

Sinuca Gestão Meirelles terá de reavaliar perfil do endividamento

Impactos da dívida pública desafiam BC

Angela Bittencourt
De São Paulo

O governo Lula garante que não vai reestruturar a dívida pública e o mercado se arrepiou quando o assunto vem à baila, apesar de analistas e investidores internacionais terem empurrado a um segundo plano a preocupação com improvável calote.

No entanto, é cada vez mais óbvia a necessidade de reavaliação do perfil do endividamento público interno do país. E por pelo menos um motivo: o impacto do juro e do dólar sobre a dívida é de tal expressão que traz constrangimentos à execução das políticas monetária e cambial, colocando em risco a eficiência das ações do Banco Central sobre estes dois preços fundamentais da economia que levam a um terceiro — a própria inflação. O rebalanceamento da dívida mobiliária, especialmente quanto focada por indexadores, é um dos grandes desafios impostos ao Tesouro e ao BC neste ano.

A dívida em títulos federais é de R\$ 631,46 bilhões e 81,32% estão comprometidos com juro e câmbio — R\$ 275,57 bilhões em

mercado ou alocados na carteira do BC são remunerados pela taxa básica de juro (Selic) que está no maior nível desde 1999 e R\$ 237,94 bilhões estão indexados ao dólar que subiu mais de 50% no ano passado. A exposição cambial do governo cresceu 33% de janeiro a novembro de 2002.

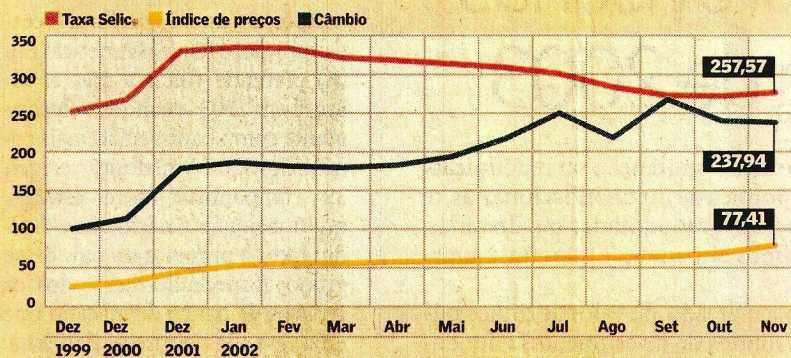
Considerando, ainda, a parcela da dívida atrelada a índice de preço — basicamente a variação do IGP-M que encerrou 2002 em 25,31% — quase 94% da dívida interna dependem de três variáveis que afetam diretamente o ritmo da atividade econômica.

Se a avaliação desse endividamento por indexador é perturbadora tampouco tranqüiliza a constatação de que 45,8% do estoque de títulos federais em mercado serão resgatados nos próximos 12 meses, inclusive, porque o papel que vinha ajudando o governo a esticar o prazo de sua dívida — Notas do Tesouro Nacional da série C (NTN-C) — revelou-se arriscado com o choque provocado pela alta do dólar na variação do IGP-M.

O índice monitorado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), extremamente sensível a pressões

Dívida pública

Composição por indexador em R\$ bilhões



Fonte: Banco Central e Tesouro nacional

Dívida total

Títulos federais em R\$ bilhões



cambiais, passou a corresponder por percentual significativo da remuneração desses títulos e, por tabela, a um custo extraordinário de rolagem de dívida para o Tesouro.

Ao final de dezembro, rompendo uma rotina de muitos meses, o Tesouro não promoveu qualquer leilão de venda de NTN-C. O mercado estranhou porque estes leilões tinham periodicidade mensal e uma regra de colocação que permitia parte da liquidação financeira da operação em dinheiro vivo e parte em dívidas securitizadas da União, também conhecidas como 'moedas podres'.

Em outubro e novembro, porém, o Tesouro chegou a vender lotes expressivos de NTN-C para atender à demanda de fundos de investimentos e tesourarias de alguns bancos interessados em tirar proveito da rota ascendente do IGP-M.

No entanto, o resgate desses títulos começou a ser antecipado por investidores desconfiados de que os índices de inflação podem arrefecer, diminuindo a margem de ganho. O interesse das tesourarias também diminuiu — com o mercado assumindo posição francamente vendedora de NTN-

C — dada a dificuldade de fazer 'hedge' ou proteger as carteiras. E para isso contribuiu o fato de o mercado futuro de contratos lastreados em IGP-M, lançado pela Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) não ter prosperado como se esperava. O futuro de IGP-M não conseguiu avançar além de dois meses no calendário — período muito curto frente ao prazo dos papéis colocados à venda pelo governo.

Mais que a indexação da dívida pública a índice de preços, uma revisão do perfil da dívida pública doméstica passa necessariamente pela exposição cambial do Tesouro e do BC, que desde maio deixou de emitir títulos, cumprindo assim uma exigência da Lei de Responsabilidade Fiscal.

O BC se antecipou em cerca de dois meses o seu enquadramento à regra pré-estabelecida e, de março para abril, voltou a atuar no mercado de derivativos como lançador de swaps cambiais e com o aval do Fundo Monetário Internacional (FMI).

Os swaps — que viabilizam a troca de retorno em dólar por taxas de juros — têm substituído os títulos indexados ao câmbio e que vão vencendo.

Atualmente, a exposição do BC em swaps é da ordem de US\$ 31 bilhões, valor nada desprezível e que, em algum momento, deverá ser colocado na mesa pelo FMI, inclusive, porque de maio para cá a dívida denominada em swaps cresceu mais de seis vezes.

Esta dívida reduz a instabilidade do dólar. No entanto, toda vez que a variação do dólar supera o juro em determinado período, as despesas do BC crescem com ajustes de margens junto à BM&F.

O encurtamento de prazo da dívida federal e sua indexação comprometedoras são, portanto, questões que vão exigir particular atenção da nova equipe econômica — ainda que ela não seja açodada por forte concentração de vencimentos no primeiro trimestre do ano. Mas o trabalho da nova equipe com o andamento das operações no mercado aberto e de câmbio não esgotam aí. Ao contrário, é grande a expectativa o posicionamento das autoridades monetárias do governo Lula com medidas de exceção, adotadas nos últimos oito meses, e que estão sujeitas a revisão a qualquer momento.

Veja detalhes na coluna da página C2