

O ouro produzido no Brasil deve ser exportado ou incorporado às reservas internacionais do País?*

Paulo Nogueira Batista Jr. **

A produção de ouro, que vem aumentando de forma significativa no Brasil, tanto pode ser exportada (ou utilizada na substituição de importações) como diretamente incorporada às reservas internacionais do País. O propósito desta nota é examinar os efeitos destas alternativas de utilização do ouro sobre o balanço de pagamentos, a dívida externa e as reservas internacionais, procurando estabelecer qual o melhor aproveitamento do ponto de vista das contas externas brasileiras.

Na década de 70, as autoridades econômicas brasileiras demonstraram falta de visão, pois permaneceram fiéis ao dólar como ativo básico de reserva e não foram capazes de definir uma política de formação de estoques de ouro. No plano financeiro, o Brasil manteve o "alinhamento automático" com os EUA e não participou dos ganhos de capital associados à extraordinária valorização do ouro nesse período.

Na atual situação política e financeira mundial, o ouro parece uma opção atraente como ativo de reserva a médio e longo prazos. Dados os atuais níveis da produção nacional de ouro e a composição das reservas internacionais do Brasil, deve-se dar preferência à incorporação direta do ouro produzido ao estoque de ativos internacionais em poder do Banco Central.

1. Introdução; 2. Ouro e dívida externa; 3. Ouro e expansão monetária; 4. Ouro e reservas internacionais; 5. Conclusão.

1. Introdução

Nos últimos anos tem-se verificado um aumento significativo da produção brasileira de ouro. Estima-se que a produção nacional tenha alcançado a marca de 35

*Este artigo foi escrito antes da reunião de agosto do Conselho Monetário Nacional que resolveu maximizar a participação do Governo nas compras do ouro extraído no País, com a finalidade de incorporar o metal adquirido às reservas internacionais.

**O autor é economista do Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas.

toneladas em 1980, o que representa um crescimento de quase 150% em relação à média dos anos 70. Embora o Brasil ainda seja de importância marginal no mercado internacional do ouro, passou a ocupar em 1980 a posição de terceiro maior produtor no mundo capitalista (tabela 1). No ano passado, a compra de uma parte da produção interna de ouro pelo Banco Central reforçou as reservas internacionais do Brasil em aproximadamente US\$ 120 milhões.¹

Tabela 1
Produção de ouro no mundo capitalista, 1970-79 e 1980
(Em toneladas métricas)

País	1970-79*	1980
África do Sul	803,7	675,0
Canadá	58,3	49,3
Brasil	14,1	35,0
EUA	37,4	27,6
Total da produção no mundo capitalista	1.064,9	943,0

Fonte: Consolidated Gold Fields Limited. *Gold 1981*, p. 19.

* Média anual.

O crescimento recente da produção de ouro no Brasil resulta da forte elevação do preço no mercado internacional. Nos últimos 10 anos, a cotação do ouro aumentou de forma extraordinária: entre 1970 e 1980 o preço médio cresceu nada menos de 17 vezes, passando de US\$ 36 para US\$ 613 a onça *trov* (tabela 2).

Como reflexo da tendência recente da produção brasileira e do aumento sem precedente no preço internacional do ouro, o interesse por este assunto ressurgiu no Brasil, depois de um longo período de esquecimento quase completo. Qualquer estimativa do potencial aurífero brasileiro é ainda extremamente incerta e deve ser encarada com cautela. Mas parece haver consenso de que as perspectivas brasileiras são muito favoráveis no que se refere à produção de ouro. O Departamento Nacional da Produção Mineral, por exemplo, situa entre 10 mil e 30 mil toneladas as reservas geológicas de ouro do País.² Afirma-se também que será possível obter um aumento muito significativo da produção já na primeira metade da década de 80.³ Segundo projeções do DNPM, a produção brasileira no período 1981-83 será

¹ Como consequência do aumento no preço do ouro no mercado internacional e das incorporações de produção interna às reservas, o valor do componente "ouro" das reservas brasileiras teve um aumento total de US\$ 421,1 milhões em 1980. Banco Central do Brasil. *Informativo Mensal*, p. 12 e 13, jan. 1981.

