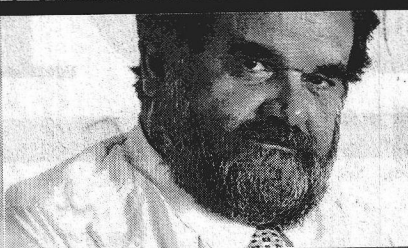


# Brasil

*economia - Brasil*

**CELSO  
PINTO**



## A volta de um velho filme na dívida?

A relutância do Tesouro em vender títulos prefixados desde o dia 9 de maio tem causado algum desconforto. "Nós já não vimos este filme de final infeliz?", pergunta o diretor de um banco de investimentos em Nova York.

Em meados de 98, o Banco Central, então presidido por Gustavo Franco, recusou-se a aceitar o agravamento do cenário externo, que acabou na crise russa. Continuou tentando forçar a venda de títulos prefixados, sem elevar os juros. O mercado se recusou a comprar e o BC teve que capitular: passou a vender só papéis pós-fixados.

O problema com os papéis pós é seu ajuste automático, a cada dia. Ele pode ter prazo de seis meses ou dois anos, mas sua duração, de fato, é diária. Além de jogar todo o risco de uma subida de juros nas costas do governo, tira a eficácia da política monetária.

Subidas de juros ajudam a contrair a liquidez de várias formas. Uma delas é via efeito riqueza: elas geram uma perda, indivíduos e empresas ficam mais pobres e tendem a reduzir o consumo. Se o aumento de juros aumenta a riqueza de quem tem dinheiro aplicado, ele torna-se ineficaz como instrumento de política monetária.

Os paralelos com 98, contudo, não fazem muito sentido. Naquele momento havia um câmbio irreal e o mercado sabia que qualquer crise externa seria respondida por um salto nos juros — como, de fato, aconteceu. Portanto, qualquer sinal de crise externa provocava uma rejeição a papéis prefixados, pelo medo de um forte prejuízo se os juros subissem. Era uma queda-de-braço sem futuro.

Agora, com o câmbio flutuante, não existe a expectativa de um salto nos juros. Se a situação externa se agravar, a primeira reação será uma subida no câmbio (como já aconteceu), que poderá ser seguida por um aumento nos juros se o câmbio pressionar a inflação.

A relutância recente do mercado em relação aos prefixados ocorreu, em parte, porque houve muito otimismo no início do ano, muita gente comprou papéis pré longos e tomou prejuízo quando os juros começaram a subir. O BC e o Tesouro resolveram dar um tempo na venda destes papéis, esperando a poeira assentar e um patamar de juros ficar melhor definido. Se isso ocorrer

ainda em junho, o Tesouro venderá até R\$ 4 bilhões em papéis pré, como anunciou esta semana.

É importante entender que a decisão de parar de vender pré por algum tempo foi ajudada por dois fatores. O Tesouro já tinha vendido o equivalente a umas oito semanas de leilão acima do que precisava (uns R\$ 40 bilhões). Com esta sobra de caixa, que ainda é de umas seis semanas, não precisou, nem precisa vender papéis adicionais por algum tempo, nem rolar inteiramente os papéis que estão vencendo.

### Os paralelos com 98 não fazem muito sentido

A outra razão foi menos notada. A verdade é que os vencimentos da dívida do Tesouro abrem uma janela para o governo não vender papéis pré, mas também não aumentar a proporção dos papéis pós.

Isso é importante porque a política para a dívida pública do BC e do Tesouro, desde o ano passado, tem três prioridades claras: 1) aumentar o prazo da dívida; 2) reduzir a proporção de papéis pós e elevar a dos prês; e 3) reduzir o estoque de papéis cambiais.

O esforço tem sido bem sucedido. O prazo médio da dívida subiu de 5,9 meses, no final de março de 99, para 11,1 meses em maio deste ano. A proporção da dívida pós-fixada caiu de 69% do total, em dezembro de 98, para 54% em abril deste ano. A da dívida prefixada subiu de 3,5% para 13,6% no mesmo período.

A dívida corrigida pelo dólar caiu de 30%, em janeiro de 99, para 21% em abril deste ano. No mês passado, o BC repetiu o que vem fazendo nos últimos meses: vendeu R\$ 889 milhões a menos do que o total de R\$ 3,2 bilhões em papéis cambiais que venceram. Com câmbio flutuante, não faz sentido o governo oferecer mais papéis cambiais.

Não dá, contudo, para dar guinadas nestas três áreas; é preciso alguma paciência. Importante é não voltar atrás. Daí a preocupação que causa a dificuldade na venda de papéis pré.

Em maio, venceram R\$ 17,5 bilhões em papéis pós do Tesouro e só foram colocados R\$ 15,5 bilhões. Venceram R\$ 5 bilhões em papéis pré e só foram colocados R\$ 3 bilhões. Em termos relativos, portanto, não deveria ter piorado a proporção de papéis pré, não fosse a absorção de algumas outras dívidas antidas pós-fixadas. É claro que o Tesouro só conseguiu vender menos do que precisava porque tinha uma sobra de caixa para usar.

Em junho, não vence um centavo de dívida pré. Serão R\$ 14,5 bilhões de papéis pós. Portanto, mesmo que o Tesouro não consiga vender os até R\$ 4 bilhões previstos de papéis pré em junho, poderá rolar inteiramente a dívida que está vencendo sem aumentar a proporção dos papéis pós.

A janela, contudo, é temporária. Em julho, vencem R\$ 9,5 bilhões de papéis pós, mas também R\$ 3 bilhões de papéis pré e R\$ 1,4 bilhão em papéis cambiais. Em agosto, há um pico de vencimentos: R\$ 32 bilhões, sendo R\$ 10 bilhões em pré, R\$ 18 bilhões em pós e R\$ 2 bilhões em cambiais. É óbvio que se a relutância chegar até lá, a margem de manobra do Tesouro será muito menor, mesmo que ainda tenha caixa para gastar.

O Tesouro diz, contudo, que quer apenas dar um tempo para ver em que patamar os juros se acomodam, não obrigar o mercado a engolir um certo juro. O diretor de Política Monetária do BC, Luiz Fernando Figueiredo, endossa inteiramente a postura. O cliente do Tesouro, diz ele, é de longo prazo e tem que ser bem tratado. Não dá para o governo querer levar vantagem sempre e contar com uma rolagem tranquila de sua dívida. A Lei de Gerson, no caso, não funciona.

A outra diferença em relação a 98 é que antes o BC era o único responsável pela política da dívida interna e usava a rolagem do Tesouro, muitas vezes, com objetivos de política monetária. Agora, o Tesouro é o responsável por sua dívida e o BC apenas o executor.

**Celso Pinto é diretor de Redação e escreve às quintas-feiras**  
E-mail: celso.pinto@valor.com.br