

5

Conclusões

Esse trabalho se propôs a agregar à literatura de reservas internacionais explorando mais a fundo suas relações com *sudden stops*. Nosso objetivo era identificar os reais benefícios e eventuais custos de possuir e usar reservas nesse tipo de crise, indo além dos argumentos simples já existentes.

Começamos desenvolvendo um modelo capaz de endogeneizar os fluxos de capitais, evitando a hipótese usual de exogeneidade do *sudden stop*, o que nos levou a algumas conclusões interessantes. Por um lado, ele sugere que reservas reduzem a probabilidade de ocorrência crise. Diante de um governo com grande volume de reservas, investidores teriam que identificar um cenário muito adverso para acreditar que um ataque especulativo pudesse ser bem sucedido e isso reduziria a probabilidade de que esse ataque começasse. Por outro lado, o modelo sugere que a crise, uma vez iniciada, tem maior magnitude. Dado que os investidores decidiram restringir o crédito em um contexto em que o país detém reservas, as expectativas são tanto de um cenário bastante adverso como também de que vá ocorrer a intervenção do governo, de modo que essa restrição deve ser mais agressiva. Essas duas implicações sugerem que a exogeneidade dos *sudden stops* merece de fato um maior questionamento e ajudam a motivar ainda mais a análise empírica da questão.

Na parte empírica, nos propusemos a responder a três perguntas: (1) Qual o impacto de reservas sobre a probabilidade de crise? (2) Qual o impacto sobre sua dimensão? (3) Qual o impacto sobre a dinâmica do produto após a crise?

Primeiramente, não encontramos evidência de que acumular reservas exerça influência sobre a probabilidade de crise. Uma possível explicação para esse fato estaria no grau de globalização e de força dos mercados financeiros. Os agentes podem acreditar que as reservas de um país sejam em geral muito pequenas comparadas às dimensões dos mercados. Assim, não seriam capazes de fazer frente a um ataque especulativo, o que faria com que a probabilidade de crise não fosse afetada.

Quanto à segunda pergunta, as regressões sugerem, de fato, que reservas influenciam o tamanho do *sudden stop*: o estoque antes da crise eleva a magnitude da queda no fluxo de capital, como previa o modelo. Essa tendência de elevação é de cerca de 30% do tamanho do estoque de reservas. É interessante notar a característica expectacional dessa evidência: a variável relevante é o estoque de reservas *antes da crise* e não propriamente o seu gasto em resposta a ela, que é não significativa. Essa evidência aponta, mais uma vez, para o perigo de se supor que o *sudden stop* é exógeno.

O último grupo de regressões não encontra evidência de que reservas afetam o custo da crise, em termos de redução de produto. Mesmo sobre a dinâmica do investimento reservas não se mostraram significantes. É interessante notar que obtivemos esses resultados apesar de o segundo grupo de regressões sugerir que existe algum alívio na necessidade de reversão em conta corrente, já que o coeficiente de repasse das reservas para a queda no fluxo de capital é inferior a 100%. Como se espera que esse alívio em conta corrente se reflita em um alívio também sobre a queda de produto, surge a dúvida se existem outros canais pelos quais reservas podem ter efeito negativo sobre o custo da crise. Assim, o efeito total nulo que observamos seria resultado de canais se cancelando. Isso abre um interessante espaço para futura investigação.

Como vimos na seção 4.3.4, os resultados apresentam alguma robustez. Ainda assim, nossas conclusões são enfraquecidas pelo baixo número de crises capturado, o que é especialmente relevante para as regressões das seções 4.3.2 e 4.3.3. Seria interessante repetir os testes com um número maior de observações, especialmente de crise. Não vemos, com as bases de dados que conhecemos, uma maneira de contornar o problema hoje, mas essa é uma proposta interessante de trabalho para o futuro próximo, já que as bases estão evoluindo rapidamente.

Por fim, devemos retornar à questão que motivou originalmente o trabalho: qual o nível ótimo de reservas para um país? Alguns bancos centrais, ao responderem essa pergunta, provavelmente incluem entre os benefícios das reservas um suposto papel de proteção em *sudden stops*. Entretanto, neste trabalho não encontramos evidências que apoiem essa idéia. Dessa forma, nossa conclusão é que esse argumento a favor do acúmulo de reservas merece maior pesquisa.