² Departamento Nacional da Produção Mineral (MME). *Plano nacional para avaliação e aproveitamento do ouro no Brasil* (alguns subsídios). 1980. p. 1. mimeogr.

³ Ibid. p. 4, 5, 22; Companhia de Pesquisa de Recursos Minerais. *Situação do ouro no Brasil* (considerações gerais). fev. 1980. p. 33 e 34. mimeogr.

Tabela 2
Evolução do preço do ouro, 1970-80
(Média anual em US\$)

Ano	Preço médio* (US\$ a onça troy)	Índice (1970 = 100)
1970	35,94	100,0
1971	40,81	113,6
1972	58,16	161,8
1973	97,33	270,8
1974	159,25	443,1
1975	160,96	447,9
1976	124,82	347,3
1977	147,72	411,0
1978	193,24	537,7
1979	306,67	853,3
1980	612,59	1.704,5

Fonte: International Monetary Fund. *International Financial Statistics*, Yearbook 1980, p. 75; _____, p. 50, Mar. 1981.

* Média das cotações diárias no mercado de Londres.

da ordem de 105 toneladas.⁴ A preços de 1980 (cerca de US\$ 19,7 milhões a tonelada) isso representaria um valor de cerca de US\$ 2,1 bilhões.

Há indicações, portanto, de que o aumento da produção interna de ouro poderá contribuir para a solução do problema cambial brasileiro nos próximos anos. Desse ponto de vista, coloca-se imediatamente uma questão básica: o que fazer com o ouro produzido? Qual a melhor maneira de utilizá-lo para atenuar a situação crítica do setor externo da economia brasileira? Evidentemente, a produção interna tanto pode ser exportada (ou utilizada na substituição de importações de ouro), como diretamente incorporada às reservas internacionais do país. No primeiro caso, ajudaria a reduzir o déficit da balança comercial; no segundo, aumentaria a componente "ouro" do estoque de ativos que garante a liquidez internacional do País.⁵

O objetivo desta nota é examinar os efeitos dessas alternativas básicas de utilização do ouro sobre o balanço de pagamentos, a dívida externa e as reservas

⁴ Dados fornecidos pelo DNPM e divulgados pelo Gold Institute, in *World mine production of gold, 1979-1983*, p. 2, Feb. 1981.

⁵ Ao longo deste texto, a expressão "reservas internacionais" (ou "reservas nacionais") será utilizada com o significado de estoque *nacional* de ativos de liquidez *internacional* (moedas conversíveis, ouro etc.).

internacionais, procurando determinar qual o melhor aproveitamento do ponto de vista das contas externas brasileiras.

2. Ouro e dívida externa

A exportação e a incorporação do ouro às reservas contribuem ambas para reduzir o nível da dívida externa. Como se sabe, a dívida *líquida* é o indicador real do montante absoluto de endividamento externo, pois na avaliação deste último é preciso considerar não apenas o total da dívida de um país, como também o valor de sua posição em ativos de liquidez internacional. A dívida externa líquida é, por definição, igual à dívida bruta menos as reservas internacionais, e o seu crescimento em um dado período depende basicamente da diferença entre o déficit em transações correntes (balança comercial, conta de serviços e transferências unilaterais) e o investimento externo direto.

A exportação (ou a substituição de importações) de ouro melhora a balança comercial e reduz, portanto, o déficit em transações correntes e o crescimento da dívida líquida. Tudo o mais constante, as divisas geradas pela exportação de ouro aumentam as reservas cambiais e reduzem a dívida externa líquida.

O mesmo acontece no caso em que a produção de ouro é adicionada às reservas internacionais. Embora este tipo de operação não apareça necessariamente no balanço de pagamentos, o aumento do valor das reservas de ouro também equivale a uma redução da dívida externa em termos líquidos. Na verdade, a incorporação do ouro às reservas constitui uma exportação implícita e é um dos fatores que pode introduzir diferenças entre os fluxos de balanço de pagamentos e as variações nos estoques de endividamento externo.

