

Reservas em Moeda Estrangeira: Use com Cuidado

- **Muito se tem falado a respeito da necessidade de o Brasil mudar o seu regime monetário como condição para que a taxa de juros possa ser reduzida substancialmente.**
- **Algumas propostas flertam perigosamente com a ideia de usar as reservas do Banco Central para conter depreciações cambiais que fatalmente resultarão de questionamentos em relação à viabilidade do novo modelo.**
- **Argumentamos aqui que, muito mais do que funcionar como garantia de liquidez para períodos de disfuncionalidades no mercado de câmbio, as reservas têm a função prioritária de sinalizar que o país é capaz de gerar moeda estrangeira para honrar seus compromissos externos.**
- **Uma posição credora do setor público em ativos denominados em moeda estrangeira funciona como amortecedor em momentos de incertezas fiscais, como o atual. Isso ocorre porque um movimento de enfraquecimento do real reduz a dívida líquida denominada em reais, mitigando, ainda que um pouco, o círculo vicioso do endividamento.**

Introdução

As preocupações com o nível da taxa de juros no Brasil são amplamente justificadas. Todos estão cientes de que o patamar atual é extremamente prejudicial para a maioria das famílias, para as empresas e para o próprio governo. Mas sabemos também que para todo problema complexo existe uma solução simples, elegante e completamente errada[1]. Uma destas seria, certamente, forçar a autoridade monetária a baixar a taxa básica na marra e tentar conter o impacto sobre o câmbio através da venda de reservas. **Argumentamos aqui que as reservas não servem somente para prover liquidez e conter depreciações. Elas compõem o passivo externo líquido e a posição do setor público em moeda estrangeira, sendo fundamentais para mitigar o risco de insolvência em momentos de maior incerteza fiscal.**

Gráfico 1: Posição de Investimento Internacional Setores Público e Privado (US$ bilhões)

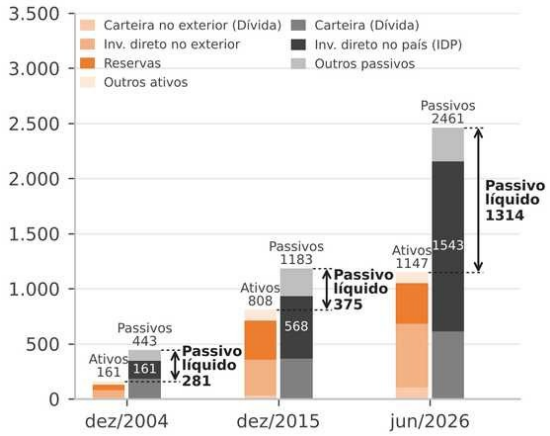
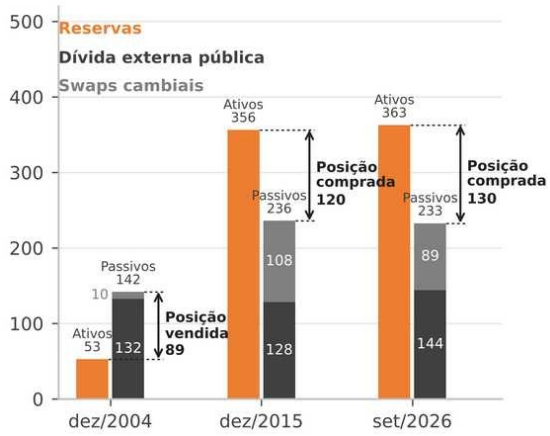


Gráfico 2: Posição do Setor Público em Ativos Denominados em Moeda Estrangeira (US$ bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil

Metas Para a Inflação: A Âncora São As Expectativas

[1] H. L. Mencken (Henry Louis Mencken), publicada originalmente em 1920 no livro Prejudices.

De acordo com o regime monetário brasileiro o Banco Central deve administrar a taxa básica (Selic) de modo a cumprir a meta para o IPCA estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (composto pelo próprio presidente da autoridade monetária, pelo ministro da Fazenda e pelo ministro do Planejamento e Orçamento).

A âncora do sistema são as expectativas. Se os agentes acreditam que a autoridade monetária fará o necessário para atingir a meta, as expectativas convergem para ela. Do contrário, é mais caro, tanto em termos de juros quanto de produto, viabilizar uma variação de preços que seja compatível com os objetivos.

