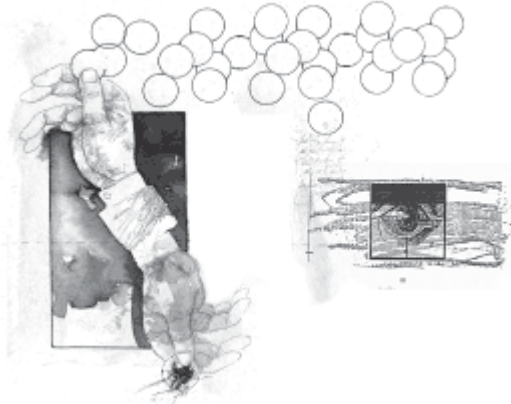


Transparência para a política de reservas?

Por Igor Barenboim

13/03/2007



O Banco Central do Brasil acumulou trinta e cinco bilhões de dólares em reservas internacionais em 2006. Dólares ainda sobram no balanço de pagamentos brasileiro e, portanto, a pergunta sobre o que fazer com eles continua. O BC parece ter optado por continuar acumulando reservas, no entanto não está claro o quanto e com qual velocidade esta compra de dólares se dará. Nesse artigo, explico, à luz da recente teoria de Jogos Globais (Angeletos e Pavan - 2006), que esta falta de transparência pode ser ótima caso o BC tenha como objetivo acumular reservas e evitar a apreciação do câmbio. No entanto, a meu ver, estamos nos aproximando do nível ideal de reservas e, portanto, caso o ambiente de alta liquidez externa perdure, sugiro a adoção de uma regra para a compra de dólares.

Atualmente, há um consenso entre os banqueiros centrais no mundo de que a transparência é crucial para o sucesso da política monetária. Este consenso é confirmado pela teoria de Jogos Globais, na medida em que há uma complementaridade muito grande entre as empresas ao escolher preços. Firms se beneficiam por escolher aumentos de preços da mesma ordem de magnitude que seus concorrentes, para evitar perda de demanda, ou de lucros. Como é de interesse da autoridade monetária que todos escolham um nível baixo de inflação, a transparência do BC é crucial para resolver o problema de coordenação das empresas com respeito ao nível de preços futuro. Contudo, não é necessariamente apropriado estender a noção de que a transparência é bem vinda para outras políticas que o BC possa conduzir.

Boa parte dos países emergentes com regimes de câmbio flexível vem acumulando reservas nos últimos anos, sem, no entanto, transparecer a exata política cambial que está sendo adotada. Pudemos observar nos últimos três anos que, em um ambiente de alta liquidez global e baixa aversão ao risco, essa política foi capaz de elevar muito o nível de reservas internacionais desses países, além de evitar apreciação relevante do câmbio nominal. Pode-se argumentar que a manutenção dessa política revela a preferência de muitos países emergentes, dentre eles o Brasil, pelo acúmulo de reservas e apreciação limitada do câmbio.

Para entender como a falta de transparência da política de reservas pode ser desejável, caso o objetivo do BC seja maximizar a compra de dólares, evitando a apreciação nominal, vejamos o seguinte exemplo. Considere um cenário onde os fundamentos econômicos sugiram que o câmbio deva se apreciar. Neste cenário, o preço da moeda estrangeira só irá cair caso o BC não absorva toda a sobra de dólares. Avaliemos três opções de política para o Banco Central: A) criar teto diário para compra de dólares de US\$ 140 milhões; B) declarar uma meta de longo prazo de acumulação de reservas, de, por exemplo, US\$ 35 bilhões nos próximos 12 meses; ou C) falta de transparência.

Caso o BC escolha a política A, de teto diário, os investidores terão um claro e factível ponto de coordenação. Ou seja, uma realocação gradual da carteira de ativos para a moeda do país, onde há sobra de dólares, deverá se mostrar um investimento rentável, porque a maioria dos investidores entenderá que seus pares verão a mesma oportunidade de investimento. Logo, a política de teto diário deverá levar a uma acumulação mais rápida de reservas com maior apreciação do câmbio.

