

Reservas Cambiais

Márcio G. P. Garcia¹

26 de abril, 2017

Dada a incerteza reinante, seria prematuro mexer com as reservas cambiais.

Com a aproximação das eleições presidenciais, começam a surgir propostas econômicas para as campanhas de 2018. Uma ideia que volta à baila é a utilização das reservas cambiais para fins “produtivos”, como o financiamento de investimentos em infraestrutura.

À primeira vista, tais propostas parecem extremamente atraentes. Afinal, como mostra o gráfico, as reservas internacionais atingiram o elevado patamar de 370 bilhões de dólares em 2012, e vem oscilando ao redor desse valor desde então. Por que não usar parte desses recursos para o financiamento do esforço de investimento do país?

Basicamente, o benefício de se ter reservas internacionais é permitir que o país seja menos afetado em épocas de crise. Como aprendemos a duras penas, crises cambiais, envolvendo fuga de capitais para o exterior, cobram altíssimo custo em termos de perda de investimento, PIB e empregos. Já o custo de manutenção das reservas internacionais é dado, grosso modo, pelo diferencial de juros entre o Brasil e os EUA, dado que a maior parte de nossas reservas está aplicada em dólares.

Recentemente, Josué Alfredo Pellegrini, da Instituição Fiscal Independente, produziu competente estudo intitulado “Reservas Internacionais do Brasil: Evolução, Nível Adequado e Custo de Carregamento.” Nesse estudo, são avaliadas diversas métricas sugeridas para o tamanho adequado de reservas, bem como medidos seus custos. A conclusão é que, dependendo do critério relativo ao tamanho necessário de reservas, o montante excessivo de reservas cambiais oscila entre nove e 237 bilhões de dólares. O uso do critério sugerido pelo FMI, por exemplo, sugere um excesso de reservas da ordem de 119 bilhões de dólares. O custo do diferencial de juros associado a tal montante é bastante substancial, cerca de 0,46% do PIB, ou praticamente o que o governo gasta com o Bolsa-Família.

O estudo propõe que, caso se decida alienar parte das reservas, o BC deva vendê-las ao mercado aos poucos, buscando evitar apreciar a taxa de câmbio—o que é mais fácil de falar do que de fazer. Mas, acima de tudo, recomenda que a receita derivada da venda das reservas seja integralmente destinada ao abatimento da dívida pública.

Já as propostas alternativas que têm sido ventiladas contestam este último item, advogando o uso das receitas auferidas com a venda das reservas excedentes para o financiamento de investimento em infraestrutura.

¹ Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira a cada mês.

Inicialmente, cabe enfatizar que o benefício do seguro provido pelas reservas é muito difícil de ser avaliado. O gráfico mostra que, na crise de 2002, quando as reservas eram muito baixas, a taxa de câmbio desvalorizou-se enormemente, chegando a um nível que, aos preços de hoje, corresponderia a cerca de R\$7 por dólar. Pode-se imaginar o que tal cenário catastrófico produziria hoje, com quebra de grandes empresas endividadas em dólar (inclusive, possivelmente, a Petrobras) e grande aprofundamento da longa recessão iniciada em 2014. Foram as reservas fartas que evitaram que tal cenário se repetisse na virada de 2015 para 2016, quando se tornou claro que o governo Dilma havia abandonado qualquer compromisso com a responsabilidade fiscal e o *impeachment* ainda era considerado improvável. Isso sugere que, com toda a incerteza que ainda vivemos hoje, seria prematuro sinalizar uma redução do seguro provido pelas reservas cambiais.

Ademais, não são os recursos da venda das reservas cambiais que poderão alavancar o investimento em infraestrutura. O que promoverá o aumento do investimento na economia brasileira será a confiança trazida pela consolidação do ajuste fiscal, iniciada pela PEC do teto de gastos que, oxalá, será complementada pela indispensável reforma da previdência.

Em suma, se a reforma da previdência for aprovada sem maiores desfigurações, teremos um cenário favorável que talvez abra espaço para que se pense em reduzir as reservas cambiais, sempre utilizando os recursos para o abatimento da dívida pública. Eventuais aportes fiscais para financiamento da infraestrutura devem ser avaliados *per se*, no bojo do processo orçamentário, sem qualquer vinculação com os recursos auferidos por eventuais vendas de reservas. Já se a reforma da previdência fracassar, é provável que voltemos a cenário similar ao que vivemos em finais de 2015. Neste cenário desafortunado, as reservas podem ter de ser reduzidas, no combate à crise. O que seria como emagrecer por conta de uma doença grave. Melhor fazer regime!