De, um ponto de vista estático, a exportação e a incorporação da produção de ouro às reservas têm efeitos idênticos sobre o nível absoluto da dívida externa (líquida). Em outras palavras, quando se faz abstração das diferenças de rentabilidade entre os ativos de liquidez internacional ao longo do tempo (evolução do preço do ouro *vis-à-vis* taxas de juros e de câmbio), não há diferença entre as alternativas de aplicação do ouro no que diz respeito ao impacto sobre o nível das reservas.⁶

Cabe observar, entretanto, que a exportação de ouro pode ter efeitos negativos se a produção do país for significativa em comparação com a oferta total no

⁶ Não estamos levando em conta diferenças de difícil previsão ligadas à instabilidade do preço do ouro no mercado internacional. Num ano em que se verifique, por exemplo, uma tendência à queda na cotação do ouro, o nível da dívida externa líquida no final do ano será menor se forem realizadas exportações de ouro no início do ano do que se o ouro for mantido em reserva. Obviamente, dependendo da trajetória do preço e do momento em que se concretize a exportação, pode-se ter o resultado oposto. De um ponto de vista dinâmico, o efeito da exportação de ouro sobre o nível da dívida externa (líquida) só será idêntico ao efeito da incorporação do ouro às reservas se o aumento no preço do ouro for igual à taxa média de juros sobre ativos denominados em moedas conversíveis (veja o item 3 deste trabalho).

mercado internacional. Neste caso, a exportação de grandes quantidades de ouro teria um impacto depressivo sobre o preço do metal, isto é, a exportação do ouro em grande escala determinaria um nível de preço inferior ao que prevaleceria no caso da incorporação do ouro às reservas nacionais. Mas esta consideração não é relevante para o caso do Brasil. Como a produção nacional é pequena em relação à oferta mundial de ouro, pode-se supor que a demanda por exportações brasileiras é é perfeitamente elástica a um preço determinado no mercado internacional.

Por outro lado, quando se consideram os indicadores *relativos* de endividamento externo, pode-se ter a impressão de que a exportação do ouro é uma opção mais interessante do que a sua incorporação às reservas. Um dos coeficientes mais usados na avaliação do grau do endividamento de um país é a relação dívida líquida/exportações, que indica em quantos anos de exportação um país seria teoricamente capaz de liquidar a sua dívida externa. A incorporação do ouro às reservas reduz esse coeficiente na medida em que diminui o numerador. Mas a exportação do ouro não só reduz o numerador, como aumenta o denominador e seria nesse sentido mais favorável.

No entanto, esta distinção é apenas contábil e não tem significado econômico real. Como já se afirmou, a incorporação do ouro às reservas representa uma exportação "implícita". O FMI recomenda inclusive que a compra de ouro pelas autoridades monetárias e o conseqüente aumento das reservas internacionais tenha como contrapartida um registro simbólico no balanço de pagamentos.⁷ É evidente que se as compras de ouro pelo Banco Central forem registradas como exportação passaria a não existir qualquer diferença do ponto de vista do efeito sobre a relação dívida líquida/exportações.

3. Ouro e expansão monetária

O segundo ponto a ser enfatizado é que a exportação e a incorporação do ouro são em princípio idênticas do ponto de vista do impacto sobre a expansão monetária.

⁷ "Gold enters into the balance of payments not only in a commodity role, but in other instances by the fact of "monetization", when gold is sold by mining companies or other residents to the authorities. An entry is then required in the balance of payments to offset the increase in international reserves, although there has been no international transaction." Alves John. *The balance of payments: a glossary of terms in accord with the practice of the International Monetary Fund*. Washington, D.C., International Monetary Fund, 1979. p. 7 (O grifo não é do original). "If newly mined gold is purchased by the monetary authorities and added to reserves, it is treated as if it had been exported by the mines as nonmonetary gold and subsequently purchased abroad by the monetary authorities. This is done because from an economic standpoint it makes no difference whether newly mined gold is exported and the proceeds of the exported gold added to the country's international reserves, or whether the newly mined gold is actually added directly to these reserves. The point is that by either means an addition has been made to the country's international reserves. Host-Madsen, Poul. *Balance of payments, its meaning and uses*. Washington, D.C., International Monetary Fund, 1967. p. 7. (Pamphlet Series n. 9.)

