



# Opinião Econômica

## Solange Srouf

Diretora de macroeconomia para o Brasil  
no UBS Global Wealth Management



## Mercado da dívida está enviando um recado?

Juro alto exigido por investidor reflete problema de confiança, não de liquidez

Os recentes cancelamentos de leilões de títulos públicos reacenderam o debate sobre uma eventual atuação do Tesouro nesse mercado. A recompra de papéis já emitidos costuma ser cogitada quando há falta de liquidez, ou seja, quando é difícil negociar grandes volumes de títulos sem causar movimentos expressivos de preços. A questão é se o juro alto exigido pelos investidores reflete um problema temporário de liquidez ou uma condição estruturalmente menos favorável para financiar a dívida pública.

Essa distinção é essencial. Juros elevados não significam necessariamente que o mercado esteja disfuncional. Eles podem refletir uma maior percepção de risco fiscal, inflacionário ou macroeconômico.

Nesse caso, recomprar papéis não resolveria o problema, porque a causa está na avaliação de risco embutida nos preços.

Além do risco de liquidez, a literatura sobre gestão da dívida distingue outros dois riscos. O primeiro é o de refinanciamento, associado à possibilidade de renovar a dívida em condições adversas. O segundo é o risco de solvência, ligado à capacidade do Estado de honrar suas obrigações.

Os dados atuais não sugerem uma crise de refinanciamento, mas podem indicar seus primeiros sinais à medida que o risco de solvência aumenta. A maioria dos leilões continua ocorrendo normalmente. O que se tornou mais seletivo foi o financiamento de longo prazo. A demanda se concentra

em vencimentos mais curtos, exigindo prêmios significativamente maiores do que os históricos. O resultado é um aumento do custo marginal das emissões e uma dificuldade cada vez maior para alongar o perfil da dívida.

Parte da abertura da curva de juros reflete fatores externos, como a alta das taxas globais. A maior parcela, porém, decorre do forte aumento da dívida pública, impulsionado por déficits nominais elevados.

A dificuldade para emitir títulos longos tem implicações que vão além do custo de financiamento. A experiência brasileira mostra que inflação elevada e deterioração fiscal encurtam os prazos, culminando na predominância de papéis indexados à Selic. Um episódio

marcante ocorreu no fim dos anos 1980, com a disseminação de papéis com correção overnight. Consolidou-se, assim, um regime no qual investidores praticamente abandonaram exposições ao risco de prazo.

Essa indexação é problemática. Um título atrelado à Selic responde tanto à inflação esperada quanto à taxa real de juros, que o regime de metas exige elevar quando a inflação aumenta. Ou seja, o Tesouro passa a assumir uma despesa extra de juros justamente quando a conjuntura se deteriora. Nessa toada, o país se aproxima cada vez mais de um quadro de dominância fiscal: ao subir os juros para conter a inflação, o BC agrava o resultado fiscal, gerando resistência a novos apertos, o que,

por sua vez, enfraquece a credibilidade do regime de metas.

Essa não é uma discussão nova no Brasil. No período do Plano Real, o desafio central era substituir gradualmente a indexação à Selic por uma indexação a preços, além de ampliar a parcela de papéis prefixados para recuperar a potência da política monetária e reduzir o risco fiscal associado aos ciclos de aperto.

Passadas mais de duas décadas, o país segue enfrentando o mesmo problema estrutural, agora agravado por um nível de endividamento mais alto e por uma trajetória fiscal sem âncora crível. Se o mercado de dívida está enviando um recado, certamente não é sobre liquidez, mas sim sobre confiança.



## Tá com crédito

Soluções de crédito com ótimas taxas.\*

Vai investir na sua empresa? Conte com crédito Banrisul.

\*Sujeito a análise de crédito.

Saiba mais:





## Governo vai adiar retirada do subsídio à gasolina, diz ministro Durigan

/ COMBUSTÍVEIS

Os novos ataques dos EUA ao Irã e o possível bloqueio do estreito de Ormuz, por onde passa grande parte do combustível mundial, devem levar o governo federal a adiar o fim do subsídio à gasolina anunciado na semana passada, afirmou nesta quinta-feira o ministro da Fazenda, Dario Durigan.

A deterioração da situação no Oriente Médio levará o governo a adotar cautela, segundo o ministro. Por isso, a retirada do subsídio à gasolina será reavaliada na semana que vem. Segundo integrantes da equipe econômica, o imposto de exportação sobre o petróleo, hoje em 12%, será mantido.

“Ontem (quarta-feira), o petróleo voltou a subir para US\$ 80 e aí temos que adotar com cautela a retirada de subsídio”, afirmou Durigan à Rádio Gaúcha. “Esta semana eu iria anunciar a retirada da gasolina, [mas] vou analisar a retirada na pró-

xima semana, porque o preço da gasolina já está com um impacto diferente [do] que eu estava prevendo.”

Os Estados Unidos atacaram mais de 90 alvos militares no Irã, enterrando o frágil cessar-fogo que havia sido pactuado entre as duas nações. Os americanos acusam o Irã de ter atacado pelo menos três navios comerciais que transitavam pelo estreito na terça-feira. A retomada dos ataques pode levar a novo bloqueio do estreito de Ormuz, por onde passa cerca de um quinto do petróleo mundial, elevando outra vez o preço do barril, que nesta quinta-feira abriu com alta de 2%.

Em março, o governo anunciou um pacote de subvenções ao diesel como resposta à elevação dos preços causada pela Guerra no Irã e à ameaça de uma greve dos caminhoneiros no Brasil. O pacote incluía a eliminação do PIS/Cofins e o subsídio de R\$ 0,32 por litro para produtores e importadores. Um imposto de



Deterioração do cenário externo leva governo a adotar cautela em relação aos combustíveis

exportação sobre o óleo cru deveria bancar as medidas.

Em maio, o Executivo anunciou uma nova subvenção, desta vez de R\$ 0,89 por litro de gasolina nacional ou importada, pagam com recursos da União.

Na quinta-feira, 2 de julho, com o cessar-fogo entre EUA e Irã em vigor, Durigan anunciou que o governo começaria a retirar o subsídio da gasolina. Antes, a gestão federal já havia retirado uma parte do subsídio ao

diesel - o equivalente a R\$ 0,35 por litro. “Ao mesmo tempo que a gente teve prontidão para fazer medidas, temos que ter prontidão para retomar a situação anterior”, afirmou o ministro nesta quinta.

DANI BARCELLOS/ ESPECIAL