

12 JUN 2002

A dívida como ela é

Dívida extoma
VALOR ECONÔMICO



ELIANA
CARDOSO

financiamento.

Se os tempos não fossem de turbulência eleitoral, seria interessante discutir idéias para alongar a maturidade e reduzir o spread da dívida brasileira. Por exemplo, uma troca de receitas da Petrobrás por receitas de uma carteira de investimentos mundiais. A troca reduziria a exposição do orçamento às oscilações do preço de petróleo, eliminando um risco específico da carteira do governo. Se o mercado estivesse colocando um preço neste risco, a troca permitiria reduzir os spreads da dívida brasileira.

Ou ainda, o lançamento de um título do governo com uma cláusula que oferece ao credor o direito (mas não a obrigação) de redimir o título antes do dia de seu vencimento. O devedor assina a cláusula se acredita que os spreads vão cair no futuro: a cláusula lhe permitiria aumentar a maturidade da dívida sem pagar o prêmio pedido pelo mercado para papéis de longo prazo. Estes títulos com opção de resgate compartilham as características de maturidade longa e duração curta com os instrumentos indexados à taxa de juros. Ambos têm a

vantagem sobre os títulos de curto prazo de reduzir a quantidade de títulos a rolar a cada leilão e de reduzir portanto o risco de uma crise de financiamento. Mas os dois instrumentos são muito diferentes nas suas implicações para a política monetária. Os títulos indexados respondem imediatamente às flutuações da taxa de juros aumentando o custo da dívida e os títulos com opção de resgate antecipado não o fazem.

Mas isto não quer dizer que os instrumentos com opção de resgate só têm vantagens. Se a cláusula de resgate coincidir com um momento de crise, a pressão para honrá-la vai contribuir para tornar uma situação ruim, ainda pior. Os gerentes da dívida teriam que ter certeza no seu lançamento que haveria continuidade da política econômica para lançar títulos com uma opção de recompra em dezembro de 2002, por exemplo. E esta crença teria que ser partilhada pelo mercado em dezembro para que o credor não exercesse a opção de resgate no momento da transição política. Como não se sabe quem vai vencer a eleição e promessas vazias não inspiram confiança, tí-

tulos longos com opção de resgate não podem fazer parte do menu da dívida.

Em abril de 2002, as autoridades brasileiras tinham conseguido triplicar a maturidade da dívida pública em relação a dois anos atrás. O preço do alongamento da vida média da dívida brasileira foi sua indexação. Este preço já não parece suficiente para convencer o cre-

A redução dos juros e o alongamento da dívida dependem da performance fiscal; o outro caminho vai direto ao inferno argentino

dor a aceitar dívida longa. Na semana passada, o vencimento mensal médio da dívida mobiliária em 2003 pulou de 12 para 14 bilhões.

No mundo das finanças o que conta é o futuro e o credor não sabe quem serão os gestores da dívida a partir do ano que vem. Como o país não tem as instituições que garantem a estabilidade — como a independência do banco cen-

tral — o credor quer saber o nome dos novos gerentes para decidir se é gente de confiança e treinada no ofício. As acusações equivocadas da oposição ao banco central reduzem a confiança num governo do PT.

Por definição, uma redução significativa da taxa Selic faria a razão dívida/PÍB sustentável e reduziria o encargo fiscal da dívida. Mas não existe mágica que permita a economia pular de um equilíbrio de juros altos para um equilíbrio de juros baixos, a menos que profundas reformas institucionais se concretizem.

Apolo apaixonado persegue Dafne que para escapar dele pede a um deus protetor que a libere de seu corpo. Seu pedido é satisfeito e Dafne vira um loureiro. A realidade brasileira é outra: aqui não existem deuses que transformam gente em árvore e esqueletos em Marta Rocha. Enquanto for assim, a redução dos juros e o alongamento da dívida dependem da performance fiscal. O outro caminho vai direto ao inferno argentino.

Eliana Cardoso, economista, escreve às quartas-feiras. E-mail: elianacardoso@earthlink.net