

A dívida em dólares não é tão feia quanto parece

Alexandre Schwartsman *

Existe uma preocupação com a recente elevação da dívida mobiliária do governo indexada em dólares no Brasil. Já se traçaram paralelos entre esses títulos e o problema dos Tesobonos no México em 1994, mas acreditamos que essa comparação é indevida.

Os riscos estão ligados ao vencimento de títulos da dívida, e não ao indexador específico. Títulos da dívida de longo prazo impedem que um grande volume de bônus seja convertido em dinheiro e pressione as reservas. Títulos da dívida com vencimento curto tornam maiores os riscos. No Brasil, os títulos da dívida indexados em dólares têm um vencimento médio de 17 meses, comparado com os 7 meses para toda a dívida mobiliária pública.

Acreditamos que títulos da dívida indexados em dólares não sejam um fator capaz de desencadear uma crise cambial: tais crises resultam de políticas macroeconómicas inconsistentes ou da percepção de que o governo não reagiria a um ataque especulativo.

O recente aumento da dívida do governo indexada em dólares no Brasil tornou-se uma questão bastante relevante. O suficiente para aparecer nas páginas do The Wall Street Journal, onde se traçam paralelos com a triste história dos Tesobonos mexicanos. Acreditamos que essa comparação é injustificada.

Acima de tudo, acreditamos que é irrelevante se os títulos do governo são indexados ao dólar, ao real, ao IGP ou ao preço da banana.

É irrelevante porque esse não é um fator capaz de desencadear uma crise cambial (como os Tesobonos não foram o fator a desencadear a crise mexicana). Acreditamos que o problema é outro, a saber, a existência de ativos de curto prazo que podem ser rapidamente transformados em base monetária adicional e convertidos em dólares. Nesse sentido, a questão relevante é a dimensão da dívida de curto prazo em relação às reservas, e não o indexador específico dos títulos da dívida federal.

Pode ser útil verificar os números antes de ir adiante. Em 31 de maio de 1998, o total de títulos governamentais indexados em dólares (inclusive os cupons desses bônus) tinha atingido R\$ 53.865 bilhões (cerca de US\$ 46.839 bilhões).

Crises cambiais resultam de políticas inconsistentes ou da percepção de que o governo não reagiria a um ataque

Aproximadamente 47% dos títulos da dívida são compostos de Notas do Banco Central – Especiais (NBC-E); 45% de Notas do Tesouro Nacional, denominadas em dólares (NTN-D); o restante corresponde aos cupons.

Embora os títulos indexados em dólares (excluindo-se os cupons) tenham permanecido razoavelmente constantes, em cerca de R\$ 17 bilhões durante os nove primeiros meses de 1997 (correspondendo a aproximadamente 9% dos títulos da dívida federal), depois da crise de

outubro eles se elevaram para os níveis atuais (correspondente a 16% da dívida mobiliária federal).

O que queremos demonstrar é que os Tesobonos não eram ruins por serem indexados ao dólar, mas porque eram instrumentos de curto prazo, resgatados no vencimento, para gerar dinheiro e comprar dólares no México. Em 1994, cerca de 50% dos Tesobonos venceriam dentro de três meses; cerca de 35% deles, em seis meses; e o restante, em doze meses. Nesse sentido, em caso de instabilidade a rolagem da dívida poderia causar problemas.

Para abordar essa questão, podemos começar pela premissa oposta, supondo que todo o estoque de títulos da dívida indexados em dólares tenham vencimento de 30 anos. Nesse caso, a não ser a partir da recompra pelo Banco Central, não há nenhuma outra maneira de gerar o dinheiro líquido necessário para comprar dólares para um ataque consumado à moeda.

Para cada vendedor haverá um comprador, e a base monetária permanecerá constante. A simples queda dos preços forçada por uma venda geraria um cupom considerável, elevando os custos da venda a descoberto da moeda.

