

# Celso Pinto



## As razões do nervosismo

De hoje até o dia da eleição presidencial, em 4 de outubro, vão vencer R\$ 148,2 bilhões apenas dos títulos federais mais negociados no mercado. A queda-de-braço entre o mercado e o Banco Central por juros maiores e prazos menores, portanto, está apenas começando.

Considerando apenas as BBC, LTN, LBC e alguns tipos de NBC, o estoque, hoje, soma R\$ 197,6 bilhões. Em apenas quatro meses, vencerão 75% desse estoque. Na verdade, com o encurtamento cada vez maior dos prazos dos títulos federais, o acúmulo de vencimentos pré-eleições pode crescer ainda mais.

Desde a crise de outubro, o BC tem convivido com o pior dos mundos: o crescimento acelerado de uma dívida interna cada vez mais cara e com prazos cada vez menores. Em dezembro, o prazo médio destes papéis mais líquidos era de 208 dias. Em março, havia caído para 186 dias e, no início de junho, para apenas 153 dias.

Enquanto isso, o estoque desta dívida cresceu 58% de dezembro ao início de junho. Em dezembro, era de R\$ 125 bilhões, em março de R\$ 140 bilhões e hoje de R\$ 197 bilhões.

Não surpreende que o mercado esteja cada vez mais relutante em aceitar papéis federais prefixados a prazos longos. As incertezas internas e externas aumentaram, ao mesmo tempo em que aumentou o estoque de papéis públicos, vencendo a prazos cada vez mais curtos. Pouco antes da crise de outubro, o BC chegou a vender papel de dois anos.

Ontem, quando o BC decidiu pela primeira vez vender R\$ 13 bilhões de LBC, papéis indexados à variação diária dos juros do mercado (Selic), a demanda foi tão firme que o mercado engoliu o papel praticamente ao par, ou seja, sem prêmio. Para o BC, vender papéis indexados foi um recuo de alguém na defensiva. O mercado, contudo, também está, a seu modo, na defensiva.

A enorme resistência a papéis prefixados se explica pelo receio de um salto nos juros. Esta subida brusca poderia vir de dois lados: como reação defensiva do Brasil a uma nova crise como a de outubro ou por um aumento brusco da inflação.

Pedro Bodin, ex-diretor do BC e hoje na direção do Banco Itaú, acha que os dois temores estão presentes. Antes da crise de outubro, muito banco que havia alongado os prazos de seus empréstimos de repente teve que se financiar não mais a 20% ao ano e sim a 43%. Tiveram um enorme prejuízo e ficaram escaldados.

O que aconteceu desde então foi uma sucessão de passos defensivos. Quem trabalha com financiamento ao consumo, por exemplo, viu um aumento de mais de 50% na inadimplência, encurtou os prazos e ficou mais líquido, ou seja, emprestou menos. Exatamente o contrário do que vinha acontecendo antes da crise de outubro.

O erro, contudo, pode ter acontecido lá atrás, como sugere Bodin. "Uma economia que opera com juros reais de 20% ao ano, como acontecia antes da crise de outubro, não pode operar com juros prefixados e prazo longo", diz. "O fato de o juro estar neste nível significa que a economia não está em equilíbrio".

Em outros termos, o mercado, a seu ver, havia alongado os prazos antes do tempo. Fez isso porque, embora os juros fossem altíssimos, havia a perspectiva de queda. Empréstar com juro prefixado a prazo longo poderia significar ampliar os lucros, se os juros conseguissem cair.

O salto dos juros com a crise foi seguido por uma queda forte, mas a incerteza ficou. Hoje, não há perspectiva de grande queda nos juros à frente e existe o risco de um salto. Além disso, às incertezas econômicas, internas e externas, somam-se as incertezas políticas, que, como diz Bodin, há dois meses ninguém no mercado considerava.

Tudo isso faz com que os bancos rejeitem papéis prefixados ou exijam juros muito altos para aceitá-los. Ao oferecer títulos indexados, que eliminam as incertezas, o BC teria aceito o inevitável, na visão de Bodin. Com um problema: quanto mais títulos indexados, menor a eficácia da política monetária.

Alguns indicadores podem melhorar, diz ele. "Não estamos na fase do desespero e sim na fase da cautela", sugere. O nervosismo, contudo, vai continuar e, com ele, muitas outras quedas-de-braço entre o mercado e o BC.