Tudo o mais constante, a quantidade de moeda em circulação aumenta quando o Banco Central troca cruzeiros por ouro. O mesmo ocorre quando o exportador converte em cruzeiros as divisas obtidas com a venda de ouro no exterior. O aumento da base monetária seria no primeiro caso igual à quantidade de ouro comprada vezes o preço pago pelo Banco Central:

$$\Delta B_1 = Q \times p_i$$

onde:

ΔB_1 = expansão da base monetária associada à compra de ouro pelas autoridades monetárias;

Q = quantidade de ouro;

p_i = preço interno do ouro (em Cr\$).

No segundo caso, a expansão da base seria determinada pela quantidade exportada multiplicada pelo preço internacional do ouro e pela taxa de câmbio.

$$\Delta B_2 = Q \times p_e \times c$$

onde:

ΔB_2 = expansão da base monetária associada à exportação de ouro;

p_e = preço do ouro em US\$ no mercado internacional;

c = taxa de câmbio na forma Cr\$/US\$ (inclusive eventuais subsídios e incentivos).

Por conseguinte, a menos que exista uma diferença entre o preço pago pelo Banco Central, p_i , e o preço externo, $p_e \times c$, o impacto monetário é idêntico ($\Delta B_1 = \Delta B_2$).

4. Ouro e reservas internacionais

À primeira vista, portanto, parece indiferente exportar ou incorporar o ouro às reservas, pois os efeitos são em princípio os mesmos no que se refere à dívida externa e à expansão monetária.

Entretanto, há que considerar um terceiro aspecto da questão: o impacto das alternativas de aplicação do ouro sobre a composição das reservas internacionais. Como vimos, tanto a exportação do ouro como a sua incorporação às reservas diminuem a dívida externa líquida na medida em que aumentam o *nível* das reservas internacionais. A diferença está no efeito sobre a *composição* destas últimas: no primeiro caso cresce (em termos absolutos e relativos) o componente cambial (moedas conversíveis), enquanto que no segundo aumenta o componente em ouro.

Sob este ponto de vista, é preciso considerar se interessa ao Brasil aumentar a importância do componente “ouro” das reservas. A resposta a esta questão depende basicamente da composição atual das reservas brasileiras e da rentabilidade e segurança do ouro *vis-à-vis* de instrumentos alternativos de liquidez internacional.

Como se vê na tabela 3, o ouro ainda é um ativo de peso secundário na composição das reservas brasileiras. Embora o seu valor tenha crescido de forma significativa nos últimos dois anos, passando de menos de US\$ 100 milhões para cerca de US\$ 1,1 bilhão e aumentando de 0,6% para 16,5%, como proporção das reservas totais, o componente cambial ainda é claramente predominante (tabela 3). De qualquer forma, deve-se ressaltar que a importância crescente do ouro é em grande parte ilusória. O aumento de mais de US\$ 1 bilhão no valor do ouro em reserva deve ser atribuído não ao crescimento do volume físico, mas principalmente a uma mudança no critério de contabilização. Seguindo prática já adotada por diversos países,⁸ a partir de outubro de 1979 o Banco Central abandonou a cotação oficial do ouro e passou a avaliar as suas reservas com base nos preços de mercado (veja nota de rodapé da tabela 3). O crescimento recente do valor absoluto das reservas de ouro decorre principalmente dessa mudança contábil e da elevação do preço do ouro no mercado internacional.⁹ Observe-se também que o aumento da participação do ouro no total das reservas resulta basicamente de uma queda de mais de US\$ 6 bilhões no estoque de moedas conversíveis, reflexo da intensificação dos problemas de balanço de pagamentos do Brasil em 1979 e 1980 (tabela 3).

