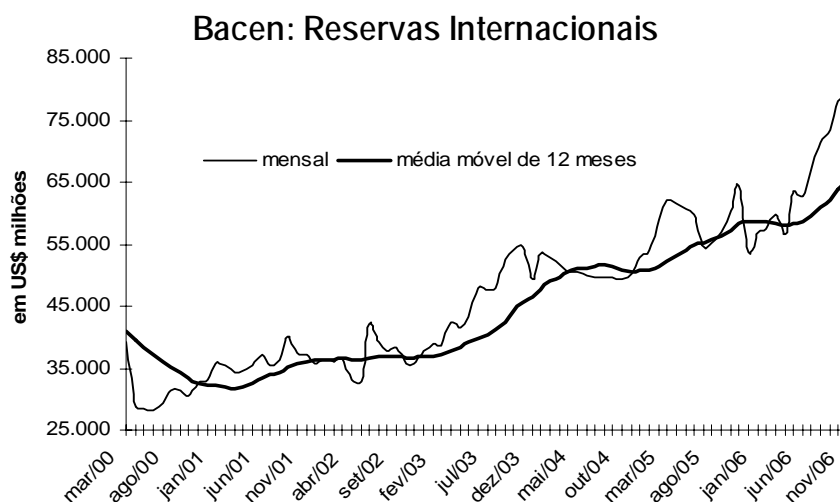


Acúmulo de Reservas Internacionais: “Estratégia Eficiente com Câmbio Flutuante ? “

Eduardo Velho¹
 24 de novembro de 2006

Nos últimos anos, o cenário internacional favorável permitiu o Bacen brasileiro a acumular reservas internacionais expressivas. De fato, o volume dessas reservas passou de US\$ 37,8 bilhões em dezembro de 2002 para US\$ 78 bilhões em outubro deste ano. Apenas em 2006, até o dia 23 de novembro, as reservas subiram praticamente US\$ 25 bilhões em relação ao patamar do final do ano passado. De fato, o superávit comercial expressivo nos últimos anos - acima de US\$ 40 bilhões - e a geração de saldos positivos em conta corrente têm permitido o movimento de acumulação das reservas. Por outro lado, o baixo crescimento econômico e a taxa real de juros ainda elevada para os padrões internacionais, tem induzido pressões para intervenções da autoridade monetária na ponta de compra do dólar para elevar a taxa de câmbio e assim, o crescimento das exportações e da produção industrial.



Na literatura acadêmica tradicional, o acúmulo das reservas no regime de câmbio fixo e/ou administrado (via bandas) é justificável pela necessidade de defesa do preço ou da banda cambial. Por outro lado, no regime de câmbio flutuante, essa necessidade não existiria em princípio, pois a livre entrada e saída de divisas ajustaria o preço que tornaria equilibrado o saldo total do balanço de pagamentos. Mas, na prática isso não é instantâneo e a presença de informação assimétrica, pode fazer com que o preço do câmbio ou a quantidade de reservas dêem sinais erráticos sobre os fundamentos econômicos. Nesse sentido, as justificativas para a intervenção de um Banco Central no mercado de câmbio no regime de câmbio flutuante seriam as seguintes:

¹ Consultor exclusivo da Mandarim Gestão de Ativos.

