

Ainda sobre a proposta de dolarização a longo prazo

Alkimar R. Moura e
Cláudio Vilar Furtado (*)

Em artigo recente neste mesmo jornal (Gazeta Mercantil de 29.08.83), o primeiro desses autores propôs que o Tesouro federal iniciasse a emissão de títulos da dívida pública interna a longo prazo, com cláusula cambial, como uma das maneiras de resolver o problema do financiamento dos gastos públicos. Pelos argumentos ali desenvolvidos, procurou-se mostrar que a solução proposta constituía uma melhor alternativa para aquele problema do que a pura e simples eliminação das ORTN cambiais, defendida pelos adeptos da desdolarização da economia. Correndo o risco de abusar da paciência dos leitores, pretende-se desenvolver com mais clareza alguns dos argumentos em favor da proposta inicial.

Um dos pontos que merece maior consideração é o relacionado à necessidade de um ativo que ofereça proteção contra variações imprevistas na taxa de câmbio. Em uma economia em que grande número de empresas detém passivos denominados em moeda estrangeira, há certamente lugar para um ativo financeiro que desempenhe a função de "hedge" cambial. No entanto, a ORTN cambial oferece ainda a proteção contra variações não previstas na taxa de inflação, o que hoje não pode ser feito plenamente com ativos sujeitos à correção monetária expurgada.

Em um mercado em que predominam expectativas de inflação, é racional que os investidores procurem realizar aplicações de suas poupanças em ativos que as protejam da inflação esperada e propiciem algum rendimento real. Nas economias altamente inflacionárias, torna-se difícil prever a inflação para perio-

decorrente da introdução, em uma economia inflacionária, de um sistema de indexação dos ativos financeiros. A experiência brasileira vem apenas comprovar os efeitos benéficos da correção monetária sobre o mercado financeiro.

Todavia, a mesma experiência indica que o sistema de indexação, modificado uma dezena de vezes, desiludiu os investidores quanto à sua propriedade de oferecer proteção contra a perda do poder de compra de títulos sujeitos à correção monetária. Além disso, nada parece indicar que, no futuro, o mecanismo de indexação não venha a ser modificado novamente, tornando as aplicações em títulos monetários ainda mais expostas a riscos inflacionários.

A opção de resgate dos títulos pela correção cambial permitiu que fosse devolvida aos investidores a proteção perdida com as frequentes mudanças nas regras da correção monetária. Isto se tornou possí-

vel porque, a longo prazo, os ajustamentos na taxa de câmbio não podem ser feitos com total inobservância das forças de mercado, a menos que o governo deseje aprofundar ainda mais a atual crise do balanço de pagamentos. Mesmo assim, mudanças na taxa de câmbio foram feitas com considerável atraso, gerando a necessidade de dois máximos ajustamentos desde 1968. Estes produziram reajustes de 30 e de 25% nos preços de mercado dos ativos indexados com opção cambial em curto espaço de tempo.

Confundindo-se as causas reais dos fenômenos, foi responsabilizada a cláusula de opção cambial dos títulos, e não a condução da política cambial nos anos anteriores, pela assim chamada "especulação desenfreada" nos mercados financeiros. Estes apenas operaram atribuindo preços aos ativos financeiros, que antecipavam todos os eventos relevantes para a formação de preços, inclu-

sive os erros decorrentes da política cambial.

Assim, as ORTN cambiais garantiram aos investidores em títulos públicos uma oportunidade de investimento protegida contra perdas resultantes da inflação esperada e da não antecipada. Ao emitir tais papéis, o Tesouro expandiu a cobertura contra riscos não diversificáveis na economia brasileira, viabilizando, ao mesmo tempo, a captação de recursos para o financiamento não inflacionário do déficit público. Pode-se supor que, na ausência deste instrumento de "hedge", os agentes econômicos teriam procurado outras formas de defesa contra variações não antecipadas na taxa de inflação como, por exemplo, o mercado paralelo de dólares, os ativos reais (ouro, imóveis, objetos de arte, estoques) e mesmo depósitos em moeda estrangeira em bancos no exterior. Desta forma, além de aumentar as oportunidades de investimento financeiro na economia, um ativo in-

dexado pela taxa cambial pode também concorrer para reduzir a evasão de divisas para o exterior. Nada mais sensato, portanto, do que utilizar este ativo para captar recursos destinados ao financiamento dos gastos públicos, em vez de deixar que estes recursos escorreguem para fora do País e contribuam para o financiamento dos gastos militares do governo Reagan. É provável, portanto, que a política de dívida pública centrada na emissão de títulos com cláusula cambial possa até contribuir para estabilizar a taxa nominal de câmbio.

Finalmente, há um argumento que, por ser teórico, não deixa de ser importante em favor dos títulos indexados. Eles poderão ter relevância em um cenário futuro, caracterizado pela recuperação da economia brasileira, pela queda na taxa de inflação e pela restauração do papel do mercado acionário no financiamento dos investimentos privados. Nesta situação,

ações de grande empresas e títulos públicos indexados são considerados como substitutos quase perfeitos entre si. As operações de mercado aberto, conduzidas com ativos indexados, teriam a possibilidade de atuar sobre o custo de capital acionário das empresas, alterando a demanda por investimentos mais diretamente do que se atua sem somente através das taxas de juros nos empréstimos a curto prazo. Portanto, contrariamente ao que afirmam os advogados da desdolarização; os ativos com indexação plena acabam por aumentar um grau de liberdade à condução da política monetária, fazendo com que esta seja mais efetiva para influenciar o nível de demanda agregada na economia.

(*) Alkimar R. Moura é professor da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, e diretor da Banespa Corretora; e Cláudio Vilar Furtado é professor do Departamento de Finanças da FGV (SP).

dos distantes no tempo, o que leva os investidores a reduzir o prazo de suas aplicações para se protegerem das perdas causadas pelos erros de previsão. Se, entretanto, forem oferecidos ao mercado ativos ou carteiras que compensem "a posteriori" a perda de substância decorrente de inflação observada mais uma parcela de rendimento real, os investidores poderão ser induzidos a ampliar o prazo de suas aplicações, procurando ativos de maturação mais longa. Este é o resultado prático