Do ponto de vista da questão inicialmente colocada, o fato básico é que a participação do ouro nas reservas brasileiras ainda é muito baixa por padrões internacionais. Nos principais países capitalistas, o ouro responde atualmente por mais de dois terços das reservas totais, com a sua participação oscilando entre um mínimo de 36% na Inglaterra e um máximo de 91% nos EUA¹⁰ (tabela 4).

⁸ Brodsky, David A. & Sampson, Gary P. The value of gold as a reserve asset. *World Development*, 8: 177-9, Mar. 1980.

⁹ Segundo informações divulgadas pelo FMI entre dezembro de 1978 e novembro de 1980, o volume físico das reservas brasileiras de ouro apresentou um crescimento de apenas 16%, passando de 1,61 para 1,86 milhão de onças *troy*. International Monetary Fund. *International Financial Statistics*, p. 38 e 39, Mar. 1981.

¹⁰ Para um país como os EUA, cuja moeda ainda desempenha uma função central como instrumento de troca e reserva a nível internacional, a definição do que constitui o estoque total das reservas cambiais nacionais é até certo ponto arbitrária. Como se sabe, no contexto da atual situação monetária internacional, os EUA ainda detêm o privilégio de financiar suas transações internacionais e seus déficits de balanço de pagamentos pela simples emissão de papel-moeda. Como afirmava De Gaulle, em 1965: “O fato de que muitos países em princípio aceitam o dólar na mesma base que o ouro como forma de compensar, se necessário, os déficits a seu favor no balanço de pagamentos americano, leva os EUA a endividar-se no exterior sem qualquer custo.” (Entrevista coletiva à imprensa em 4.2.65). No caso dos EUA, a disponibilidade de ativos de liquidez internacional pode ser ampliada por uma decisão autônoma de expansão monetária, sem qualquer relação com a situação de balanço de pagamentos ou com os níveis da produção interna de ouro.

Tabela 3

Reservas internacionais do Brasil (liquidez internacional – autoridades monetárias), 1978-80
(SalDOS em US\$ milhões)

Final de período	Ouro* (1)	Divritos especiais de saque (2)	Tranche-ouro no FMI (3)	Divisas conversíveis (4)	Total (5)=1+2+3+4	Ouro/Total (1) ÷ (5) (%)
Dez./78	68,0	239,8	181,2	11.406,1	11.895,1	0,57
Dez./79	722,2	383,2	241,5	8.341,8	9.688,7	7,45
Dez./80	1.143,3	383,8	344,0	5.041,5	6.912,6	16,54

Fonte: Banco Central do Brasil *Boletim*, p. 153, abr. 1981.

* Até setembro de 1979 a paridade era de US\$42,22 por onça troy de ouro. A partir de outubro de 1979 as reservas de ouro passaram a ser avaliadas segundo a média móvel de dois meses das cotações de fechamento no mercado de Londres.

Evidentemente, esses percentuais refletem em parte o efeito da alta nas cotações do ouro sobre estoques contabilizados a preço de mercado. Ainda assim, a proporção das reservas mantidas sob a forma de ouro naqueles países indica que as principais autoridades monetárias do mundo capitalista – contrariando os planos e expectativas dos reformadores do sistema monetário internacional – continuam a considerar o ouro um ativo fundamental na formação de suas reservas internacionais. De fato, os países desenvolvidos detêm mais de 80% do estoque total de ouro em poder de países-membros do FMI (tabela 5), sendo que os seis países mencionados na tabela 4 respondem por quase 60% do total mundial¹¹ (veja tabelas 4 e 5). As reservas de ouro dos países subdesenvolvidos (inclusive exportadores de petróleo) representam apenas 16% do estoque global. Na verdade, como a distribuição internacional dos estoques de ouro é muito desigual, a explosão do preço do ouro na década de 70 teve um impacto extremamente regressivo sobre a distribuição das reservas mundiais, favorecendo os países desenvolvidos detentores de ouro à custa dos países subdesenvolvidos que mantêm o grosso de suas reservas em moedas conversíveis, ditas “fortes” (principalmente em dólar).¹²

¹¹ Exclusive reservas de ouro do FMI, do Fundo Europeu de Cooperação Monetária e dos países que não pertencem ao FMI.

