,06 bilhões, mas o valor dos títulos cambiais cresceu para R\$ 31,46 bilhões. Houve, portanto, uma emissão de R\$ 4,95 bilhões desses papéis, bem mais que o dobro do valor dos títulos de outro tipo resgatados pelo setor público. A redução ocorreu em três tipos de papéis, os

prefixados e aqueles corrigidos pelo IGP-M ou pela TR. Em termos absolutos, a maior diminuição foi a do estoque de papéis prefixados, de R\$ 54,7 bilhões para R\$ 52,6 bilhões. Houve um aumento de R\$ 800 milhões no total de papéis remunerados pela taxa de curtíssimo prazo.

O recurso ao lançamento de papéis cambiais funciona, mas, precisamente por oferecer um seguro ao mercado, representa para o governo um constrangimento. Se, contra todos os seus propósitos de hoje, a autoridade for levada a uma desvalorização muito maior que a dos padrões atuais, terá de pagar por isso, e tanto mais quanto maior seja a variação cambial.

Daí a importância de, na medida do possível, ir diminuindo a porcentagem desses papéis na dívida mobiliária. Em dezembro de 1995, por exemplo, essa fatia representava somente 5,3% do bolo. Essa redução pode ser feita sem muita dificuldade, à medida que o mercado vá retornando à tranqüilidade.

Outro bom motivo justifica o interesse em reduzir, tão cedo quanto possível, o peso dos papéis cambiais. A curto prazo, podem servir para tranquilizar o mercado, mas acabam representando uma tentação, às vezes muito forte, para quem carrega uma carteira volumosa desses títulos. Quem está nessa

condição pode tornar-se defensor de uma desvalorização cambial maior. Isso ocorreu noutras ocasiões, quando banqueiros se empenharam, muito claramen-

te, a favor de uma grande correção do câmbio. Tratava-se, como era público, de gente que havia acumulado bons volumes desses papéis. Como o governo havia cometido erros importantes na condução da política, a maxidesvalorização acabou sendo inevitável. Numa dessas ocasiões, outros erros acabaram tornando a máxi quase inútil, dela resultando quase só os maus efeitos — inflação maior e dificuldades para quem devia em dólar. Uma boa política de comércio, aliada a um prudente manejo do câmbio, ajudará o governo a se livrar de novas pressões desse tipo.

**Papéis vinculados ao dólar dão segurança ao mercado, mas são um risco a mais para o governo**