Qualquer tentativa de abandonar o regime atual implica colocar um outro arcabouço no lugar. Se os juros não são definidos de forma a estabilizar os preços, há risco de a inflação e a taxa de câmbio saírem do controle. O perigo é o de se consolidar um círculo vicioso envolvendo desvalorização da moeda e alta de preços.

O Gráfico 3 mostra as metas de inflação, as bandas de tolerância e as expectativas de mercado para 12 meses à frente. É possível perceber que: 1) Momentos de depreciação cambial mais intensa (Gráfico 4) são consistentes com expectativas de inflação em alta, na maior parte das vezes saindo do intervalo das metas, e 2) A tentativa de reduzir os juros durante o governo Dilma (2011-2016) produziu perda de credibilidade da autoridade monetária, alta das expectativas de inflação e contribuiu para acentuar a depreciação cambial.

Gráfico 3: Metas de Inflação
(% a.a.; meta, banda e Focus 12 meses)

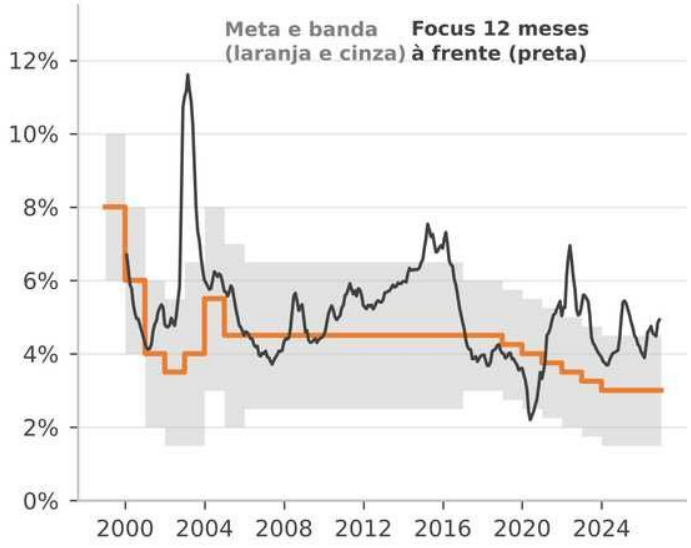
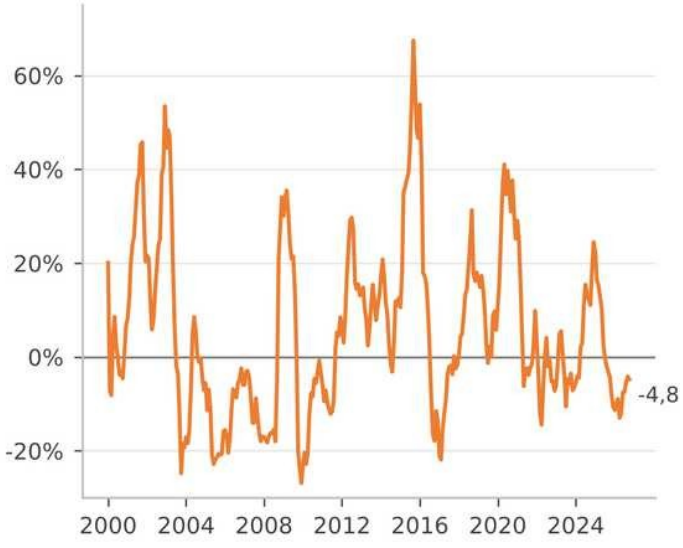


Gráfico 4: Variação Cambial em 12 Meses
(% a.a.; R$/US$, fim de mês)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Investimentos Estrangeiros Diretos X Dívida Externa

A Posição Internacional de Investimentos ajuda a identificar quem serão os principais ganhadores e perdedores caso ocorra algum tipo de turbulência que leve ao enfraquecimento do real. Uma empresa que tem dívida em moeda estrangeira arca com o custo de uma desvalorização porque os montantes são fixos na moeda em questão, e esta precisará desembolsar os reais que forem necessários para fazer frente à taxa de câmbio (ao preço do dia) no momento de pagar juros e amortizações. Já uma companhia que realizou investimentos diretos no país faz negócios e apura seus resultados em moeda local. Se o câmbio desvalorizar, a remessa ao exterior, quando denominada em moeda forte, será menor.