¹² Brodsky, David A. & Sampson, Gary P. op. cit. p. 182 e 183. A evolução do preço do ouro no pós-guerra é comparável à do petróleo. Em ambos os casos, um longo período de declínio em termos reais (décadas de 50 e 60) foi seguido de um aumento extraordinário nos anos 70. Se a alta do ouro tem causado menos indignação e protestos do que a do petróleo, isso se deve pelo menos em parte ao fato de que os países desenvolvidos, que concentram os estoques de ouro, exercem uma influência preponderante sobre os meios de comunicação e sobre a formação de opinião pública a nível internacional. Ojo, Dr. Ade T. Gold price developments and the international monetary system. *OPEC Review*, p. 84-7, Winter 1979 and Spring 1980.

Tabela 4
Composição das reservas internacionais dos principais países capitalistas – dezembro de 1980

País	Reserva total exclusive ouro (em bilhões de US\$) (1)	Quantidade de ouro em reserva (em milhões de onças <i>troy</i>) (2)	Valor da componente "ouro" ¹ (em bilhões de US\$) (3)	Reserva total (em bilhões de US\$) (4)=(1)+(3)	Ouro/Total (5)=(3) ÷ (4) (%)
EUA	15,6	264,3	161,4	177,0	91,2
França	27,3	81,9 ²	50,0	77,3	64,7
Alemanha Ocidental	45,9	95,2 ²	58,1	104,0	55,9
Inglaterra	20,7	18,7 ²	11,4	32,1	35,5
Itália	23,1	66,7 ²	40,7	63,8	63,8
Japão	24,6	24,2	14,8	39,4	37,6
Total	157,2	551,0	336,4	493,6	68,2
Memo: Brasil	5,8	1,9	1,1	6,9	16,5

Fonte: Dados primários – International Monetary Fund. *International Financial Statistics*, Mar. 1981. Elaboração – Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional (IBRE/FGV).

¹ Não existe uma norma universal de avaliação das reservas de ouro e o critério varia enormemente de país para país. Para fins de comparação, o componente "ouro" das reservas dos países listados foi convertido em dólares segundo o critério utilizado pela França, que adota sistema semelhante ao que vem sendo seguido pelo Brasil desde outubro de 1979. A França avalia os seus estoques de ouro de acordo com o preço médio observado nos mercados internacionais mais representativos nos últimos três meses do semestre precedente (cf. nota de rodapé da tabela 3).

² Exclusive depósitos de ouro junto ao Fundo Europeu de Cooperação Monetária.

Tabela 5

Distribuição mundial das reservas de ouro (países-membros do FMI) –
dezembro de 1980

Discriminação	Quantidade de ouro em reserva (em milhões de onças troy)	% do total
Países desenvolvidos ¹	787,31	84,35
Países subdesenvolvidos	146,07	15,65
Exportadores de petróleo ²	39,53	4,24
Outros	106,54	11,41
Total	933,38	100,00

Fonte: International Monetary Fund. *International Financial Statistics*, p. 36-9, Mar. 1981.

¹ EUA, Canadá, Japão, Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Islândia, Itália, Noruega, Reino Unido, Suécia, Suíça, Austrália, Nova Zelândia.

² Argélia, Arábia Saudita, Catar, Kuwait, Emirados Árabes Unidos, Indonésia, Irã, Iraque, Líbia, Nigéria, Omã, Venezuela.

O que interessa ressaltar, entretanto, é o fato de que apesar da existência de um movimento que, sob a liderança do governo dos EUA e do FMI, vem lutando há décadas pela redução do papel do ouro no sistema monetário internacional, o seu prestígio como ativo de reserva não foi abalado. Este fato aparece de forma inequívoca na composição das reservas das economias líderes do sistema capitalista e na distribuição extremamente desigual dos estoques de ouro a nível internacional.

