

# Reservas Cambiais: Debate Carente de Números

*Para que o debate sobre o nível adequado de reservas avance é necessária cuidadosa análise custo benefício.*

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
31 de agosto, 2006

Uma importante questão atual relativa à política macroeconômica é qual seria o nível adequado de reservas cambiais a ser mantido pelo BC. Na coluna de 4/8/2006, abordei a questão, especulando ser provável que já tivéssemos acumulado “reservas mais do que suficientes para prevenir os danos de possíveis crises financeiras internacionais”. Para chegar a tal conclusão, usei uma regra de bolso para dimensionar o volume de reservas: a regra Guidotti-Greenspan.

Esta regra prescreve que países devam ter reservas suficientes para cobrir toda a dívida externa vincenda em 12 meses. Os pagamentos de nossa dívida externa, pública e privada, incluindo juros e principal, perfazem a um valor entre US\$ 45 e 50 bilhões. Como nossas reservas hoje superam os US\$ 70 bilhões, haveria mais de US\$ 20 bilhões de reservas excedentes.

Recebi vários comentários sobre o artigo, dois deles particularmente cuidadosos e instigantes, provenientes de queridos ex-alunos na PUC-Rio: Igor Barenboim e Gino Olivares. Como o tema continua na ordem do dia, vale ampliar a reflexão sobre os argumentos.

O argumento central é que o processo de determinação do nível ótimo de reservas cambiais deve ter origem em análise custo benefício quanto ao nível de reservas. Isto porque o BC alega, a meu ver acertadamente, que suas intervenções de compra de divisas não têm efeito duradouro sobre a taxa de câmbio. O que importa é o nível de reservas e não a velocidade de sua acumulação.

Os benefícios relativos à manutenção das reservas internacionais advêm principalmente da proteção que provêem contra crises financeiras internacionais. A diminuição da vulnerabilidade externa, refletida na menor queda do PIB e do consumo interno durante crises internacionais, seria o benefício do seguro que é comprado ao manter reservas. O custo de mantê-las é dado pelo diferencial entre as taxas de juros interna e internacional. Quando o BC compra dólares, os aplica à taxa internacional, hoje em torno de 5,25%. Para comprar os dólares, emite reais, que são imediatamente trocados por dívida pública interna, em operação denominada intervenção cambial esterilizada. O custo da dívida pública interna é a taxa Selic deduzida do IR, hoje aproximadamente 11,4% ( $14,25 \times (1 - 0,20)$ ). Com a taxa de câmbio constante, as reservas custam liquidamente ao governo (BC + Tesouro) o diferencial de juros de cerca de 6,15% ao ano. Ou seja, cada US\$ 1 bilhão adicional que o BC acumula de reservas custa anualmente US\$ 61,5 milhões.

---

<sup>1</sup> Ph.D. por Stanford e professor do Departamento de Economia da PUC-Rio escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

Manter US\$ 70 bilhões de reservas custa anualmente US\$ 4,3 bilhões, um custo extraordinariamente elevado para padrões internacionais.

Não obstante o elevado custo, este deve ser cotejado com o benefício do seguro decorrente das reservas, que pode ser também substancial. Segundo os cálculos de Barenboim "... [s]e temos uma crise em cada 5 anos, ou uma probabilidade anual de crise de 20% e perdemos 4% do PIB a cada crise, o benefício de termos mais reservas é potencialmente de 7 bilhões de dólares." Ou seja, por tal critério de avaliação dos benefícios, ainda teríamos espaço para acumular mais reservas, apesar do enorme custo fiscal. Naturalmente, tanto o modelo utilizado, como os parâmetros estimados, merecem ser objeto de estudos mais aprofundados.

Olivares aduz argumento quanto a um benefício adicional ao seguro provido pelas reservas. "É possível que o racional da intervenção dos últimos meses seja diferente da lógica que pautou as intervenções no passado. A idéia é simples. Pensando na atuação do BC como administrador de um fundo de estabilização de exportações, faria sentido ele acelerar o ritmo das suas intervenções nos períodos nos quais a evolução do valor exportado é mais influenciado por variações de preços do que de quantidades. Utilizando os extremos para ilustrar o argumento, se todo o crescimento do valor exportado fosse explicado pelo quantum (componente considerado de natureza mais "permanente") não teria sentido utilizar o mecanismo estabilizador; mas se o crescimento fosse explicado só pelo preço (componente mais "temporário") seria necessário (pelo menos na teoria) que o BC utilizasse o fundo ao máximo. No Chile, por exemplo, a política fiscal anticíclica usa como parâmetro a diferença entre o valor corrente do cobre e o valor considerado de equilíbrio no logo prazo; assim, quanto maior a diferença maior a proporção da receita que é poupada. Se o nosso argumento é correto, faz sentido então o BC ter sido mais ativo nos últimos meses, nos quais nitidamente o "driver" do valor exportado foi o preço."

O argumento é interessante, mas, para poder ser avaliado, precisa ser traduzido em números. Qual o benefício de se suavizar ao longo do tempo a receita de exportações? Quão provisórios são os atuais preços de exportações? Estas são algumas das questões que devem ser respondidas numericamente para que se possa dimensionar o nível adequado de reservas.

Há, também, outros fatores que devem ser levados em conta na análise. Um deles diz respeito a outro risco macroeconômico: o fiscal. Mercê da redução do risco externo, o risco fiscal é hoje o grande risco que enfrenta a economia brasileira. As perspectivas fiscais para os próximos anos não são nada boas se não forem tomadas medidas bastante amargas que permitam conter o crescimento dos gastos públicos. Manter elevadas reservas cambiais, dado seu alto custo, eleva tal risco ao mesmo tempo em que reduz o risco externo. Ou seja, reduzem o benefício de acumular reservas. Este efeito também precisa ser quantificado.

Outro importante fator a ser considerado relaciona-se com as condições para que o seguro seja efetivo no caso de sinistro. No início de 1998 também tivemos reservas internacionais superiores a US\$ 70 bilhões, mas essas se esvaíram rapidamente durante o ano e não evitaram a desvalorização de janeiro de 1999. Isso ocorreu porque a dívida pública interna era de maturidade curta, permitindo que fosse convertida rapidamente em reais para comprar dólares nos casos de iminência de crise cambial. Como a dívida

interna cresceu muito desde então e continua com maturidade bastante reduzida—hoje há cerca de US\$ 200 bilhões de títulos públicos internos vencidos em 12 meses—é preciso avaliar esta fragilidade. É bem verdade que sob câmbio flutuante, como agora, o BC não precisa vender as reservas para manter a paridade cambial. Mas, se o BC não se mostrar disposto a vender reservas em caso de crises, estas perderiam a maior parte do valor de seguro para o setor privado.

Em suma, o debate sobre a quantidade adequada de reservas cambiais é fundamental. Para que se chegue a conclusões válidas, é necessário que os participantes tragam números, além de opiniões qualitativas. Prometo tentar gerar alguns números e voltar ao tema no futuro.