Isso significa que, para um país que tem a necessidade de absorver poupança externa, na forma de déficit em transações correntes, é muito melhor que este seja financiado por investimentos estrangeiros diretos do que por dívida (Gráfico 6). Ou seja, a composição do passivo é importante no sentido de determinar se um choque sobre a taxa de câmbio será amplificado ou moderado, a depender da qualidade dos recursos que os investidores estrangeiros tenham alocado ao país.

O Gráfico 5 mostra que em 2004 o passivo externo líquido (US$ 281 bilhões) superava o estoque de investimentos estrangeiros diretos (US$ 161 bilhões). Isso significa que o país tinha que recorrer a endividamento, em termos líquidos, para financiar a sua despoupança. Em 2015 essa relação já era mais saudável: US$ 375 bilhões de passivo externo líquido contra US$ 568 bilhões de investimentos diretos. Atualmente estamos com um estoque de investimentos diretos da ordem de US$ 1,54 trilhão, superior ao passivo externo líquido de US$ 1,31 trilhão. Outro dado interessante a acompanhar é o endividamento externo líquido (passivos em dívida menos ativos em dívida e reservas internacionais). Ele passou de US$ 189 bilhões em 2004 (28% do PIB) para US$ 130 bilhões em 2015 (7%) e voltou a US$ 351 bilhões (14%) em junho de 2026. Esse é um ponto de atenção importante.

Quando falamos do benefício de manter reservas internacionais, não estamos nos referindo apenas à capacidade de gerar moeda estrangeira para dar liquidez ao mercado e honrar compromissos externos. Qualquer iniciativa de vender dólares para conter o câmbio em momentos de incerteza pode ter o benefício de conter volatilidade e prevenir disfuncionalidades do mercado.

Mas sempre há um custo. De uma forma geral, como regra de bolso, quando o estoque de investimentos diretos supera o passivo externo líquido, depreciações da taxa de câmbio reduzem o valor deste último, medido em moeda estrangeira, o que funciona como um mecanismo contracíclico. No caso contrário temos uma dinâmica pró-cíclica, um círculo vicioso.

Gráfico 5: Posição de Investimento Internacional (US$ bilhões)

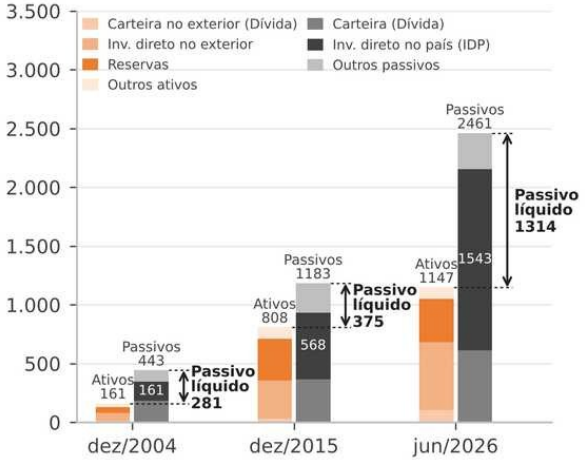
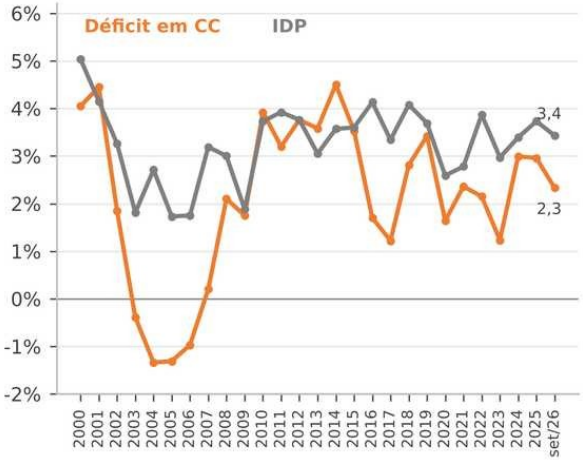


Gráfico 6: Conta Corrente e IDP (% do PIB, 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil.

