

Nota Técnica nº 39

28 DE OUTUBRO DE 2019

**Custo de carregamento
e nível adequado das
reservas internacionais**

Josué Pellegrini

Custo de carregamento e nível adequado das reservas internacionais¹

Josué Pellegrini²

Esta nota retoma os números do custo de carregamento das reservas internacionais e das métricas de nível adequado de reservas tratados inicialmente no Estudo Especial nº 1 da IFI. Constatou-se que o custo de carregamento líquido vem caindo com a redução das taxas de juros, embora permaneça positivo em razão do baixíssimo retorno das reservas internacionais. Contudo, quando se leva em conta a desvalorização cambial, o custo de carregamento líquido é negativo a maior parte do tempo, pelo menos desde meados de 2011. A parte final da nota comenta a mudança recente de atuação do Banco Central, que passou a vender parte das reservas internacionais a partir do fim de agosto.

¹ O objetivo desta nota enquadra-se entre as atribuições da IFI, previstas no art. 1º da Resolução nº 42/2016.

² Diretor da IFI e Consultor Legislativo do Senado Federal.

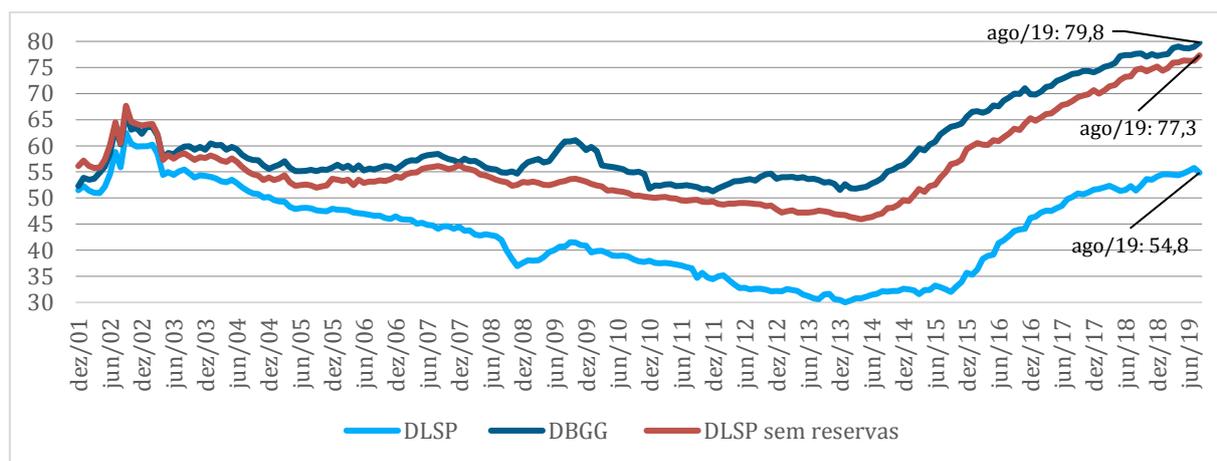
I - Introdução

Essa nota retoma o tema das reservas internacionais tratado no Estudo Especial da IFI nº 1, de 2017³. A intenção é atualizar os números relativos ao nível adequado de reservas e ao seu custo de carregamento e aproveitar para rememorar as questões a serem consideradas quando se cogita usar as reservas internacionais para abater a dívida pública.

O assunto é importante pois as reservas internacionais estavam em US\$ 386,5 bilhões em agosto de 2019 e, como principal ativo da União, explicam grande parte da diferença atualmente existente entre os dois principais indicadores de dívida pública: Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)⁴.

O Gráfico 1 mostra como a DLSP se aproxima da DBGG quando as reservas não são incluídas entre os ativos no primeiro indicador. Essa aproximação aumentou com os resgates antecipados dos créditos do Tesouro junto ao BNDES, que são o segundo ativo em tamanho, após as reservas internacionais. Esses resgates totalizaram R\$ 379 bilhões do fim de 2015 a agosto de 2019.

GRÁFICO 1: DBGG, DLSP E DLSP SEM RESERVAS EXTERNAS - % PIB



Fonte: BCB. Elaboração: IFI.