A importância do ouro como ativo de reserva nos países desenvolvidos parece compreensível. Não se trata de apego místico a uma “reliquia bárbara”, conforme a famosa expressão de Keynes, mas de uma opção racional e perfeitamente justificável. A rigor, desde que a inflação se generalizou no mundo capitalista, não existem mais moedas fortes, isto é, estáveis em poder de compra interno e externo – a começar pelo próprio dólar que, em face da inflação crônica nos EUA e das frequentes crises cambiais, perdeu grande parte de sua credibilidade como moeda padrão. Nesse contexto, e quando se leva em conta que o critério de segurança política é de importância vital na determinação da estrutura das reservas nacionais, não é de surpreender que o ouro continue a se impor como instrumento básico de liquidez internacional. Do ponto de vista estritamente financeiro, o fato de o ouro ser um ativo que geralmente não rende juros é contrabalançado pela perspectiva de ganhos de capital decorrentes de uma tendência à reativação do papel do ouro no sistema monetário internacional.¹³

¹³ Société Générale. *L'or et son avenir. Conjoncture*, (206): 13-5, fév. 1980.

A rentabilidade relativa do investimento em ouro ao longo de determinado período de tempo depende basicamente da evolução do preço do ouro e da taxa de juros sobre ativos denominados em dólar ou em outras moedas conversíveis (taxas para depósitos a prazo no mercado de euromonedas). Em princípio, pode-se afirmar que terá sido vantajoso incorporar a produção nacional às reservas internacionais (ou aplicar as reservas cambiais na compra de ouro) se o aumento no preço do ouro for superior à taxa de juros acumulada no período. Neste caso, o ganho de capital seria mais do que suficiente para compensar a imobilização financeira das reservas de ouro. De um ponto de vista dinâmico, a exportação e a incorporação do ouro às reservas só têm efeitos idênticos sobre o nível da dívida externa líquida se o aumento do preço do ouro for igual à taxa de juros no período considerado.

Deve-se enfatizar, entretanto, que a margem de erro em previsões relativas à evolução futura das variáveis relevantes é sempre muito grande. O grau de diversificação constitui, portanto, um critério básico na formação das reservas internacionais. Quanto mais diversificadas as reservas, maior a proteção contra oscilações de rentabilidade dos ativos de liquidez internacional. Na situação atual, independente de qualquer previsão segura quanto à trajetória do preço internacional do ouro, interessa ao Brasil diversificar as suas reservas internacionais e aumentar a participação do ouro. Além disso, também é preciso considerar que existem atualmente possibilidades de obter juros sobre depósitos denominados em ouro, o que constitui um motivo adicional para incorporar a produção às reservas internacionais.

A título de ilustração, vale a pena fazer uma breve análise retrospectiva da rentabilidade do investimento em ouro em comparação com a de um ativo denominado em dólar nos últimos 10 anos. Como vimos, o preço (nominal) de mercado do ouro aumentou 17 vezes (1.600%) entre 1970 e 1980. Nesse período, a taxa de juros (nominal) média para aplicações em dólar, isto é, a taxa de remuneração do componente cambial das reservas (eurodólar a seis meses), foi de 8,3% ao ano. Isso significa que o componente em dólar das reservas teve um retorno acumulado de apenas 120% no período (tabela 6). A taxa de valorização do investimento em ouro foi, portanto, cerca de 13 vezes maior no período considerado. Em outras palavras, nos últimos 10 anos a valorização (nominal) do componente em dólar das reservas do Brasil ou de qualquer outro país foi insignificante comparada à valorização do componente "ouro". É claro que se tivesse sido possível, nesse período, aumentar de forma significativa a importância relativa do ouro, o nível das reservas brasileiras seria hoje bem maior, e menor, portanto, o nível da dívida externa líquida.