- (I) Para qualquer ativo, as imperfeições no mercado de câmbio podem causar um descolamento da taxa de câmbio nominal de seu valor fundamental. Dependendo do *timing* desse desalinhamento em relação a seu valor de equilíbrio ou então pela magnitude da volatilidade, pode distorcer a alocação eficiente de recursos. Esse desajuste pode emitir sinais errados para o mercado quanto à correta estrutura de preços relativos da economia. Por outro lado, não se deve concluir que menor volatilidade cambial é sempre preferível a mais volatilidade. Muito pelo contrário, a maior flexibilidade do regime cambial, que contribui para uma volatilidade mais alta, permite minimizar o custo de acomodação da economia a choques externos. Além disso, muitos bancos centrais argumentam que algum nível de volatilidade é sempre importante para afugentar capitais especulativos de curto prazo.
- (II) Em segundo lugar, se o grau do pass-through) da economia é elevado, uma depreciação cambial não fundamentada acirra desnecessariamente o *trade-off* entre inflação e desemprego na economia. Quanto maior a depreciação da moeda doméstica, maior a elevação da taxa de juros necessária para atingir a meta inflacionária, aumentando assim a taxa de sacrifício da política de estabilização doméstica em termos de aumento do desemprego.
- (III) Em terceiro lugar, movimentos bruscos e repentinos na taxa de câmbio nominal, mesmo quando justificados, podem ter efeitos reais adversos de grande magnitude em virtude do descasamento em moeda de setores estratégicos da economia, como o setor bancário e os setores importadores de bens de capital. Além disso, esses movimentos podem reduzir drasticamente a liquidez do mercado, aumentando a volatilidade cambial, o que, por sua vez, influencia de forma espúria o nível da taxa de câmbio. É claro que a extensão do primeiro efeito depende em boa medida da existência e da sofisticação de mecanismos de realocação da exposição dos agentes domésticos ao risco cambial, tal como um mercado privado de derivativos onde agentes com posições líquidas ativas e passivas em dólar possam imunizar suas carteiras mutuamente.
- (IV) Os movimentos abruptos e significativos da taxa de câmbio de equilíbrio, em decorrência de mudanças bruscas na política monetária, nos fundamentos domésticos ou no cenário internacional, são em geral acompanhados por um processo razoavelmente doloroso e demorado de ajustamento do mercado de câmbio, comumente conhecido como *overshooting*. Nesses casos, **em virtude da escassez de informação sobre as novas condições econômicas, o mercado pode ficar desorientado quanto à trajetória futura da taxa de câmbio, dando margem a movimentos desordenados** e criando um ambiente propício à atuação de especuladores. Nesse caso, desde que o banco central possua informação superior à “média” do mercado, **a intervenção cambial é um meio através do qual a autoridade monetária pode emitir sinais acerca de suas expectativas quanto ao rumo da economia,** influenciando assim nos “sentimentos” do mercado e promovendo um realinhamento mais ordenado da taxa de câmbio em direção a seu novo nível de equilíbrio. Entretanto, os bancos centrais sustentam que é mais apropriado não intervir quando a autoridade monetária não dispõe de informação superior. Uma estratégia de intervenção

poderia eventualmente carregar o mercado para uma direção errada, com todos os custos alocativos que costuma implicar.

Existem várias estratégias alternativas de intervenção da autoridade monetária no mercado de câmbio. A estratégia ótima depende, entre outros fatores, dos objetivos da política cambial, das restrições institucionais impostas ao banco central, de sua credibilidade frente ao mercado, do volume de reservas cambiais, da complexidade do mercado de derivativos e dos canais de transmissão da política cambial.

Nesse sentido, *cabe notar que em boa parte dos países que optaram pela livre flutuação cambial a decisão de aumentar as reservas foi tomada após uma brusca redução do estoque de reservas*, como resultado da defesa da paridade fixa no regime anterior. Conseqüentemente, um dos objetivos da política cambial em muitos desses países, pelo menos no período imediatamente após a mudança de regime, tem sido **a implementação de um mecanismo de acumulação de reservas cambiais capaz de elevar seu estoque a um nível que permita ao banco central intervir no mercado de câmbio em momentos de forte turbulência no mercado. Um estoque relativamente grande é também importante para dar credibilidade à política de intervenção.** Dois outros instrumentos alternativos, que definem formas indiretas de intervenção no mercado de câmbio, são a emissão de dívida pública indexada a uma moeda estrangeira, em geral uma moeda forte como o dólar norte-americano e o euro, e a execução de operações nos mercados de derivativos (opções, futuros e *swaps*). Esses instrumentos proporcionam ao banco central um meio de abrandar a restrição que a insuficiência de reservas impõe para a intervenção no mercado de câmbio. Em função das incertezas (ainda presentes) da desaceleração da atividade econômica mundial e do ciclo de aperto monetário nas regiões industrializadas, acreditamos que a estratégia mais eficiente do Bacen brasileiro é de continuar a trajetória chinesa: acumular reservas cambiais².

² Deve-se reconhecer que o acúmulo de reservas tem um custo fiscal de esterilização via colocação de títulos públicos, mas no atual panorama de recuo da taxa de juros, esse custo deveria ser relativizado.