II - Nível adequado de reservas

Se houvesse a opção por vender parte das reservas internacionais e utilizar os recursos assim obtidos no abatimento da DBGG, o Banco Central as venderia no mercado de câmbio e, ao mesmo tempo, teria de enxugar a liquidez gerada pela sua atuação, por meio da redução das operações compromissadas. Como o saldo dessas operações corresponde ao segundo componente mais importante da DBGG, atrás somente da dívida mobiliária do Tesouro junto ao mercado, a DBGG terminaria por baixar como fruto da venda de reservas.

A opção por esse uso não é trivial, entretanto. Pelo menos não como a opção pelo resgate antecipado dos créditos do Tesouro junto ao BNDES, com utilização dos recursos no resgate das compromissadas e da dívida mobiliária, como vem sendo feito. Há primeiramente a questão do nível adequado de reservas internacionais. Essas reservas são um importante seguro contra crises externas. Quando as crises acontecem, as reservas permitem minorar os efeitos adversos sobre a

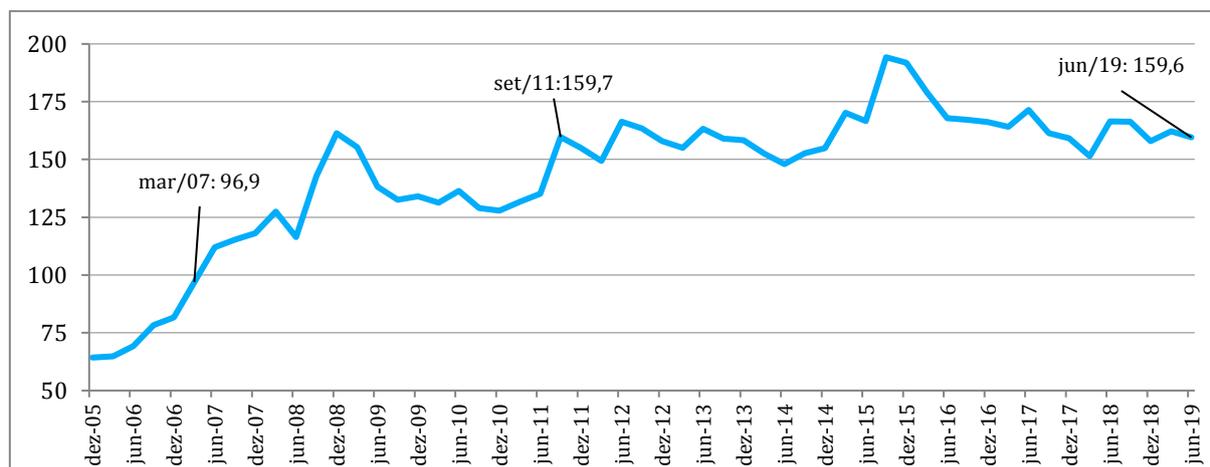
³ Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/529487/EE_Reservas_Internacionais.pdf?sequence=1.

⁴ Os números utilizados nesta nota foram retirados da página eletrônica do Banco Central, notadamente as tabelas especiais relativas à dívida pública e às reservas internacionais. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>.

economia doméstica. Mais ainda. A própria existência de reservas em nível adequado ajuda a prevenir o surgimento de crises.

Existem várias métricas que indicam o nível adequado de reservas. O FMI considera adequado o montante de reservas que vai de 100% a 150% do nível resultante da aplicação da sua métrica, conhecida como *Assessing Reserve Adequacy* (ARA)⁵. O Gráfico 2 mostra a razão entre o nível efetivo de reservas internacionais e o nível indicado como adequado pela métrica do FMI. O período coberto vai de dezembro de 2005 a junho de 2019, último mês com informações disponíveis para todas as variáveis empregadas na métrica do FMI. Os dados são calculados a cada trimestre, pois algumas variáveis utilizadas são divulgadas com essa periodicidade mínima.

GRÁFICO 2 - RAZÃO ENTRE O NÍVEL DE RESERVAS INTERNACIONAIS E O NÍVEL ADEQUADO INDICADO PELA MÉTRICA DO FMI (ARA) - %



Fonte: BCB. Elaboração: IFI.

