

OESP, 22.02.07

Aplicar as reservas no País (1)

Celso Ming

Existem razões fortes que recomendam o uso de pelo menos parte das reservas externas no investimento em infraestrutura. Este é um assunto complexo a ser analisado aqui em colunas sucessivas.

Em 26 de janeiro, o ex-secretário do Tesouro dos Estados Unidos Larry Summers estranhava em entrevista ao jornal Estado a obsessão do Banco Central em amontoar dólares. “Melhor faria o Brasil se aplicasse o excesso de reservas no próprio país.”

Em 1992, o ex-ministro Delfim Netto recomendou ao presidente Itamar Franco o uso das reservas na construção de rodovias. Na ocasião, isso parecia mais provocação do que proposta porque as reservas eram baixas e tinham a função de reserva propriamente dita. Ou seja, eram um seguro contra crises. Não teria cabimento aplicá-las no que quer que fosse se deixassem a descoberto sua principal função.

Mas as coisas mudaram. As reservas na maioria dos países emergentes (inclusive no Brasil) já não têm a função de fabricar colchões contra crises de pagamento. Na China, por exemplo, onde já ultrapassam a marca de US\$ 1 trilhão, são feitas para dar seguimento à atual política mercantilista. No Brasil, sua função agora é evitar nova valorização do real ou, na meia-verdade do Banco Central, evitar a excessiva volatilidade do câmbio interno. Isto posto, já não é tão imprescindível que permaneçam à mão, prontas para apagar incêndios.

Reservas externas aos níveis a que chegaram não deixam de ser uma aberração. Como são preponderantemente aplicadas em títulos do Tesouro dos Estados Unidos, as reservas tornaram-se um meio pelo qual um país pobre empresta dinheiro para um país rico. Ficaram para trás os tempos em que os Estados Unidos eram poderosos credores do Brasil. Hoje, sem contrapartida em mais poder, o Brasil é credor líquido dos Estados Unidos. Mais ainda, tem por esses empréstimos, como lembrou Larry Summers, um baixo retorno financeiro, equivalente ao que pagam os títulos do Tesouro americano, entre 4,5% e 5,0% ao ano.

Ditas as coisas de forma mais direta, por que em vez de financiar o consumo dos americanos em troca de migalhas que acabam sumindo nas contas públicas, as reservas brasileiras não são empregadas para garantir investimento e, portanto, crescimento econômico, produção de riquezas e emprego, enfim, em coisas que não viram fumaça?

Além disso, a formação de reservas custa caro. A cada compra de dólares, o Banco Central tem de emitir títulos públicos para retirar do mercado (esterilizar) os reais injetados nessa compra, para os quais paga os juros básicos, hoje de 13% ao ano. Enquanto isso, os títulos americanos nos quais foram reaplicadas as reservas, rendem, como ficou dito, entre 4,5% e 5,0%. A diferença, hoje em torno de US\$ 5 bilhões por ano, é um preço alto pago pelo Banco Central. Seria o mesmo que pegar dinheiro emprestado no banco para aplicar em caderneta de poupança, como já lembrou a esta coluna o professor José Alexandre Scheinkman. Se o custo é tão alto, por que o Banco Central não se livra desse excesso de reservas e o aplica melhor?

Sexta-feira, 23 de fevereiro de 2007

Aplicar as reservas no País (2)

Celso Ming

A coluna de ontem iniciou a análise da proposta de uso das reservas externas no investimento em infra-estrutura no País ou lá fora.

As reservas brasileiras estão chegando aos US\$ 100 bilhões (quarta-feira já estavam em US\$ 97,7 bilhões) e equivalem a mais de um ano de importações. Por que manter tanto dinheiro parado no Banco Central se o que o País mais precisa é investimento em infra-estrutura, um dos grandes gargalos do crescimento econômico? Não é emprestando a juros baixos para os Estados Unidos que o País vai sair do buraco.

Além de tudo, a aplicação de reservas externas em ativos em dólares corre risco de desvalorização. Todos sabemos que a economia americana está desequilibrada. Há dois megadéficits engolfando seu sistema produtivo: o das contas externas (da ordem de US\$ 763,6 bilhões por ano) e o do orçamento (que no ano passado foi de US\$ 248,2 bilhões). Uma das formas esperadas de ajuste é a desvalorização da moeda americana em relação às demais. Uma desvalorização do dólar de 30% transformaria em fumaça perto de 65% do superávit comercial do Brasil formado ao longo de um ano e incorporado às reservas. Enfim, até por medida de segurança, principal função das reservas, seria bom diversificar a aplicação desses recursos.

