

Dívida pública em dólar está no maior nível do Real

Papéis cambiais já representam 15,1% do total de títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central em poder do mercado

Marco Antonio Teixeira

Flávia Oliveira

A crise dos mercados asiáticos — que sacudiu o mundo nos dois últimos meses do ano passado — fez a dívida em dólar do Governo federal atingir o mais alto nível desde a implantação do Plano Real. Em novembro (os dados de dezembro ainda não estão disponíveis), o volume de títulos do Tesouro Nacional e do Banco Central corrigidos pela moeda americana alcançou 15,1% da chamada dívida mobiliária federal. Naquele mês, o total de Notas do Tesouro Nacional (NTN-D) e Notas do Banco Central (NBC-E) em poder do mercado financeiro ultrapassou R\$ 31 bilhões numa dívida de pouco mais de R\$ 208 bilhões.

A rápida elevação da dívida cambial do Governo — em setembro, ela representava 9,7% do total — fez acender a luz amarela em algumas instituições financeiras, que consideram 20% o risco máximo recomendável nestes casos. Afinal de contas, o número de novembro é quase três vezes o registrado em dezembro de 1995, quando o dólar reajustava apenas 5,3% dos papéis emitidos.

— O ideal seria que toda a dívida interna de um país estivesse atrelada à moeda nacional. Assim, o Governo não estaria engessado se fosse necessário mexer na política cambial. Uma dívida alta em dólar tira um pouco a liberdade — diz Roberto Berardo, da administradora de recursos IP-Gap.

BC reafirmou convicção na política cambial

O ideal, contudo, está longe. Principalmente num momento de turbulência internacional, que reduziu barbaramente o nível de confiança dos investidores no real. Ainda estão frescos na memória os quase US\$ 9 bilhões que escaparam das reservas internacionais do país em uns poucos

dias de crise mundial. Não bastasse a debandada, o Banco Central ainda foi obrigado a despejar no mercado outros R\$ 5 bilhões em títulos indexados ao câmbio para dar *hedge* (proteção) aos investidores e reafirmar a intenção de não desvalorizar o real.

— Naquele momento, o BC precisava acalmar o mercado. Por isso, a emissão de papéis cambiais foi até natural — opina André Loes, economista do Banco Bozano Simonsen.

E haja calmante. Somente em novembro, foram dez leilões de títulos corrigidos pelo dólar. Fora algumas tentativas fracassadas, porque as instituições financeiras pediam uma remuneração alta que o BC se recusava a aceitar. Acontece que, além da variação cambial, os títulos têm uma parcela de ganho real, expressa numa taxa de juros, naquele momento, superior a 15% ao ano.

A enxurrada de títulos em dólar também teve um efeito favorável ao Governo do ponto de vista financeiro. Tanto o Tesouro quanto o BC estavam com dificuldades de colocar no mercado papéis prefixados. Também neste caso, os juros reivindicados pelos operadores eram altíssimos, já que não havia consenso sobre a tendência das taxas no país.

— Com a convicção de que o ritmo de desvalorização do real não seria alterado, ao emitir títulos em dólar o Governo acabou tornando mais barata a rolagem de sua dívida — salienta Fábio Fukuda Marques, analista da Tendências Consultores Associados.

Isso porque, a estimativa de variação cambial somada aos juros pagos pelos papéis em dólar é bem menor do que a remuneração pedida pelo mercado nos títulos prefixados. Resta, contudo, um risco. Se uma nova onda de instabilidade obrigar o BC a desvalorizar o real, uma parcela significativa da dívida interna do Go-

verno brasileiro vai para as alturas na mesma proporção.

Por essas e outras, o economista Paulo Guedes, diretor do Banco Pactual, diz que o Governo criou um monstro ao defender com tamanho rigor a chamada âncora cambial:

— O endividamento em dólar é até positivo dentro da estratégia de câmbio fixo. Mas se a conjuntura internacional se agravar, o Governo vai acabar apunhalado pela arma que criou — raciocina Guedes, um ferrenho defensor do câmbio livre.

Crise da Ásia se agravou na semana passada

Depois de um fim de ano otimista, em que as bolsas brasileiras terminaram 1997 liderando o *ranking* das aplicações financeiras, na semana passada o clima pesou novamente nas mesas de operações. O agravamento dos problemas econômicos na Ásia fez Indonésia, Coréia do Sul e até China emergirem no noticiário internacional. Os pregões do Rio e de São Paulo sentiram o tranco e devolveram toda a rentabilidade acumulada no mês de dezembro — e mais um pouco. Em apenas cinco pregões, a Bovespa registrou queda de 12,9%.

O nervosismo, entretanto, não chegou a contaminar o mercado de câmbio. As cotações da moeda chegaram a subir na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), mas as negociações à vista permaneceram nos patamares mínimos da minibanda. E os leilões de títulos cambiais são realizados — na última terça, por exemplo, foram ofertados R\$ 500 milhões em NTN-E — dentro do padrão de normalidade.

— É difícil que haja um movimento tão intenso quanto o de outubro e novembro, quando a alavancagem era alta. Hoje o mercado está mais conservador — diz Fábio Marques. ■



PAULO GUEDES, do Pactual: "Se a crise forçar desvalorização do real, Governo será apunhalado pela arma que criou"

AUMENTA EMISSÃO DE PAPÉIS CAMBIAIS*

Mês	NBC-E	Total cambiais	Total geral	Participação
jan/97	—	22,987	179,590	12,8%
fev	980	23,723	181,093	13,1%
mar	2,278	23,383	187,064	12,5%
abr	2,304	20,662	189,560	10,9%
mai	2,346	19,123	193,169	9,9%
jun	2,375	18,130	194,948	9,3%
jul	2,413	18,395	197,793	9,3%
ago	2,379	18,492	203,206	9,1%
set	2,966	20,374	210,048	9,7%
out	7,609	26,512	210,410	12,6%
nov	11,449	31,461	208,353	15,1%

FONTE: Banco Central (papéis em poder do mercado) — *Em bilhões de reais