Conforme se pode ver, o país alcançou os 100% já desde o início de 2007, enquanto os 150% foram alcançados no fim de 2011. Ocorre que esse ano foi o último do período em que se deu o expressivo acúmulo de reservas. O país quase nunca chegou a se distanciar dos 150% nos anos seguintes, e, em junho de 2019, estava em cerca de 160%.

Considerando-se os 100%, o nível adequado de reservas é de R\$ 236,9 bilhões e o excedente chega a R\$ 151,2 bilhões. Se considerados os 150%, o nível adequado é de R\$ 355,4 bilhões, com excedente de apenas R\$ 32,7 bilhões, sempre comparados às reservas de R\$ 388,1 bilhões de junho de 2019. A diferença é muito ampla. A escolha dentro do intervalo de 100 a 150% depende em última instância do que se entende como risco aceitável para o país, avaliação subjetiva em certa medida.

III – Custo de carregamento das reservas

Um outro ponto a ser levado em conta quando se opta pela venda de reservas para uso no abatimento da DBGG é o custo de carregamento dessas reservas. Quanto maior o custo, mais se justifica a estratégia e vice-versa. O custo de carregamento aponta quanto custa ao país manter as reservas em vez de vendê-las e utilizar os recursos em alternativas de maior retorno. Trata-se, na verdade, do custo de oportunidade, o que se deixa de ganhar ou de economizar com a perda da oportunidade de utilizar os recursos gerados com a venda das reservas em outros destinos.

⁵ O nível dado por essa métrica consiste na soma de 5% das exportações anuais, 30% do saldo da dívida externa de curto prazo, 15% do saldo de outras obrigações externas (como investimentos em carteira) e 5% de alguma medida de meio de pagamento ampliado para considerar fuga de capital de residentes. O meio de pagamento aqui considerado foi o M3. Para mais informações sobre a métrica do FMI ver: <http://www.imf.org/external/np/spr/ara/>.

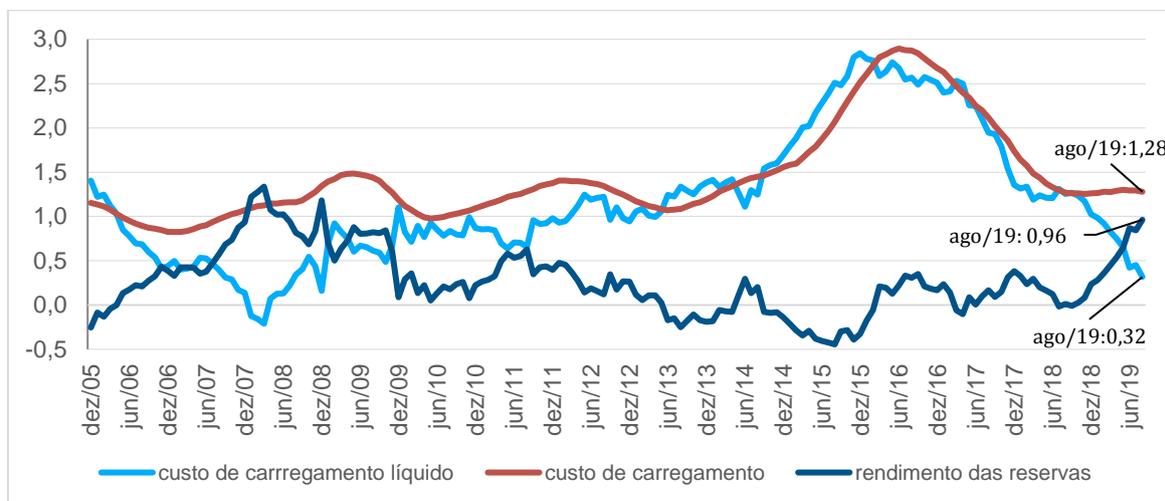
O uso discutido aqui é o resgate da DBGG e, nesse caso, o custo de oportunidade é o custo da dívida pública. Assim, quanto maior o custo da dívida pública, mais oneroso manter o seguro contra crises propiciado pelas reservas internacionais, especialmente se as reservas existentes já se encontrarem acima dos níveis apontados como adequados pelas métricas existentes.

