

Reservas cambiais, uma âncora para a dívida interna

Miguel Salomão(*)

Nada melhor para dar estabilidade à moeda de um país do que a existência de ativos externos.



No caso brasileiro, antes de sonhar com "moeda ancorada" é preciso começar ancorando a dívida interna, e isso poderia ser feito simultaneamente com a retomada do crescimento econômico. Se não, veja mos.

Os resultados recentes da balança comercial permitem a liberalização gradativa das importações. O crescimento das importações favorece o controle monetário e a volta do incremento econômico. Contudo, seria prudente reservar boa parte das novas importações para fortalecer o setor exportador. Caso contrário, cairíamos na mesma cilada de dois anos atrás: esgotamento das reservas cambiais e retorno à recessão e à inflação.

É verdade, porém, que o controle monetário — por

causa da recomposição das reservas cambiais — exigirá algo mais que o aumento controlado das importações. Será inevitável a adoção de título financeiro indexado pela taxa de câmbio. Por que não um papel novo, que chamaríamos de "Letra das Reservas Cambiais"?

Seria um título emitido pelo Banco Central e usado para pagar — no todo ou em parte, conforme a conveniência do controle monetário — os dólares repassados diariamente ao Banco Central pelos bancos que operam em câmbio. Estes, por sua vez, entregariam aos exportadores aqueles títulos, substituindo — também no todo ou em parte, a critério do exportador — a moeda nacional prevista nos contratos de câmbio. Tal título, atrativo, seria comprado com ágio pelo mercado financeiro, dando ao exportador incentivo novo, que independia de expansão monetária. A "Letra das Reservas Cambiais" atrairia também recursos oriundos da conversão da dívida externa, enquanto não aplicados em investimento no setor real da economia, além de con-

correr vantajosamente com o mercado paralelo.

Cabe perguntar: as reservas cambiais seriam suficientes para "ancorar" tal volume de letras? Vejamos: a tendência é que as reservas recuperem o nível de US\$ 10 bilhões a US\$ 12 bilhões, necessário a uma tranqüila administração do fluxo de caixa com o exterior.

Não seria sonhar demais. Teríamos uma dívida interna lastreada por ativos externos e rendendo correção cambial plena, mais algo como 75% da Libor. Ao mesmo tempo que as reservas crescessem, ao influxo do aumento de exportações, evitar-se-ia a expansão monetária descontrolada. Além disso, o novo papel seria competitivo, pelo custo de oportunidade de sua obtenção pelo segmento não exportador do mercado, e dotado, portanto, de características ideais para ir ocupando espaços cada vez maiores na execução da política monetária.

Quanto ao atual estoque de títulos públicos (LFT, LTN, LBC), seriam pouco a pouco resgatados e retirados do mercado. Explosão inflacionária? Não pa-

rece provável. Observe-se que a expansão monetária de março para cá tem gerado inelasticidade das taxas de juro em relação à colocação de títulos no mercado aberto, tudo levando a um suposto cenário de pré-explosão de inflação de demanda. Isso, no entanto, não aconteceu. A esperada hiperinflação de abril e maio foi substituída por tendência de estabilização da inflação em torno de 18% ao mês.

Na verdade, a inflação de demanda é contingenciada, de um lado, pela indexação da quase-moeda (ainda que com juros reais baixos) e, de outro lado, pela exaustão do poder de compra dos salários. Aumentos de liquidez no mercado financeiro, em cenário econômico recessivo, não necessariamente implicam geração de emprego e, por via de consequência, incremento da massa de salários ou de seu poder de compra.

Como o cenário provavelmente continuará recessivo por um bom tempo, a substituição de títulos por moeda, aos poucos, poderá, sem grande impacto na demanda, aliviar a pressão

da dívida interna sobre o déficit público, criando condições mais seguras para o controle definitivo da inflação. Os financiadores desse saneamento do déficit financeiro do governo seriam os aplicadores com preferência pela liquidez, os especuladores com moeda, que não teriam alternativa que não fosse a de conformar-se com a remuneração decrescente de seus estoques de quase-moeda.

Introduzindo-se, paripassu, no mercado financeiro, papel corrigido pela variação cambial, com prazos médio e longo e lastreado nas reservas externas, tornar-se-á possível dar início à poupança genuína e estável, necessária à retomada dos investimentos, esvaziando-se a especulação financeira (principalmente a do mercado paralelo de câmbio). Só então teremos o aumento da massa salarial e, depois, do salário real, já com incremento do produto real e com estabilidade de preços.

(*) Professor de Política Econômica Brasileira e técnico nível superior do Banco Central do Brasil, em Curitiba.