

Por que o Brasil precisa de mais reservas?

artigo - Igor Barenboim
Valor Econômico

22/8/2006

Em julho de 1998 foi a última vez que as reservas cambiais brasileiras alcançaram o nível de US\$ 70 bilhões, mesmo nível de reservas que os cofres brasileiros deverão exibir ao final deste mês. Após a última vez que o Brasil atingiu esse marco houve uma mudança profunda nas condições de liquidez internacionais. A Rússia passou pela experiência de uma crise cambial e o célebre LTCM, fundo de investimentos gigante comandado por ganhadores de prêmio Nobel, quebrou, com consequências importantes para o sistema financeiro mundial. Nesse contexto, o Brasil viu suas reservas caírem pela metade em seis meses.

Na mesma época a China também possuía um regime de câmbio fixo e bancos estrangeiros alertavam para a possibilidade de depreciação do yuan, dado que a moeda estava muito apreciada com respeito a seus pares na Ásia. O PIB chinês era do mesmo tamanho em dólares do PIB brasileiro. No entanto, o nível de reservas chinesas era de US\$ 140 bilhões e neste mesmo patamar elas permaneceram durante essa débâcle do mercado internacional. O fato da China ter duas vezes mais reservas do que o Brasil contribuiu não só como um colchão maior para as perdas de reservas, mas também como um fator de dissuasão para aqueles que perdiam a crença no regime cambial chinês.

Outro episódio que mostra a importância do nível de reservas como um importante colchão protetor não só para crises externas, mas também para problemas domésticos, é o caso da Rússia em 2003. Neste ano, o Kremlin decidiu expropriar a Yukos - a menina dos olhos do mercado acionário russo - com base em acusações duvidosas. Apesar da brutal deterioração do clima de negócios no país, e da debandada de capital doméstico em alguma medida, pouco aconteceu com os preços relativos importantes na Rússia. A elevação do nível de reservas de US\$ 20 bilhões começo de 1998 para US\$ 60 bilhões em 2003 foi sem dúvida uma das razões para o regime cambial quase fixo russo não ter sido colocado em questão.

Hoje, o Brasil possui um regime de câmbio flutuante e portanto choques internos e/ou externos se refletem menos no nível de reservas e mais no preço do câmbio. Em 2002, com o regime de câmbio flexível já em vigor, tivemos um choque de confiança doméstica que nos causou a perda de US\$ 15 bilhões em reservas e levou o câmbio real a se depreciar 40% em poucos meses, com consequências negativas para a inflação, a taxa de juros e naturalmente para o crescimento econômico. Mudanças brutais em preços relativos importantes, como juros e câmbio, deterioraram o clima de negócios, causando no Brasil em média uma perda de crescimento do produto de 4% nos últimos 25 anos - período em que tivemos pelo menos cinco crises.

Portanto, para avaliarmos se o Brasil precisa de mais reservas, há que se fazer a conta do custo de acumulação de reservas e compará-lo com o benefício. Se temos uma crise em cada cinco 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 US\$ 7 bilhões, exatamente o custo do diferencial de juros que o governo brasileiro teria que pagar para deter US\$ 70 bilhões adicionais em reservas. Por mais que seja muito caro ter reservas elevadas, a história brasileira mostra que não ter também o é.

Mais reservas contam bastante para a melhora da nota do risco-país e, em consequência, para a queda de serviço da dívida. Há que se ter cuidado com análises marginalistas em economia. É verdade que o benefício de deter mais US\$ 1 bilhão em reservas diminuiu bastante, tendo em vista o nível atual mais elevado das mesmas. No entanto, o benefício de um acúmulo de um montante importante caiu muito menos. Além disso, em uma gestão de risco apropriada, há que se levar em conta

não só o valor em risco medido pela volatilidade atual, mas também cenários de estresse. A conta feita aqui é uma análise elementar de cenários deste tipo.

Ao analisarmos o custo da compra esterilizada de reservas corremos o risco de fazermos uma análise de equilíbrio parcial. Por um lado é preciso pagar o diferencial de juros sobre as reservas que detemos, mas por outro mais reservas contribuem significativamente para a melhora da nota do risco-país e, conseqüentemente, para a queda de serviço da dívida. Países com reservas bastante elevadas tiveram uma redução do diferencial de juros em dólar da ordem de 2 pontos percentuais, o que implicaria numa economia de US\$ 2 bilhões por ano no serviço da dívida externa pública brasileira. Logo, o valor esperado de dobrar o nível de reservas no Brasil em um ambiente de alta liquidez global e baixa inflação no Brasil é positivo.

Ademais, não é óbvio que o Brasil precise investir todas as suas reservas em títulos de nota AAA, denominados em dólares americanos. Países como Noruega e Cingapura, após atingirem um nível elevado de reservas, decidiram aceitar aumentar o risco que corriam com seus ativos a fim de aumentar o retorno dos mesmos. O Brasil também pode utilizar essa abordagem e comprar ativos pouco correlacionados com o risco brasileiro a fim de buscar um retorno maior. Como resultado teríamos um nível maior de seguro à um custo mais baixo.

Razões para comprar seguro não faltam ao Brasil. No campo externo, vemos uma série de fatores de risco que podem causar turbulências na economia mundial, como o ajuste do déficit em transações correntes americano, o ajuste da potencial bolha de preços de imóveis nos países anglo-saxões, a digestão de novos instrumentos de mercado como derivativos de crédito, além da mudança de presidentes no Banco Central americano. Enquanto isso a política brasileira continua sendo uma caixinha de surpresas, onde candidatos com propostas econômicas messiânicas recebem amplo apoio popular em pesquisas de opinião.

Tendo em vista a atual arquitetura financeira mundial, onde assimetrias de informação, contágio e senhoriação do dólar americano imperam sobre fluxos financeiros internacionais, o benefício de deter um elevado nível de reservas é possivelmente mais elevado que o seu custo fiscal, especialmente se o Brasil decidir diversificar seus ativos. Riscos continuam abundantes, portanto, é importante usarmos o período de bonança para comprarmos seguro, ao invés de deixarmos para comprar o ar condicionado no alto verão.