Mas é preciso levar em conta também o rendimento das reservas internacionais. Essas reservas são aplicadas no mercado internacional, principalmente em títulos públicos emitidos por governos de países desenvolvidos, denominados em dólar. A parte mais importante do rendimento provém dos juros proporcionados pelos ativos nos quais o país aplica (remuneração). Mas pode vir também de valorização ou desvalorização desses ativos (variação por preço) e de mudanças na paridade entre o dólar e as demais moedas nas quais parte dos ativos está denominada (variação por paridade).

Assim, o custo de carregamento das reservas precisa ser analisado em termos líquidos, vale dizer, já descontado do rendimento das reservas externas. O Gráfico 3 permite ver o custo de carregamento, o rendimento das reservas e o custo líquido do rendimento, desde dezembro de 2005 até agosto de 2019, último mês com dados disponíveis. Os dados estão em % do PIB e acumulados nos últimos doze meses.

Utiliza-se a taxa Selic como *proxy* para o custo de carregamento, já que o enorme montante de reservas acumuladas pelo país foi diretamente financiado por compromissadas, que são corrigidas pela Selic. Entretanto, é possível utilizar também o custo do estoque de títulos públicos em poder do mercado.

GRÁFICO 3: CUSTO DE CARREGAMENTO E RENDIMENTO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS
% PIB - ACUMULADO EM DOZE MESES



Fonte: BCB. Elaboração: IFI.

O custo de carregamento oscilou grande parte do período coberto entre 1% e 2,5% do PIB, acompanhando os movimentos da Selic. Destaque para a significativa queda no biênio 2017-2018 por conta da flexibilização da política monetária a partir do fim de 2016. Ao longo de 2019, o custo manteve-se em cerca de 1,3% do PIB. Poderá diminuir ainda mais quando sofrer os efeitos da redução da Selic de 6,5% para 5,5% entre agosto e outubro.

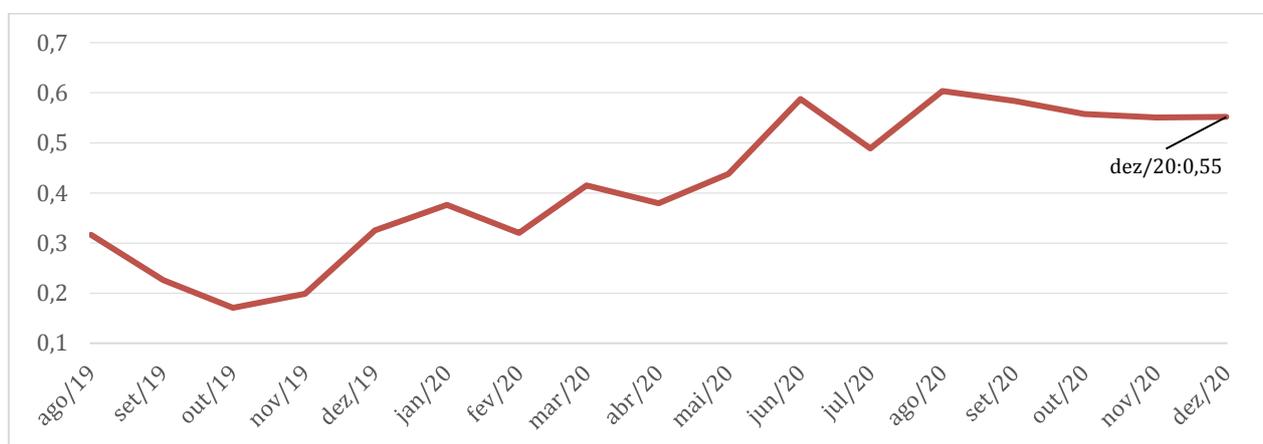
Já o rendimento das reservas internacionais oscilou de -0,5% a 1% do PIB ao longo do período retratado no Gráfico 3. Desde 2013, manteve-se próximo de nulo, refletindo o cenário internacional de juros em níveis ineditamente baixos. Por isso, nos últimos anos, o custo de carregamento caminhou bastante próximo do custo líquido.