A política B, de meta de longo prazo, dificulta a coordenação dos investidores avessos ao risco. Para estes investidores, só haverá ganho de capital na compra da moeda do país onde há sobra de dólares caso haja uma mudança brusca na composição de suas carteiras. Devido à aversão ao risco, investidores não alocam todas as suas fichas em uma só aposta e, portanto, a estratégia de mudar a composição de carteira bruscamente não promete bons rendimentos para o futuro. A política B deverá deixar reservas e câmbio inalterados.

O Brasil está próximo do nível ótimo de reservas e neste ponto a falta de transparência não servirá o melhor interesse do país

Por fim, a falta de transparência faz com que investidores atribuam alguma probabilidade de que o BC esteja adotando a política A. Neste caso é ótimo para investidores testar pontos de coordenação com alguma realocação gradual de suas carteiras para a moeda com bons fundamentos econômicos. Por isso a política C deverá gerar uma acumulação gradual de reservas com apreciação do câmbio nominal limitada.

Após entendermos o que implica a falta de transparência na política de acumulação de reservas, devemos nos perguntar se esta atende o melhor interesse do Brasil e até quando o continuará fazendo. Reservas são uma espécie de seguro contra falta de liquidez, ou excesso de demanda por moeda estrangeira no curto prazo. O prêmio do seguro é dado pelo diferencial de juros, que hoje está em 8%.

O benefício do seguro se traduz em evitar crises de liquidez como as que tivemos no passado recente. Nos últimos 25 anos, o Brasil teve cinco crises de liquidez, perdendo em média 4% do PIB. Com uma probabilidade de crise de 20% ao ano chegamos na cifra de 7 bilhões de dólares em benefício potencial por termos

reservas. Mais reservas trazem também uma redução do spread da dívida externa brasileira e, portanto, supondo uma redução do spread em 100 pontos básicos, mais 1 bilhão em benefícios podem ser computados.

A mais recente teoria de finanças internacionais (Caballero e Lorenzoni - 2007) sugere que devido às limitações do mercado de crédito à exportação, o acúmulo de reservas para conter a apreciação do câmbio é indicado em casos de choques temporários. Segundo essa teoria o aumento recente de 10% nos termos de troca brasileiro deveria se traduzir na compra de cerca de 10 bilhões de dólares pelo BC. Nossa análise sugere que o nível ótimo de reservas está por volta dos US\$ 110 bilhões.

Uma vez que estamos nos aproximando desse valor, cabe sugerir uma política de reservas que nos fará permanecer no nível ótimo. O benefício anual de ter reservas é de US\$ 8 bilhões de dólares, enquanto o custo é dado pelo valor das reservas vezes o diferencial de juros. Sugiro a adoção de uma regra de bolso que iguale o custo ao benefício e determina, portanto, o nível adequado de reservas. Este valor, acrescido da variação nas exportações devido a mudanças temporárias nos termos de troca, é o nível de reservas a ser alcançado. Com essa regra, os investidores se coordenariam ajudando o BC a manter as reservas no nível desejado. A regra também amplifica os efeitos da variação da taxa de juros. Uma alta dos juros implica menor demanda por reservas e, portanto, um câmbio mais apreciado. Entretanto, caso haja um choque negativo na economia brasileira que leve o nível de reservas para muito abaixo do ótimo, a regra que proponho deixa de ser apropriada e a falta de transparência volta a ser mais atraente.

Em resumo, o paradigma de que o Banco Central deve ter uma política monetária transparente não deve ser estendido a outras políticas que o BC venha a conduzir. Em particular, a recente teoria de Jogos Globais sugere que, com respeito à política de reservas, a falta de transparência pode ser a política ótima para o acúmulo gradual de dólares com limitada apreciação do câmbio. No entanto, o Brasil está se aproximando do nível ótimo de reservas, e neste ponto a falta de transparência não mais servirá o melhor interesse do país.

Igor Barenboim é doutorando em economia em Harvard.