

Dívida pública BankBoston defende uso de papel pós

Manejo garantido apesar da alta explosiva desde 98

Angela Bittencourt
De São Paulo

A dívida pública brasileira teve um crescimento explosivo nos últimos dois anos, mas o temor de insolvência, que já arrepiou o mercado diversas vezes, deve ser descartado. O financiamento da dívida interna está praticamente garantido. Ao contrário do que ocorre em outras economias emergentes, inclusive na vizinha Argentina, quem banca esta conta é o investidor local. Não é o capital estrangeiro.

José Antônio Pena, economista-chefe do BankBoston, explica que apenas a demanda da indústria de fundos mútuos por lastro para seus ativos já responde por 40% do estoque da dívida total — recursos esses que em sua maioria tem possibilidades muito limitadas de trocar de lastro. Somando a esse estoque de moeda, as aplicações compulsórias em títulos públicos para re-

Levantamento do banco mostra que 88,6% da dívida interna são detidos por instituições, fundos e empresas"

colhimento sobre depósitos à vista e de poupança, além de depósitos judiciais, mais da metade do estoque da dívida mobiliária brasileira teria seu giro assegurado.

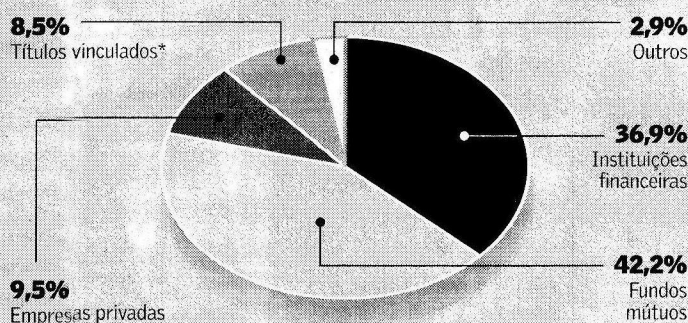
Levantamento realizado pelo BankBoston mostra que 88,6% dos detentores da dívida são instituições financeiras, fundos de investimentos e empresas privadas. Em entrevista ao **Valor**, Pena lembra que o próprio mecanismo de autoregulação ou arbitragem dos mercados tornam pouco prováveis hipóteses mais pessimistas sobre a perspectiva de rolagem da dívida brasileira.

O economista reconhece, porém, que a viabilidade das rolagens não significa dizer que a estrutura de financiamento da dívida pública no Brasil seja adequada. Motivo: a "garantia" de financiamento exige contrapartidas. De um lado, pelo curto prazo dos títulos adquiridos pelos investidores; de outro lado, pelo custo ainda muito elevado, a despeito dos avanços observados nos últimos doze meses tanto quanto à ampliação do prazo de vencimento dos papéis como à redução de seu custo médio.

A dobradinha prazo/custo é

Com quem está a dívida pública mobiliária

Detentores dos títulos do governo



Fonte: BankBoston. *Títulos vinculados a depósitos compulsórios, empréstimos de liquidez e depósitos judiciais.

fundamental para o gerenciamento eficaz da política monetária, e, neste sentido, Pena destaca um dogma nos mercados financeiros internacionais sobre a composição ideal da dívida pública de um país, preceito que considera que a maior parte da dívida — se não toda ela — deve ser lastreada em títulos prefixados e de longo prazo, entre outros fatores, porque as contas públicas ficam mais protegidas de choques temporários ou pontuais de taxas de juros.

"Não há como negar que tais argumentos são muito importantes e justificam a estruturação da dívida a partir desse perfil", comenta Pena. Ele lembra, porém, que existe um custo implícito em alongar a dívida através de títulos prefixados — o prêmio exigido pelo comprador para cobrir o risco de perda provocada por elevações na inflação ou na taxa real de juros. "Esse prêmio será tanto maior quanto for a incerteza sobre o comportamento futuro da inflação e dos juros", explica. Pena insiste que se no Brasil existisse dúvida sobre risco de crédito, o mercado não compraria título algum. O risco, comenta, é de perda de capital.

Pena lembra que o governo brasileiro conseguiu vencer a resistência do mercado, alongando o prazo de sua dívida a partir de meados de 95, mas sofreu revés com as crises asiática e russa e, novamente, após a mudança da política cambial. O receio de que o ajuste do câmbio provocaria impacto na inflação estimulou uma mudança na postura dos investidores quanto à aceitação de títulos prefixados.

Com o crescimento dos riscos de perdas, os prêmios exigidos pelos papéis públicos cresceram. O Tesouro e o Banco Central, por sua vez, preferiram emitir papéis que limitassem ou mesmo eliminassem os riscos de alta de juro, câmbio e inflação, evitando sancionar os prêmios. Resultado: o estoque de papéis prefixados no total da dívida caiu de 58% em se-

tembro de 97 para atuais 13%; o estoque de cambiais passou de 10% para 21% do total; e, de títulos indexados ao juro básico, de 20% para 55%.

Pena acredita que os avanços fiscais alcançados pelo governo nos últimos meses combinados com a trajetória de queda da inflação abrem nova oportunidade para a colocação de títulos prefixados, com prazos maiores, mas ainda assim com prêmios de alongamento ainda altos. Portanto, comenta o economista, a questão que se coloca é se realmente vale a pena estruturar a dívida pública com juro prefixado e prazo mais longo a qualquer preço.

Embora reconhecendo que o alongamento do prazo dos títulos é um objetivo a ser perseguido, o economista-chefe do BankBoston afirma que esse desejável alongamento pode ser obtido através da venda de papéis indexados ao câmbio ou a índices de inflação sem o prêmio exigido

O alongamento pode ser obtido através da venda de papéis indexados ao câmbio ou a índices de inflação."

dos prefixados. Pena lembra que recentemente o governo conseguiu vender títulos cambiais com prazos de até sete anos, mas conseguiu vender títulos indexados a preços, no melhor cenário, com prazo máximo de dois anos.

Apesar da ainda incipiente experiência brasileira com a política de metas de inflação, Pena acredita que o Tesouro pode sinalizar exatamente sua confiança na consolidação desse processo — portanto na capacidade de o BC cumprir as metas estabelecidas — oferecendo lotes maiores de títulos indexados a preços.