

Reservas Cambiais

Márcio G. P. Garcia¹
30 de novembro, 2018

Sugestão de olho: Não há sentido em debater venda das reservas antes da aprovação da reforma da Previdência.

O debate sobre reservas cambiais voltou à baila.² Propostas quanto ao uso das reservas cambiais para financiar investimentos já constavam de alguns programas de candidatos presidenciais. Após a eleição de Bolsonaro, Paulo Guedes negou que pretendesse usar as reservas internacionais, em um contexto de dólar estável, para reduzir a dívida pública. As reservas seriam vendidas apenas no caso de eventual ataque especulativo, que causasse grande depreciação do Real. Nesse cenário hipotético de crise, a venda de reservas, além de supostamente deter a especulação, traria lucro ao erário.

Para que servem as reservas internacionais? Qual o custo de mantê-las? Qual seu nível ótimo? Seria vantajoso vender parte delas? Se houver decisão de vendê-las, quando e como fazê-lo?

As reservas internacionais servem como seguro no caso de crises que afetem o financiamento externo. Reservas insuficientes poderiam levar à paralisação do país, no caso de não se ter moeda forte para importar insumos básicos. Poderia ter efeitos similares à greve dos caminhoneiros, mas ainda mais longos. Tal situação quase ocorreu, por exemplo, durante o governo Figueiredo, ao final de 1982, na esteira da moratória mexicana. Na época, noticiou-se um célebre telefonema de Figueiredo a Reagan, solicitando ajuda, que afinal foi dada. Posteriormente, soube-se que a conta desse resgate foi bastante salgada. A literatura moderna chama de paradas bruscas (*sudden stops*) os episódios, nos quais a brusca reversão de fluxos de capitais requer brutal ajuste recessivo das economias, para gerar receitas de exportação e contrair importações. Níveis adequados de reservas internacionais servem para prevenir tais crises.

A acumulação de reservas internacionais cresceu muito na esteira da crise asiática, em 1997. O Brasil entrou nessa onda após a crise de 2002. O *boom* do preço de *commodities* e os intensos influxos de capital proveram os dólares que foram acumulados. Em seu livro de memórias, o ex-ministro Palocci conta que a decisão de acumular reservas era consensual dentro da equipe econômica, ainda que por razões distintas. Os economistas ortodoxos queriam acumular reservas para diminuir a vulnerabilidade às paradas bruscas, como a que havia ocorrido em 2002. Já os heterodoxos queriam comprar dólares para evitar o fortalecimento do Real, que prejudicaria a produção doméstica. Apesar dos diagnósticos díspares, a terapêutica recomendada era igual.

¹ Ph.D. por Stanford, Professor da Cátedra Vinci do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve mensalmente neste espaço (www.economia.puc-rio.br/mgarcia).

² Sugiro a leitura de dois excelentes relatórios recentes sobre o assunto. Julia Gottlieb, minha ex-orientanda na PUC-Rio, escreveu “A contribution to the debate on International reserves”, relatório Macro Vision, do banco Itaú, 26/11/18. Josué Pellegrini escreveu “Os efeitos fiscais do uso das reservas internacionais”, Nota Técnica 20, da IFI-Senado Federal.

A grande crise financeira internacional de 2008 pôs o sistema a teste. Mas o efeito sobre as reservas foi pequeno (cerca de 10%), embora a intervenção governamental tenha envolvido também instrumentos domésticos indexados ao dólar. A partir de 2009, a repetição da combinação benfazeja de preços altos de *commodities* com influxos de capital tão intensos, a ponto de serem instituídos controles de entrada de capitais externos, permitiu novo round de acumulação de reservas até o início de 2012, quando foi atingido o atual patamar de cerca de US\$ 380 bilhões.

As reservas constituem um seguro caro contra crises cambiais, uma vez que se emite dívida pública doméstica para acumulá-las e aplicá-las em títulos externos, que vêm rendendo pouco. Ou seja, o custo das reservas, caso a taxa de câmbio se mantenha constante, é o diferencial de juros entre o juro brasileiro e o externo. Dada a queda pronunciada da Selic, desde 2016, o diferencial de juros também despencou, o que fez com que o custo da manutenção das reservas tenha sido muito reduzido, de cerca de US\$ 50 bi para US\$ 15 bilhões por ano.

Há diversas prescrições para o nível recomendado de reservas. Pela grande maioria delas (vide os relatórios recomendados), o Brasil mantém reservas maiores do que seria necessário. Isto explica as propostas de reduzi-las.

Dado que nosso principal problema econômico é de natureza fiscal, e que o endividamento público está em trajetória explosiva, é natural que se pense em usar as reservas internacionais para diminuir a dívida bruta. O problema é que as reservas são finitas, e o problema fiscal vai continuar a gerar contínuos e crescentes déficits, enquanto não forem feitas várias reformas; primeiro e sobretudo, a reforma da Previdência. Ou seja, caso não voltemos a produzir superávits primários de 2% ou mais do PIB, a dívida pública continuará explodindo, mesmo com a venda das reservas. É só uma questão de tempo. Faz muito mais sentido, portanto, inverter a ordem. Só após a aprovação da reforma da Previdência, cujos efeitos serão, predominantemente, de longo prazo, fará sentido discutir prós e contras da venda de reservas.

Mas aí surge um outro problema: quando e como vendê-las? Atuar frente a eventuais ataques especulativos vendendo reservas, como sugeriu Paulo Guedes, é correto e vem sendo feito. Mas bancos centrais são sempre muito cuidadosos em evitar passar a impressão de que o objetivo de eventuais vendas de reservas seja o de evitar depreciação cambial. Caso haja a percepção de que o BC queira manter a taxa de câmbio artificialmente apreciada, os quase US\$ 400 bilhões de reservas poderiam não ser suficientes para vencer eventuais ataques especulativos. Seria como um gordo perder peso por conta de forte gripe. Se ocorrer tal coincidência, muito bem, mas não se pode contar com a doença para emagrecer, nem muito menos desejá-la.

No outro extremo, suponhamos um cenário bom, no qual a reforma da Previdência seja aprovada pelo Congresso no primeiro semestre de 2019. Como vimos, esse seria o caso em que a venda das reservas seria recomendada. Mas há que se ter em conta o efeito sobre o câmbio. Dada a implementação da reforma, dependendo do cenário internacional, é provável que retornassem intensos influxos de capital, fortalecendo o real. É difícil imaginar o BC vendendo reservas nesse contexto.

Em resumo, pode-se pensar em vender as reservas internacionais excedentes somente após reformas fiscais, sobretudo a reforma da Previdência. A execução dessas vendas, contudo, é um problema não trivial. Oxalá venhamos a ter tal problema!

