

BC começa a reduzir a dívida indexada ao dólar

Pública

O Banco Central finalmente começou a praticar uma política ativa para reduzir a parcela da dívida pública atrelada ao dólar. É uma medida prudente, que tem espaço para ser intensificada, já que o débito atrelado ao câmbio é altamente volátil em situações de risco. Ao final de dois leilões na semana passada, a rolagem dessa dívida foi de apenas 52,4%, isto é, houve redução do equivalente a US\$ 1,3 bilhão. Desde o dia 26 de maio, quando resolveu tornar mais flexível sua atuação na renovação de títulos cambiais e swaps, o percentual de rolagem foi declinante.

A disparada do dólar a partir de meados do ano passado deixou o Banco Central praticamente refém do mercado. Para tentar evitar o pior, o BC lançou mão com força de títulos cambiais e de swaps, que terminaram por levar a dívida atrelada à moeda americana a 40,6% do total da dívida mobiliária em setembro de 2002. Com as turbulências do período eleitoral, e o dólar sempre em alta, os detentores dos títulos tinham forte poder de decisão sobre a taxa de câmbio comercial, cuja cotação determinava os ganhos privados nos leilões de rolagem. O Banco Central sancionou a demanda por hedge em moeda estrangeira e foi obrigado a encurtar rapidamente os prazos. Dessa maneira, a dívida atrelada a títulos cambiais e swaps tornou-se a mais cara e a de pior qualidade de todas.

Em setembro do ano passado, um dos picos da crise cambial, a dívida total atrelada ao dólar chegou a R\$ 263 bilhões — R\$ 191,3 bilhões correspondentes a títulos e R\$ 71,7 ligados aos swaps. Em maio deste ano, último dado disponível, o total desse tipo de dívida havia declinado para R\$ 202 bilhões — 30,66% do total —, mas a relação entre débitos em títulos cambiais e swaps se inverteu completamente — R\$ 95,3 bilhões e R\$ 107,21 bilhões, respectivamente. Além disso, com os contornos de estabilidade mais fortemente delineados, o prazo de vencimento da dívida atrelada ao câmbio está, progressivamente, se ampliando. Ele passou de 30,8 meses no auge da instabilidade eleitoral, para 39,6 meses em maio.

Por enquanto, ao que tudo indica, o BC está

sendo cauteloso e evitando que a política de rolagens dos títulos atrelados ao dólar possa interferir na formação de preços do câmbio comercial. Na prática, com a forte captação externa a partir de maio, a ação do BC funciona como um contraponto ao ingresso de divisas — boa parte delas ainda de curto prazo — e, em alguma medida, impede uma valorização maior do real. Ou seja ainda não está, como recomendam vários analistas, enxugando a dívida cambial para levar a taxa de câmbio a um ponto que possa garantir rentabilidade confortável aos exportadores.

O fim da instabilidade cambial cria situação favorável para a ação do BC. Em meio à turbulência do ano passado, a própria elevação do dólar obrigava o governo a pagar mais pelos títulos cambiais e, ao mesmo tempo, jogar a taxa de juros para cima, para conter os estragos inflacionários previsíveis. Agora, o jogo quase se inverteu. O BC pode resgatar títulos que estão com variação cambial negativa e os juros estão em baixa. O BC terá de enxugar a liquidez no mercado provocada pela não renovação de swaps ou resgate de cambiais, possivelmente, com a colocação líquida dos demais títulos. Mas o horizonte da curva de juros é declinante (67,2% da dívida é vinculada à taxa Selic) e é possível que o aumento da dívida pública seja marginal e feito em condições melhores de custo e prazo. Não por acaso a dívida em títulos prefixados já subiu um pouco, de 1,9% para 3,27% e os indexados à inflação se mantiveram estáveis em 13% do bolo. Com a estabilização, será possível voltar a colocar em cena, com mais força, os prefixados.

Reduzir a dívida indexada ao câmbio é o primeiro caminho sério para se cortar a correia de transmissão da instabilidade que a taxa de câmbio provoca sobre a solvência da dívida. Em 2002, com os olhos no exemplo da crise mexicana de final de 1994, a elevação da dívida ligada ao câmbio foi vista pelos investidores externos como o sinal preocupante de que o Brasil caminhava para a bancarrota. Se os fundamentos da economia tornarem-se sólidos, o BC deve acelerar essa mudança de composição da dívida pública e, quando for possível, começar a recompor as reservas internacionais.