É verdade que países emergentes, como China, Cingapura e até um país rico, a Noruega, têm aplicado reservas em investimentos no exterior, que, em última análise, se tornam alavanca do seu crescimento. A China do presidente Hu Jintao está comprando poços de petróleo em Angola, vai jogar US\$ 7 bilhões na malha ferroviária da Nigéria, US\$ 3 bilhões na rede elétrica da Indonésia e se prontificou a incorporar mineradoras ao redor do mundo,

para assegurar matéria-prima para seu desenvolvimento futuro. A Venezuela tem comprado títulos do Tesouro argentino, que financiam desenvolvimento.

O problema aí é de segurança. Mais dia menos dia, esses governos poderiam encampar os ativos estrangeiros, como fizeram Evo Morales na Bolívia e Hugo Chávez na Venezuela. Assim, o investimento em infra-estrutura no exterior correria riscos.

Não se pode dizer que o Brasil não tenha aplicado suas reservas em algo que não sejam ativos de países ricos. O Banco Central e o Tesouro vêm recomprando dívida externa, o que não deixa de ser uma forma saudável de aplicação de reservas. Por que não aprofundar esse processo?

Uma das dificuldades é separar a reserva que desempenha o papel de seguro contra crise do excesso de reserva. Em princípio, a partir do momento em que o País adotou o câmbio flutuante, o ajuste sempre se faria pelo preço da moeda estrangeira e não mais pela pilha de ativos de alta liquidez. Mas entre as novas funções das reservas brasileiras está a de apressar o reconhecimento pelas agências de classificação de risco de que a dívida nacional adquiriu grau de investimento (alto nível de segurança).

Tudo se passa no Banco Central como se o nível das reservas brasileiras ainda estivesse longe do ideal. Por isso ainda não há o tal “excesso de reservas” a ser aplicado em projetos de infra-estrutura.

Sábado, 24 de fevereiro de 2007

Aplicar as reservas no País (3)

Celso Ming

Em janeiro, as reservas externas cresceram US\$ 5,2 bilhões, um recorde. Só nos primeiros 15 dias úteis de fevereiro (até dia 22) engordaram mais US\$ 7,1 bilhões. Se o Banco Central seguir comprando quase meio bilhão de dólares por dia útil, na semana que vem as reservas terão ultrapassado a magnitude-ícone dos US\$ 100 bilhões.

Desde quinta-feira esta coluna examina até que ponto convém deixar tantos recursos mofando no Banco Central. Mais dia menos dia, a sociedade brasileira pode entender que as reservas tenham chegado a bom tamanho e que uma sobra, digamos, de US\$ 20 bilhões poderia ser investida em projetos que gerassem crescimento econômico e emprego.

As dificuldades para tornar possíveis investimentos assim são quase intransponíveis. A mais notória é de natureza cambial. Se fosse para despejar dólares das reservas em infra-estrutura no próprio país, essas aplicações teriam de ser feitas em reais e não em dólares. Para construir uma rodovia ou

um porto no País, a empreiteira teria de pagar engenharia, mão-de-obra, materiais e tudo o mais em moeda nacional. Isso significa que teria de haver nova operação de câmbio, para trocar os dólares em poder do Banco Central por reais. O resultado da operação seria nova valorização do real, exatamente o que se quis evitar quando o Banco Central começou a juntar reservas. “Seria o dólar a R\$ 0,90, como no segundo semestre de 1994” - alerta o ex-diretor do Banco Central e consultor em Assuntos Cambiais Emílio Garófalo.

Essa questão inviabiliza a sugestão do advogado Benno Suchodolski à coluna Sonia Racy, deste jornal (no dia 16), de que parte das reservas seja aplicada em fundos estrangeiros que financiassem obras de infra-estrutura no Brasil. Se esses recursos voltassem, a bicicleta seria devolvida ao Banco Central. Não há engenharia financeira que contorne o problema.

Para superar essa dificuldade, teriam de ser autorizados pagamentos e depósitos em moeda estrangeira no País, o que implicaria depender de juros definidos por bancos centrais estrangeiros. Ou seja, seria exigida abdicação, ao menos parcial, de soberania sobre a política monetária.