A Exposição do Setor Público

No caso de algum choque que esteja relacionado a, ou que acabe desencadeando, uma desconfiança em relação às contas fiscais, a posição de reservas internacionais é ainda mais importante. O Gráfico 7 mostra como evoluiu a relação entre a dívida externa do setor público e as reservas internacionais desde 1990. O colchão criado ao longo do tempo foi fundamental para estabelecer credibilidade em relação à capacidade de o Tesouro Nacional honrar seus compromissos em moeda estrangeira.

Em vários momentos de incerteza, as reservas foram usadas para reduzir a volatilidade do mercado de câmbio. Mas sabemos que o Banco Central tem feito uso de derivativos: a promessa de o Banco Central trocar reais por dólares numa data futura a um preço predefinido (swaps cambiais, contratos futuros e leilões de linha).

Isso significa que não basta acompanhar a relação entre dívida e reservas do Gráfico 7. É preciso observar também a posição do setor público em derivativos cambiais, como a explicitada no Gráfico 8. Aqui vale a mesma lógica descrita anteriormente. Quando o setor público é credor líquido de ativos em moeda estrangeira, uma alta do câmbio irá reduzir a dívida líquida medida em reais, de modo que a desvalorização melhora os fundamentos fiscais, o que funciona como um vetor de redução da desconfiança.

Por isso é preciso extremo cuidado ao reduzir a posição comprada em moeda estrangeira, seja vendendo reservas, seja abusando de derivativos. Há um enorme risco de que um balanço mais frágil coloque o país em uma trajetória de ruptura em caso de desconfiança que afetam o mercado de câmbio.

Gráfico 7: Dívida Externa do Setor Público e Reservas (US$ bilhões)

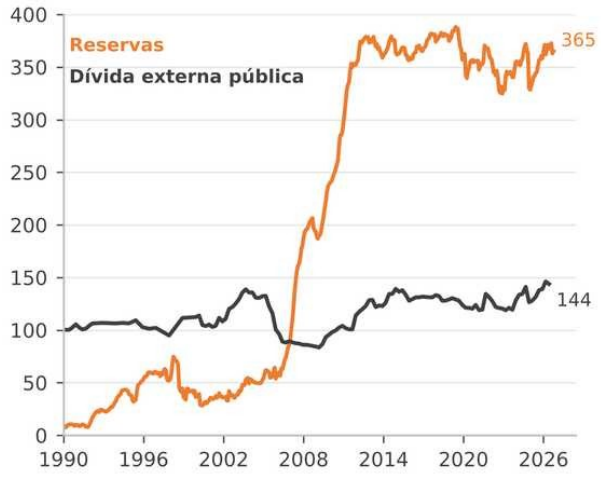


Gráfico 8: Exposição do Setor Público à Taxa de Câmbio. Ativos e Passivos. Reservas vs. Dívida Externa + Derivativos (US$ bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Este relatório foi preparado e publicado pela equipe de sócios e consultores da Pezco Consultoria, Editora e Desenvolvimento Ltda ("Pezco Economics"), exclusivamente para seus clientes e parceiros. Este documento tem como objetivo servir de base para a discussão de elementos do ambiente econômico e setorial, através da compilação de informações e exposição de análises e de pontos de vista. Foram tomados os melhores cuidados com a confiabilidade das informações e de suas fontes, mas não é possível garantir a exatidão delas ou das análises realizadas sobre elas. Todas as informações aqui contidas a título de "projeção" ou "previsão" estão fundamentadas em elementos e tendências disponíveis quando a análise foi produzida, cujos pressupostos podem mudar significativamente ao longo do tempo. Este documento não se destina a oferecer ou solicitar compra ou venda de quaisquer bens ou serviços. A Pezco Economics e os profissionais que participaram deste relatório não se responsabilizam por decisões tomadas com base neste. Tanto a Pezco Economics quanto seus sócios e consultores que figuram neste relatório podem manter posições em ativos mencionados neste documento, bem como podem estar participando ou ter participado de projetos de consultoria/assessoria relacionados a organizações aqui mencionadas – nesse caso, as análises resultantes desconsideram as informações não públicas e protegidas por acordos de confidencialidade. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito pela Pezco Economics.