Suponhamos, por outro lado, uma situação em que os títulos têm vencimento curto. Para tornar essa hipótese ainda mais interessante, suponhamos que o Banco Central esteja comprometido a recomprá-los em qualquer data, independentemente de seu vencimento. Qualquer venda implicaria então geração líquida de dinheiro (aumento da base monetária), que pressionaria a taxa

de câmbio se usada para comprar dólares, independentemente do indexador (sim, mesmo bananas se desincumbiram da tarefa). Ao contrário do caso anterior, no qual uma venda provocaria uma correção dos preços dos títulos (e dos rendimentos), nesse caso a correção ocorre por meio das quantidades, deixando inalterada a taxa de juros, e portanto deixando de criar qualquer limitação à venda a descoberto da moeda.

Deve ficar claro, então, que o problema não está no índice específico usado para manter o poder de compra da dívida mobiliária, e sim no perfil de vencimento dos títulos da dívida e em sua dimensão em relação às reservas internacionais. Nesse sentido os títulos da dívida brasileiros indexados em dólares são do tipo que desperta menos preocupação: o vencimento médio dos títulos é de pouco mais que 17 meses, comparados a cerca de 7 meses do título da dívida médio do Tesouro Nacional.

Cerca de um terço dos títulos da dívida mobiliária indexados em dólares vence em 1998, 32% em 1999, 25% em 2000 e o restante entre 2001 e 2003. Ou seja, o perfil da dívida indexada em dólares é muito positivo, e em nenhum aspecto semelhante ao apresentado pelos Tesobonos à vésperas da crise mexicana.

Finalmente a qualificação prometida acima. O índice específico pode ser importante se de alguma forma afetar as expectativas do mercado quanto à qualidade da indexação. No caso de títulos indexados em dólares, uma proporção excessivamente alta de títulos da dívida federal vinculados ao dólar pode gerar o temor de que, no

caso de uma desvalorização, o governo não seja capaz de quitar a dívida. Nesse caso, a qualidade do "hedge" deteriora-se, podendo tornar-se um problema sério. Mas há R\$ 49 bilhões em bônus indexados em dólares (deduzindo-se o cupom, para tornar as coisas comparáveis), enquanto os títulos da dívida federal totalizam R\$ 291 bilhões. Ou seja, apenas 16,8% da dívida mobiliária

está indexada ao dólar, o que, por enquanto, está longe de ser um nível crítico.

O que defendemos acima não significa que não haja problemas, mas apenas que alguns analistas têm procurado problemas onde não existem. Verifique-se, no entanto, o coeficiente ativos líquidos sobre reservas. Representa entre 2,5 e 3 vezes a dimensão das reservas, e, como mencionamos, os títulos federais têm um vencimento médio de sete meses.

Portanto, a constante rolagem da dívida pode gerar um problema no caso de uma crise externa atingir o País numa época marcada por um grande volume de vencimentos. Note-se, no entanto, que já houve uma melhora significativa dos coeficientes mencionados acima, o que quer dizer que o problema não está tão agudo quanto já foi.

Finalmente, note-se que esse é um indicador da fragilidade potencial de um problema, e não um fator que possa gerar o problema. Não acreditamos que o México tenha sofrido uma crise monetária por apresentar um grande estoque de títulos indexados em dólares. O país sofreu uma crise monetária pelo motivo de praticar políticas monetárias e políticas FX inconsistentes (uma política monetária expansionista vis-à-vis uma taxa de câmbio quase fixa) e acabou promovendo uma desvalorização mal concebida. O efeito dos Tesobonos foi que, devido ao vencimento curto, uma grande quantidade deles foi simplesmente convertida em pesos, que foram então usados para comprar dólares, propagando o ataque, mas, certamente, não o originou.

A questão relevante é a dívida de curto prazo em relação às reservas, e não o indexador específico

Em vista do que afirmamos acima, deve ficar claro que não consideramos o aumento dos títulos indexados em dólar uma ameaça, enquanto o governo mantiver sua proporção em relação à dívida mobiliária total em níveis "razoáveis" e enquanto o vencimento da dívida aumentar com o passar do tempo. Acreditamos que os riscos estão ligados à necessidade da rolagem da dívida sob uma situação de dificuldade, mas não ao indexador específico.

Finalmente, os títulos da dívida indexados em dólares não são a causa da turbulência monetária. As causas estão ou nas incongruências da política macroeconómica ou na percepção de que um governo que está sendo atacado não teria estímulo para defender a moeda. Nesse momento não constatamos a presença de nenhum desses fatores no Brasil.