

# Qual o nível adequado de reservas cambiais?

*O atual nível elevado de reservas internacionais aliado ao seu alto custo recomendam que o BC diminua suas compras.*

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

3 de agosto, 2006

Estima-se que o BC tenha comprado mais de cinco bilhões de dólares no mês passado. No ritmo atual, nossas reservas internacionais devem, muito em breve, ultrapassar US\$ 70 bilhões. Serão essas intervenções cambiais benéficas para a economia? Quais os prós e contras?

Um argumento frequentemente ouvido a favor da acumulação de reservas cambiais pelo BC é que diversos países em desenvolvimento (Coréia, Rússia, Índia, e China, entre outros) com bons resultados quanto ao crescimento econômico recente têm reservas muito mais elevadas do que as brasileiras. É bem sabido que tomar um aspecto isolado de uma experiência bem sucedida como modelo a ser seguido pode conduzir a prescrições equivocadas (deixar de pentear o cabelo para ficar inteligente como Einstein). Assim, tem-se que verificar como a acumulação de reservas cambiais se encaixa no modelo de desenvolvimento desses países, e se o Brasil pode e deve pautar-se por esse exemplo.

Uma nota recente aborda tal questão (“A América Latina juntou-se a Bretton Woods II?” de Vitoria Saggi e Brad Setser, disponível em <http://www.rgemonitor.com>, em inglês). A expressão Bretton Woods II (BW II), cunhada por três economistas ligados ao Deutsche Bank (Michael Dooley, Peter Garber e David Folkerts-Landau), refere-se à similaridade que haveria entre o sistema monetário internacional atual e o modelo posterior à segunda guerra mundial. No modelo BW original, os EUA fixavam o valor do dólar em ouro e os demais países mantinham a paridade em relação ao dólar. No modelo BW II atual, muitos países da periferia (sobretudo asiáticos e exportadores de petróleo), mantêm paridade de suas moedas em relação ao dólar, ou intervêm pesadamente para evitar a depreciação do dólar. Com isso, defendem a competitividade de suas exportações e acumulam saldos positivos com o exterior. Tais saldos são então investidos nos EUA, assim financiando os déficits externos do país central a juros baixos. Os autores da interpretação BW II advogam que o atual *status quo* é estável, pois a subvalorização cambial das moedas asiáticas seria a forma de gerar nesses países alto crescimento econômico via exportação, mantendo o crescimento do emprego urbano enquanto persistirem altos níveis de desemprego rural. Ou seja, grosso modo, os chineses aceitam vender produtos muito baratos e aplicar seu capital a juros baixos porque assim conseguem crescer e gerar os indispensáveis empregos para garantir a estabilidade social e política.

---

<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>).

Se o BW II é estável ou não é questão muito controversa, mas não é esse o tema da nota. O que os autores se propõem é verificar se o Brasil e outros três países latino-americanos (Argentina, México e Venezuela) se enquadram no perfil de BW II.

No modelo BW II, os países periféricos: (a) intervêm maciçamente no câmbio para evitar a apreciação de suas moedas; (b) seguem modelo de crescimento puxado pela exportação; (c) geram superávits em conta-corrente no balanço de pagamentos; (d) investem significativa parcela de suas reservas cambiais nos EUA, o que ajuda a financiar o déficit em conta-corrente dos EUA a juros baixos; e (e) acumulam muito mais reservas do que precisariam apenas por razões de precaução.

Os autores encontram semelhanças e diferenças entre os quatro países latino-americanos analisados e o comportamento de um país periférico ideal de BW II. As semelhanças são: (a) a intervenção cambial mantendo o câmbio depreciado (o Brasil é exceção quanto a manter o câmbio depreciado); (b) a manutenção de superávits em conta-corrente; (c) o não aparecimento de déficits em conta-corrente quando aumentaram os influxos de capital, como tendia a ocorrer no passado; e (d) o crescimento das reservas cambiais.

As diferenças são: (a) as reservas cambiais latino-americanas diminutas quando comparadas às asiáticas; (b) os superávits em conta-corrente também bem menores; (c) os fluxos financeiros dos países da AL para os EUA comparativamente bastante pequenos; (d) ao contrário dos países asiáticos, ainda haveria espaço para os países da AL acumularem reservas por precaução; (e) a AL é uma região caracterizada por baixa poupança interna e baixo investimento, enquanto a Ásia exibe alta poupança interna e alto investimento; (f) os juros mais elevados na AL (sobretudo no Brasil e México) tornam caro o recurso a intervenções esterilizadas. Quanto a este último ponto, contraste-se o caso chinês, no qual os títulos emitidos para comprar as reservas cambiais pagam juros inferiores aos recebidos pela aplicação das reservas, com o caso oposto vigente na AL. No caso brasileiro, o governo paga cerca de 12% de juros líquidos (15% deduzidos 20% de IR) e recebe cerca de 5% ao investir as reservas no mercado internacional. Ou seja, quando se acumula US\$1 bilhão de reservas adicionais, incorre-se em uma despesa adicional de US\$ 70 milhões por ano caso a taxa de câmbio mantenha-se constante, como se prevê hoje. É caríssimo.

A conclusão da nota é que é pouco provável que países latino-americanos possam seguir o modelo de país periférico de BW II. O mais provável é que as intervenções esterilizadas no mercado de câmbio cessem à medida que for atingido o nível adequado para prevenção contra choques externos.

A pergunta relevante é qual o nível adequado de reservas cambiais para servir como seguro contra choques negativos externos. A regra de Guidotti-Greenspan é que países deveriam ter reservas suficientes para cobrir toda a dívida externa vincenda em 12 meses. Contando todos os pagamentos de nossa dívida externa, pública e privada, incluindo juros e principal, chega-se a um valor entre US\$ 45 e 50 bilhões. Como nossas reservas hoje beiram os US\$ 67 bilhões, haveria cerca de US\$ 20 bilhões de reservas excedentes. Pode-se achar que a regra de Guidotti-Greespan subestima o total necessário, mas pode-se igualmente argüir que não faz sentido um país que tem superávit em conta-corrente, o qual já inclui a despesa com juros, ter um nível de reservas que seja um múltiplo do fluxo de amortizações mais juros. Ou seja, é provável

que já haja reservas mais do que suficientes para prevenir os danos de possíveis crises financeiras internacionais.

Se for verdade que já haja o montante requerido de reservas para prover o nível adequado de seguro contra choques internacionais, qual seria a justificativa para se continuar a acumular reservas? Caso se almejasse seguir o modelo dos países periféricos de BW II, o BC interviria para depreciar o real e estimular a exportação. Mas isso requereria, entre outras coisas, juro baixo sem causar inflação, relação salário/câmbio baixa e poupança e investimento elevados. É isso que se quer? É possível? Acho que ambas as respostas são negativas, mas para que o debate produza menos calor e mais luz é preciso analisar tais aspectos.