Ao longo de 2019, houve um pronunciado aumento do rendimento das reservas internacionais. Com isso, o custo líquido de carregamento caiu para 0,32% do PIB, em agosto de 2019. O maior rendimento se deve a novas rodadas de redução da taxa internacional de juros. A redução levou à valorização dos títulos nos quais está aplicada grande parte das reservas externas, pois esses papéis passaram a render mais do que os disponíveis no mercado. No acumulado de dezembro de

2018 a agosto de 2019, esse componente do rendimento das reservas, a chamada variação por preço, chegou a US\$ 12 bilhões, justificável dado o tamanho dessas reservas. É claro que esses ganhos são temporários. Passado o período de ajuste nos preços dos títulos, o rendimento das reservas voltará a ser baixo, padrão característico dos últimos anos.

Uma possível trajetória até o fim de 2020 para o custo de carregamento líquido das reservas é a expressa no Gráfico 4, feito a partir de certas suposições a respeito da evolução futura das variáveis envolvidas, entre as quais: a) variação das reservas apenas por conta da incorporação da remuneração; b) remuneração mensal das reservas igual à média observada de janeiro a agosto de 2019; c) crescimento econômico de 0,9% e 2% em 2019 e 2020, respectivamente; d) deflator implícito do PIB de 3,78% e 4,15% nos mesmos anos (IPCA de 3,21% e 3,58%, somados a 0,57%); e e) Selic de 4,75% ao desse e do próximo ano, respectivamente.

**GRÁFICO 4 – PROJEÇÃO DO CUSTO DE CARREGAMENTO LÍQUIDO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS
% PIB – ACUMULADO EM DOZE MESES**



Fonte: BCB e IBGE. Elaboração: IFI.

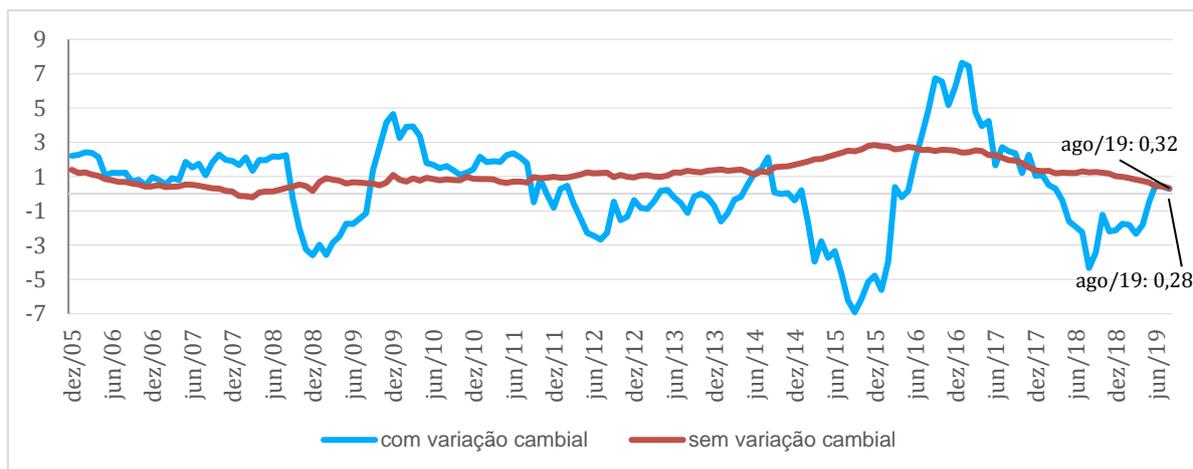
Com base na projeção, o custo de carregamento líquido aumentará dos atuais 0,32% do PIB para 0,55% do PIB ao fim de 2020. O aumento se deve à suposição de que os ganhos de capital com as reservas cessarão. Esse efeito mais que compensa a redução da Selic. Entretanto, a comparação adequada é com a trajetória observada em todo o período coberto no Gráfico 3, quando o custo do carregamento quase sempre manteve-se acima de 1% do PIB.