Outra saída seria importar equipamentos, plataformas de petróleo, navios, turbinas elétricas, gruas e tudo quanto fosse capaz de empuxar crescimento econômico. Nesse caso, teoricamente não haveria necessidade de trocar dólares por reais nem de aplicar reservas. Bastaria incentivar as importações e, se fossem significativas, o reequilíbrio da balança comercial seria mais facilmente atingido e o objetivo desejado, obtido do mesmo jeito.

Existem até razões técnicas para que as importações sejam incentivadas. Há dois anos, o governo Lula concordou em cobrar delas o PIS-Cofins, pressupondo que as tarifas alfandegárias seriam baixadas. Assim, as importações encareceram e, no entanto, não houve redução de tarifas.

Mas essas importações assim incentivadas, embora trouxessem benefícios na medida em que fossem de bens de investimento e não de quinquilharias, proporcionariam crescimento e criação de empregos lá fora e não aqui. (Amanhã tem mais.)

O Estado de São Paulo, 25/02/2007

Aplicar as reservas no País (final)

Celso Ming

Provavelmente ainda nesta semana, as reservas externas ultrapassarão a marca notável dos US\$ 100 bilhões. É boa oportunidade para examinar se não seria melhor aplicar parte dessa dinheirama, que rende tão pouco, em projetos de

infra-estrutura que garantissem crescimento e empregos.

Na coluna de ontem foi mostrado que investimentos em moeda estrangeira em obras no País exigiriam novas operações de câmbio que convertessem os recursos em moeda nacional. E o Banco Central estaria condenado ao suplício de Sísifo: para evitar o mergulho do dólar teria de reforçar as compras e seguir formando reservas.

Hoje será analisada outra séria dificuldade: a de que o Banco Central não pode assumir funções de banco de fomento.

Esta não é apenas uma exigência constitucional. É, sobretudo, técnica. No momento em que o Banco Central passasse a decidir e administrar projetos de desenvolvimento, sua principal função, a de ser o guardião da moeda, estaria sendo sabotada por iniciativas cuja função seria injetar dinheiro vivo na economia.

O ex-diretor do Banco Central e hoje consultor de Assuntos Cambiais Emílio Garófalo lembra que as reservas externas são recursos não-orçamentários. Para que pudessem ser usados em investimentos públicos, teriam de ser compatibilizados com a Lei de Responsabilidade Fiscal.

Instalar um dolaroduto entre Banco Central e Tesouro ou qualquer outra instituição que se encarregasse dos investimentos equivaleria a reabrir a velha conta movimento que o Banco Central e o Banco do Brasil mantiveram até final dos anos 80 e que tanta promiscuidade monetária e tanta inflação produziu no País.

Ou, como prefere perguntar o ex-diretor do Banco Central Alexandre Schwartzman, hoje economista-chefe do Banco ABN Amro para a América Latina: se o Banco Central aplicasse esses recursos em investimentos, que critérios usaria para favorecer um Estado em detrimento de outro? Como evitar que o Banco Central se misturasse com política e politicagem? O que aconteceria se o investimento fracassasse ou fosse contaminado pela corrupção, endêmica no Brasil?

No dia em que o Banco Central se envolvesse nisso, desandariam a política de juros e a credibilidade da autoridade monetária. “Se o Banco Central concluísse que há excesso de reservas, o melhor a fazer seria parar de formar reservas”, completa.

Também não resolveria encarregar da aplicação das reservas outras instituições por definição mais equipadas para isso, como o BNDES, o Banco do Brasil ou mesmo o Tesouro. Se essas instituições assumissem a função de comprar os dólares no câmbio interno, seria preciso antes perguntar de onde tirariam recursos para comprá-los.

E, além de deixar sem solução a questão de como transformar recursos não-orçamentários em recursos orçamentários, sobraria o problema ontem examinado: como transformar dólares em reais sem provocar nova valorização do real, o que desde o início se pretendeu evitar.

Afora isso, as reservas têm alto custo fiscal. Não faria sentido usar esse baú e deixar com o Banco Central o passivo em reais (e juros mais altos) feito para possibilitar a formação das reservas.

Enfim, ainda não foi inventado jeito de usar reservas externas em investimentos públicos sem provocar imensos efeitos colaterais perversos.

E-mail: celso.ming@grupoestado.com.br