

6 Conclusões

Esta dissertação busca contribuir com a literatura sobre reservas internacionais. Nela propomos uma análise custo-benefício das reservas para economias emergentes. A análise leva em consideração o papel das reservas como mitigadora tanto da probabilidade de ocorrência, quanto do custo da crise, uma vez instaurada. Nosso objetivo era identificar os reais benefícios e custos das reservas, e sugerir um nível ótimo destas para as economias analisadas.

Iniciamos com uma análise empírica do papel das reservas em mitigar a probabilidade de crise. Encontramos evidências de que maiores níveis de reservas em relação ao estoque de dívida externa de curto prazo no período anterior reduzem a probabilidade de crise.

Em seguida avaliamos empiricamente o outro benefício das reservas, o de reduzir o custo da crise, uma vez instaurada. As regressões demonstram que países com níveis maiores de reservas em relação à dívida externa de curto prazo sofrem crises menos danosas. Este resultado indica que o acúmulo destas permite que o ajuste no consumo e investimento seja mais suave em caso de crise, reduzindo os custos da crise. Os resultados demonstram que se as reservas aumentam em 10% da dívida externa de curto prazo, o custo da crise se reduz em média 1.2% do PIB.

Finalmente, realizamos uma análise custo benefício das reservas, levando em consideração os benefícios calculados nas análises empíricas e utilizando diversos cenários de custo de crise esperado e de reservas. Quando maior o custo esperado de crise, maior será a proteção que o país irá buscar, ou seja, maior será o nível de reserva acumulado. Os resultados demonstram que os níveis de reservas acumulados pela maioria dos países emergentes analisados são ótimos para custo de crise de até 5% do PIB.

O caso brasileiro é uma exceção, pois o acúmulo de reservas internacionais nos últimos dois anos parece exagerado em relação ao previsto pelo modelo de seguro contra crises. Ao contrário da maior parte dos países emergentes, para os quais as reservas são ótimas para um custo de crise de até 5%, o nível de reservas brasileiro só pode ser explicado pelo modelo caso o país

esteja esperando crises com custos extremamente elevados, em torno de 20% do PIB, o que parece pouco realista.

Uma explicação alternativa para o elevado nível de reservas internacionais pode ser a busca pelo grau de investimento. As agências internacionais de *credit rating* incluem como uma de suas variáveis de análise o estoque de reservas em relação à dívida externa de curto prazo. Desta forma, o governo brasileiro poderia estar elevando os níveis de reserva de forma a acelerar a obtenção do grau de investimento que foi atingido em Abril de 2008, quando as reservas estavam próximas de 200 bilhões de dólares.

Outra explicação seria a preocupação quanto a uma queda das exportações. A acumulação de reservas, assim como defendido por Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003) no caso chinês, pode ser produto de uma política para evitar ou desacelerar a apreciação do câmbio, visando à promoção das exportações.³⁹

Estas duas explicações alternativas devem ser investigadas em futuros trabalhos, dado que, como concluído por este estudo, as reservas internacionais do Brasil no período analisado não podem ser explicadas pelo modelo de proteção contra crises.

Caso encontre-se que a única razão para o governo brasileiro acumular reservas seja para se proteger de futuras crises, as reservas brasileiras são excessivas, sendo indicada a adoção de um plano de redução ou desaceleração do acúmulo de reservas em linha dos seguidos pelo Chile e México.

³⁹ Esta hipótese é contestada por muitos economistas que não acreditam que intervenções esterilizadas possam alterar sistematicamente a trajetória do câmbio nominal.