IV- O efeito da variação cambial

A avaliação do uso de reservas para abater a DBGG requer que se leve em conta ainda um outro fator. Trata-se da taxa de câmbio. A desvalorização cambial (aumento da taxa de câmbio) eleva o valor das reservas medido em moeda nacional e, por consequência, reduz a dívida líquida. A dívida bruta até acaba subindo, já que uma pequena parcela corresponde à dívida externa. Mas como esse passivo é pequeno frente às reservas, o efeito final é amplamente favorável às finanças do governo federal.

O Gráfico 5 mostra o custo de carregamento líquido sem e com a variação da taxa de câmbio, em % do PIB, no acumulado dos últimos doze meses, desde o fim de 2005. O custo com variação cambial pode estar acima ou abaixo do custo sem variação cambial, o que indica a ocorrência de valorização ou desvalorização cambial, respectivamente. A valorização funciona como espécie de custo extra, além do próprio custo de carregamento, enquanto a desvalorização corresponde a um ganho extra, a exemplo do rendimento das reservas.

**GRÁFICO 5 – CUSTO DE CARREGAMENTO LÍQUIDO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS, SEM E COM VARIAÇÃO CAMBIAL
% PIB – ACUMULADO EM DOZE MESES**



Fonte: BCB. Elaboração: IFI.

Conforme se pode ver, existem dois períodos, demarcados em meados de 2011. Na fase anterior, o custo de carregamento com variação cambial ficou normalmente acima do custo sem variação cambial. Nesse período, além de o rendimento das reservas não compensar o custo de carregamento, a valorização cambial ainda levava à perda do valor em real das reservas.

Já no período seguinte, predominou a desvalorização cambial, ainda que a taxa de câmbio tenha apresentado forte flutuação. Nessa fase, o custo de carregamento com variação cambial foi negativo em grande parte do tempo. Teria sido um péssimo negócio, por exemplo, a venda de reservas internacionais ao fim de 2011, pois até então o acúmulo de reservas havia trazido grandes perdas ao país, mas a situação se reverteu desde então, e o custo de carregamento líquido tornou-se predominantemente negativo.

Como a taxa de câmbio tem flutuado de modo acentuado nos últimos anos, é muito difícil avaliar a conveniência ou não de se vender as reservas para abater dívida pública, levando-se em conta uma lógica estritamente financeira.

V - Mudanças recentes na atuação do Banco Central

Além do nível adequado de reservas, outro ponto a ser levado em conta quando se cogita vender reservas externas para abater a DGB é o efeito sobre a taxa de câmbio decorrente da venda de montantes mais expressivos dessas reservas. Para que esse impacto fosse amenizado, as vendas teriam que ser realizadas gradualmente e programadas para coincidir com períodos de aumento da demanda por divisas. Isso ocorre, por exemplo, em situações de maior incerteza, quando há maior procura por dólar para fins de proteção ou retirada de capital do país.

Ao longo de 2019, especialmente no segundo semestre, tem prevalecido um quadro de maior demanda por dólar. Além da persistência de elevado grau de incerteza quando à evolução da economia internacional e doméstica, as empresas estão antecipando a amortização das respectivas dívidas externas, por conta da redução do custo do financiamento no mercado interno. Nesse contexto, o Banco Central resolveu atender a demanda por meio da venda de dólares no mercado de câmbio, o que não ocorria há muito tempo. Em compensação, reduziu a sua exposição em operações de swap cambial.

O instrumento tradicional utilizado pelo Banco Central para evitar flutuações excessivas da taxa de câmbio desde 2013 são os contratos de “swap” cambial, firmados com instituições financeiras e outros agentes econômicos que demandam proteção contra o aumento do dólar. Nesses contratos, a autoridade monetária, durante o período acertado, arca com a variação cambial mais um prêmio e recebe em troca o Certificado de Depósitos Interbancários (CDI) que fica normalmente muito próximo da Selic. A diferença entre a variação da taxa de câmbio, mais o prêmio, e o CDI é quitada continuamente entre as partes até o vencimento do contrato. Assim, se durante o período contratual, a desvalorização

cambial mais o prêmio for de 5% e o CDI for de 3%, o valor a ser pago pelo Banco Central à contraparte será 2% aplicado sobre o valor do contrato.

