

Não é hora de mexer com as reservas

Por Márcio Garcia



É muito alto o custo fiscal das reservas cambiais. Grosso modo, mantidas a taxa de câmbio e a atual diferença de juros entre o Brasil e os EUA, acima de 10%, o custo anual de manter os cerca de US\$ 370 bilhões é da ordem de US\$ 40 bilhões (R\$ 140 bilhões). Cerca de 2,6% do PIB, mais do que o dobro da meta de superávit original do ministro Joaquim Levy. Sem a menor dúvida, um valor muito elevado.

Antes da elevada depreciação cambial ocorrida nas últimas semanas, havia tomado corpo uma proposta que parecia atraente: aproveitar o vencimento dos swaps cambiais para diminuir o volume de reservas. Neste artigo, primeiro, justifico esta proposta e, em seguida, explico por que seria péssima ideia implementá-la no atual momento.

O preço dos swaps cambiais varia com o dólar. Quando o real se deprecia, como nas últimas semanas, os swaps sobem de preço, impondo grande prejuízo ao Banco Central. Mas, como os swaps somam pouco mais de US\$ 100 bilhões, o prejuízo que o BC tem com os swaps cambiais é largamente compensado pelo aumento do valor em reais das reservas cambiais. Ou seja, quando o real se deprecia frente ao dólar, a dívida líquida do setor público cai (e se reduz também a dívida bruta menos reservas cambiais, que é acompanhada de perto pelas agências de rating).

Ainda que em princípio fosse boa ideia, pagar os swaps cambiais com reservas poderia hoje agravar a crise

Um problema menor é que a contabilidade fiscal aloca os prejuízos dos swaps cambiais às despesas com juros, elevando-as, o que, por sua vez, aumenta o déficit nominal do setor público. E isto tem dado lugar a manchetes na imprensa. Já o aumento do valor em reais das reservas cambiais, muito maior, não reduz a despesa de juros, embora reduza a dívida líquida. Mas tal efeito diz respeito somente à contabilidade e à política monetária. Quando o BC paga os elevados ajustes na BM&F Bovespa referentes ao vencimento dos swaps, ele tem que recolher a moeda que emitiu, via colocação de operações compromissadas.

Dado que os swaps cambiais apresentam resultados fiscais de sinal contrário aos das reservas, uma ideia que tem sido veiculada é pagar os swaps com reservas cambiais. Claro que a mecânica não seria exatamente essa, mas o pagamento de swaps com reservas cambiais captura a essência da proposta. Respeitado o cronograma atual de vencimento dos swaps, tal proposta levaria as reservas cambiais, ao final do processo, a cerca de US\$ 260 bilhões, eliminando o estoque de swaps cambiais.

Seriam duas as vantagens. Primeira: o BC se livraria do estoque de swaps cambiais, como parece ser seu objetivo. O atual estoque de mais de US\$ 100 bilhões de swaps cambiais, herdado do programa de reação ao "taper tantrum" de maio de 2013, infelizmente estendido até o final de março de 2015, adveio da tentativa de evitar depreciações durante o último período eleitoral.

Segunda: as reservas seriam reduzidas a um valor mais baixo, ainda suficiente para propiciarem seguro em crises, mas com custos fiscais menores. Em 2008, quando a Lehman Brothers faliu, dando origem à maior crise internacional desde a Grande Depressão, as reservas eram menores do que as de hoje, menos o estoque de swaps cambiais, e foram suficientes

É uma ideia que, em princípio, parece boa. Mas, nas atuais circunstâncias, é completamente inadequada. Por que?

Primeiramente, porque a conjuntura internacional mostra-se adversa a países emergentes exportadores de commodities. O Fed está próximo a elevar juros, o que pode causar sobressaltos, similares ou ainda mais acentuados que os observados durante o "taper tantrum", em 2013. As notícias advindas da China vêm surpreendendo negativamente, com redução das exportações e do crescimento do PIB, quedas acentuadas na bolsa e desvalorizações cambiais. A Europa continua sem conseguir resolver a interminável tragédia grega. Tudo isso somado, configura-se um cenário de "risk-off" (alta aversão ao risco), que vem potencializando nossas dificuldades internas geradas pela confluência das crises econômica e política.

Caso a proposta de pagar os swaps com reservas fosse colocada em prática, uma interpretação (equivocada) que certamente apareceria no cenário internacional é que o BC estaria intervindo no mercado cambial para deter a depreciação cambial. Na realidade, o BC estaria somente trocando um hedge cambial (swaps) por outro (reservas). O problema é que swaps cambiais são uma jabuticaba, uma idiosincrasia brasileira. Seria difícil explicar de forma convincente o que o BC estaria fazendo. A interpretação de que o BC estaria querendo "segurar" a taxa de câmbio, ainda que equivocada, aumentaria a saída de capitais do Brasil, exacerbando a depreciação cambial, com seus efeitos deletérios.

A percepção pelos investidores internacionais de que o BC estaria intervindo para controlar o câmbio é das piores coisas que poderiam ocorrer neste momento. Não conviria correr tal risco, sobretudo quando se leva em conta que nosso BC tem um histórico muito problemático quanto a se comunicar com o mercado de forma eficaz.

Mas a principal razão pela qual não é hora de mexer com as reservas é que elas constituem a principal razão que nos manteve ao largo de uma crise cambial, com fuga de capitais, como tantas vezes tivemos no passado. Ao longo dos últimos anos, o país se dispôs a incorrer em um custo bastante alto para manter o seguro provido pelas reservas. Justamente quando o sinistro se afigura mais provável do que nunca não é a hora de reduzir o seguro.

Márcio G. P. Garcia, Ph.D. por Stanford, é professor do departamento de economia da PUC-Rio. Escreve mensalmente neste espaço.