5. Conclusão

O objetivo desta nota foi tentar estabelecer qual seria a melhor forma de aproveitar a crescente produção brasileira de ouro. A exportação e a incorporação do

Tabela 6
Retorno acumulado sobre investimentos em ouro e sobre
ativos denominados em dólar – 1970-80

Ano	Ouro		Dólar	
	Preço médio (US\$ a onça troy)	Valorização acumulada (em %)	Taxas de juros* (em % ao ano)	Retorno acumulado (em %)
1970	35,9	—	8,5	—
1971	40,8	13,6	6,8	8,5
1972	58,2	61,8	5,4	15,8
1973	97,3	170,8	9,3	22,1
1974	159,3	343,1	11,2	33,5
1975	161,0	347,9	7,6	48,4
1976	124,8	247,3	6,1	59,7
1977	147,7	311,0	6,4	69,4
1978	193,2	437,7	9,4	80,3
1979	306,7	753,3	12,0	97,2
1980	612,6	1.604,5	14,2	120,9

Fontes: Dados primários – tabela 2; e Morgan Guaranty Trust. *World Financial Markets*, vários números. Elaboração – Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional (IBRE/FGV).

* Libor a seis meses no mercado de eurodólar (média anual das taxas em fim de mês). A Libor parece ser a taxa básica de referência para a remuneração do componente cambial das reservas brasileiras.

ouro às reservas têm efeitos em princípio idênticos sobre a base monetária e contribuem ambas para reduzir o nível da dívida externa líquida. Vimos que interessa ao Brasil *diversificar* as suas reservas internacionais e aumentar a participação do ouro, que ainda é muito baixa por padrões internacionais. Na atual situação política e financeira mundial, o ouro parece uma opção interessante como ativo de reserva a médio e longo prazo.

No caso do ouro, exportar não é a melhor solução. No passado as autoridades econômicas brasileiras demonstraram falta de visão, na medida em que não definiram uma política de aquisição de ouro no mercado internacional e permaneceram presas ao dólar como ativo básico de reserva. No plano financeiro, o Brasil continuou seguindo uma política de “alinhamento automático” com os EUA e não participou dos ganhos de capital derivados da extraordinária valorização do ouro nos últimos 10 anos. Agora que se anunciam perspectivas favoráveis para a produção de ouro no Brasil, deve-se dar preferência à incorporação direta da produção às reservas internacionais. Por conseguinte, o Banco Central deve dar continuidade à política recentemente adotada de reforçar as reservas brasileiras por intermédio da compra de ouro produzido no País.

Abstract

Brazilian gold production has been growing significantly in recent years and is expected to continue to increase in the 1980s. From the point of view of the economy's external sector, this increase in gold output can contribute to Brazil's adjustment effort either by being exported (or used to substitute imports) or by being added to the country's international reserves. This paper examines the effect of these alternative uses of gold on the balance of payments, on the external debt and on the composition of international reserves. It attempts to show that in present circumstances Brazil's interest lies in using internal gold output to increase the national stock of gold and to diversify the country's international reserves.

Referências bibliográficas

Alves, John. *The balance of payments: a glossary of terms in accord with the practice of the International Monetary Fund*. Washington, D.C. International Monetary Fund, 1979.

Banco Central do Brasil. *Boletins e Informativos Mensais*.

Brodsky, David A. & Sampson, Gary P. The value of gold as a reserve asset. *World Development*, p. 175-92, Mar. 1980.

Companhia de Pesquisa de Recursos Minerais. *Situação do ouro no Brasil (considerações gerais)*. fev./80. mimeogr.

Consolidated Gold Fields Limited. *Gold 1981*.

Departamento Nacional da Produção Mineral. *Plano nacional para avaliação e aproveitamento do ouro no Brasil (alguns subsídios)*. 1980. mimeogr.

Fundo Monetário Internacional. *International Financial Statistics*.

Host-Madsen, Poul. *Balance of payments, its meaning and uses*. Washington, D.C., International Monetary Fund, 1967. (Pamphlet Series, n. 9.)

Morgan Guaranty Trust Company of New York, *World Financial Markets*.

Ojo, Ade T. Gold price developments and the international monetary system. *OPEC Review*. p. 67-92, Winter 1979/Spring 1980.

Société Générale. *L'or et son avenir. Conjoncture*, n. 206, Fév. 1980.

The Gold Institute. *World Mine Production of Gold, 1979-1983*.