A exposição do Banco Central é dada pelos valores contratados, o chamado valor nocional dos contratos de *swap*. Quanto maior esse valor, maiores as perdas ou os ganhos advindos da variação cambial⁶. O Banco Central pode reduzir o valor nocional não firmando novos contratos, quando os antigos vencem ou fazendo operações de *swap* reverso, na qual a contraparte do Banco Central assume o risco de variação cambial. Vale observar que as operações de *swap* não afetam as reservas internacionais.

O valor nocional das operações de *swap* subiu significativamente de R\$ 82,9 bilhões para R\$ 275,1 bilhões de abril a setembro de 2018, mantendo-se próximo a esse número até agosto de 2019 quando começou a cair. No dia 23 de agosto, o valor nocional estava em R\$ 280,3 bilhões, caindo daí em diante até alcançar R\$ 201,4 bilhões, em 18 de outubro de 2019, redução de R\$ 78,9 bilhões. No mesmo dia 23 de agosto, o Banco Central iniciou a política de venda de reservas em montantes diários um pouco acima de US\$ 500 milhões. No dia 18 de outubro, já haviam sido vendidos US\$ 19,3 bilhões⁷.

Observe-se que a queda do valor nocional dos contratos de *swap* apontada acima, de R\$ 78,9 bilhões, convertida para dólar pela taxa de câmbio do período, resulta aproximadamente no valor da venda de reservas, o que deixa clara a intenção de substituir um instrumento pelo outro. Portanto, o Banco Central ajustou o peso relativo que pretende conferir aos instrumentos à sua disposição para evitar flutuações excessivas da taxa de câmbio, mas pode ter pesado também o efeito colateral desejável do uso dos recursos obtidos com as vendas no abatimento da DBGG.

Desde o início das vendas, as reservas caíram US\$ 16,1 bilhões, de US\$ 388,9 bilhões (dia 22 de agosto) para US\$ 372,8 bilhões (18 de outubro). A queda é inferior aos US\$ 19,3 bilhões vendidos por conta dos rendimentos e outros fatores que afetam as reservas. As vendas provavelmente não deixaram as reservas em nível inferior ao adequado. Conforme visto na segunda parte desta nota, com dados de junho de 2019, o excedente era de US\$ 32,7 bilhões, considerando-se o critério mais conservador, correspondente a 150% da métrica do FMI (ARA).

É preciso acompanhar quanto tempo persistirá a demanda extra por dólar, a ênfase que será dada pelo Banco Central a cada instrumento e a eventual decisão pela reposição das reservas em caso de reversão da situação no mercado e câmbio. A venda de reservas tem o efeito colateral desejável de reduzir a DBGG e ainda há espaço até que o saldo caia abaixo do nível adequado. Há também a economia dada pelo custo de carregamento líquido ainda que esse seja decrescente. Contudo, cabe lembrar, não há como garantir que o custo líquido será positivo no futuro próximo por conta das incertezas acerca da trajetória da taxa de câmbio.

⁶ Vale observar que, nas operações de *swap*, as desvalorizações cambiais provocam perdas para o Banco Central, enquanto as valorizações trazem ganhos. É o oposto do que ocorre quando se leva em conta o valor em real das reservas internacionais, assunto visto na parte IV desta nota. Entretanto, como o valor nocional manteve-se bem abaixo do saldo das reservas internacionais, desde 2013, quando as operações ganharam relevância, o efeito líquido das desvalorizações cambiais permanece fortemente positivo para o Banco Central, embora menor, mesmo quando se leva em conta os resultados das operações de *swap*. Se esses resultados fossem considerados no Gráfico 5 desta nota, a curva do custo de carregamento das reservas com variação cambial seria mais achatada.

⁷ As informações relativas às operações de *swap* e à venda de reservas podem ser obtidas na página eletrônica do Banco Central, nas tabelas 9 e 13 dos Indicadores Econômicos Seleccionados. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/indicadoresseleccionados>.

ifi



ifi Instituição Fiscal
Independente

 @instituicaofiscalindependente

 @IFIBrasil

 @ifibrasil

 Instituição Fiscal Independente

 instituição-fiscal-independente