

Três sugestões sobre as reservas e a dívida pública

12 JUL 2004



SÉRGIO
WERLANG

As estimativas para o balanço comercial deste ano já suplantam 30 bilhões de dólares. Em um ambiente externo de relativa tranquilidade, é de esperar-se que haja possibilidade de grande redução da vulnerabilidade externa. Isso pode dar-se tanto pela acumulação de reservas, quanto pela redução da dívida interna atrelada ao dólar. O Tesouro Nacional e o Banco Central têm adotado boas medidas nesta direção. O objetivo deste artigo é o de apresentar três sugestões para maior eficiência do processo.

Em primeiro lugar, o Tesouro Nacional no ano passado e início deste ano chegou a comprar 6,7 bilhões de dólares no mercado, para fazer frente aos seus compromissos externos. Esta compra foi feita gradualmente e contribuiu em muito para uma significativa recomposição das reservas internacionais do país. Mas, em início de janeiro foi anunciado que o Tesouro não mais adquiriria (ou não iria mais adquirir) dólares diretamente do mercado (a rigor o Tesouro ainda tem margem para comprar, mas valores bem inferiores às aquisições realizadas em 2003). A partir de então, o Banco Central passou a centra-

lizar estas operações. O argumento básico é o da transparência: fica muito mais claro para a sociedade quando o BC atua.

Em princípio, parece que esta é uma vantagem indiscutível, e que deveria por si só justificar a mudança. Contudo, há outra razão pela qual o Tesouro deve fazer estas compras. No Brasil, historicamente, a administração da política cambial ficou a cargo do Banco Central. Ao mesmo tempo, há necessidade de aquisição de dólares por conta dos desembolsos que o Tesouro tem a fazer. Assim, imagine que o Banco Central entre comprando dólares à vista. Que interpretação o mercado dará para esta atitude?

Ora, como o Banco Central cuida da política cambial, depreende-se imediatamente que o nível no qual ele atuou é um "piso" para a taxa de câmbio. Mas suponha que a aquisição tenha sido feita apenas pela vontade de aumentar as reservas para honrar compromissos futuros e não para controlar a taxa cambial. Então o mercado teria entendido de maneira errada a atuação, alterando de maneira indesejável a formação do preço do dólar. É claro, assim que acabar a necessidade de compra de dólares, o preço vai voltar ao que deveria. Mas terá sido introduzida uma volatilidade completamente desnecessária. Por outro lado, quando o Tesouro atua, como ele nunca foi o responsável pela execução da política cambial, o mercado entende apenas o sinal correto: há uma pressão compra-

dora a mais por necessidade de pagamentos externos.

Sem dúvida que tal ação terá efeito no mercado cambial, mas não da mesma maneira que a atuação do Banco Central teria. Em outras palavras, quando o Banco Central adquire dólares ele envia um duplo sinal, que leva a uma volatilidade alta. Por outro lado, quando o Tesouro faz isso, entende-se a mensagem correta, evitando a alta volatilidade. Tanto isto é um problema, que o Banco Central somente atuou no mercado em janeiro, e depois não mais o fez. Há duas maneiras de corrigir isto. Primeira, o Tesouro volta a poder adquirir moeda estrangeira diretamente do mercado. Segunda, (que pode ser concomitante à primeira) o Banco Central anuncia um cronograma de recompra de reservas todos os dias, por um período bem longo, por exemplo, 50 milhões por dia.

Em segundo lugar, o Banco Central está fazendo uma redução (muito bem sucedida) da exposição cambial da dívida interna. Um efeito colateral indesejável desta medida é a diminuição muito acentuada da taxa de juros em dólares vigente no mercado interno. Com efeito, como está diminuindo o volume de ativos cambiais no Brasil, o valor destes aumenta, e portanto a taxa de juros que estes pagam fica menor. Se não houvesse nenhuma distorção nos mercados cambiais, a taxa de juros interna em dólares deveria ficar exatamente no mesmo nível da externa. Mas há diversas ineficiências que impedem esta

arbitragem perfeita. Como consequência, a taxa de juros em dólares chegou a ficar negativa. O problema é que este efeito desestimula a rolagem externa de dívidas cambiais que vencem.

De fato, mesmo para um exportador, que capta a taxas muito baixas no exterior, está mais barato tomar os recursos no mercado interno. Por sua vez, a rolagem pequena das dívidas externas pressiona o valor do dólar. Para corrigir isto, há várias medidas que podem ser tomadas. Uma das distorções no mercado cambial brasileiro é a obrigatoriedade

Redução da vulnerabilidade externa pode dar-se tanto pela acumulação de reservas, quanto pela redução da dívida interna atrelada ao dólar

das instituições financeiras depositarem os seus recursos em dólares no Banco Central sem remuneração (exceto para valores pequenos). Primeiro, o Banco Central pode autorizar que a posição comprada das instituições financeiras seja aplicada no exterior. Uma variante disto seria permitir que a posição comprada pudesse ser utilizada para comprar títulos emitidos pelo governo brasileiro. Segundo, outra medida poderia ser a venda de swaps cambiais curtos e a compra de dólares à vista no mesmo

montante simultaneamente.

A terceira e última sugestão refere-se ao gerenciamento da enorme liquidez de curto prazo hoje existente no mercado. Atualmente, uma parcela de 90 bilhões de reais da dívida do governo está sendo rolada no curto prazo, através de operações compromissadas. Isto é, se o Banco Central não tomasse esses recursos do mercado haveria um aumento da base monetária equivalente a esse montante. Isto pode ser resolvido de duas formas. Ou o Tesouro passa a oferecer títulos mais curtos, de 6 meses (o que está fazendo mais recentemente, mas ainda em volumes pequenos), ou o Banco Central passa a oferecer operações compromissadas de prazo mais longo, por exemplo, 6 meses.

Em comparação com a compra de títulos, a operação compromissada tem hoje a desvantagem de não poder ser negociada no mercado secundário, e de ter tratamento contábil e fiscal distinto. Por isso, para que haja completa isonomia entre ambas as operações (o que tornaria idêntica a demanda pelas duas), seria importante que fossem efetuadas as alterações pertinentes nas regulamentações. Com isso, a gestão de curto prazo da dívida pública ficaria muito mais eficiente, e poderia até mesmo ser "delegada" ao Banco Central.

Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, diretor-executivo do Banco Itaú e professor da Escola de Pós-graduação em Economia da FGV, escreve mensalmente às segundas-feiras.