

1

Introdução

Um argumento tradicional a favor do acúmulo de reservas internacionais está associado ao seu impacto em sudden stops, crises de queda abrupta no ingresso de capital em uma economia. A idéia é que, para o equilíbrio do Balanço de Pagamentos, essa queda requer como contrapartida uma combinação de reversão em conta corrente e redução das reservas. Assim, um país que tenha acumulado reservas poderia gastá-las em uma eventual crise para supostamente poupar a economia de um ajuste muito agressivo e custoso em conta corrente. Por trás desse argumento há uma hipótese fundamental: de que a queda no fluxo de capitais independe da decisão do governo de gastar reservas, isto é, existe uma exogeneidade no sudden stop.

Certamente, esse não é o único argumento informal a favor do uso de reservas nesse tipo de crise. Há outros explorando, por exemplo, a idéia de que a presença de reservas reduziria a probabilidade de ocorrência da crise. Entretanto, esses argumentos não encontram respaldo na literatura. Até onde sabemos, estudos relacionando reservas especificamente a sudden stops são incomuns. Os dois assuntos geralmente são relacionados apenas em implicações secundárias de artigos que têm outros objetivos centrais. O que existe, na verdade, é um grande número de artigos relacionando reservas a outros tipos de crises de Balanço de Pagamentos, como, por exemplo, crises cambiais (de abandono de regimes de câmbio controlado).

Apesar da falta de literatura relacionando os dois assuntos, ambos são de especial interesse hoje. Sudden stops constituem um dos tipos de crise que mais têm chamado a atenção de macroeconomistas. A última década mostrou que eventos dessa natureza podem atingir países de perfis distintos e, inclusive, que são mais freqüentes que outros tipos de crise, como a cambial. Quanto a reservas, o tema vem chamando a atenção internacional devido à elevação dos níveis mundiais a partir da década de 90, tendência que ainda se intensificou em alguns países (especialmente na Ásia) após 2001. É bem verdade que em muitos casos esse processo não resulta da escolha de um nível ótimo de reservas, mas sim de

uma política de câmbio depreciado para estímulo às exportações. Mesmo assim, o conhecimento desse nível ótimo e das consequências de se estar fora dele são importantes devido ao alto custo desse instrumento – a diferença entre a taxa a que o país capta recursos e a que remunera suas reservas costuma ser elevada.

Fica clara, portanto, a necessidade de se empreender uma investigação dos benefícios (e eventuais custos) de reservas em sudden stops que vá além dos argumentos simples usuais. É esse o objetivo deste estudo, que tenta não só identificar como também quantificar esses impactos. Essas informações nos permitiriam agregar às teorias já existentes de nível ótimo de reservas. Para tal, abordamos a questão tanto de forma teórica quanto empírica.

Iniciamos pela parte teórica, tentando mostrar a importância de se questionar a hipótese usual de exogeneidade do sudden stop. Apresentamos, então, um modelo capaz de endogeneizar o fluxo de capital, uma variação do proposto por Krugman (1999) para explicar a crise Asiática, incluindo agora reservas. Nosso modelo sugere que, de fato, reservas impactam o sudden stop em si. São dois os efeitos. Por um lado, a expectativa de que o governo vá intervir gastando reservas deveria tornar a crise um evento mais improvável. Por outro, uma vez deflagrada, a queda no fluxo de capitais tenderia a ser mais agressiva. Inclusive, o aumento de força da crise seria tal que, apesar de o governo consumir todo seu estoque de reservas, a reversão em conta corrente seria ainda mais forte do que na inexistência desse recurso. Essa segunda implicação é importante porque mostra que reservas podem ter mais um efeito negativo, além de seus custos naturais. Isso aumenta a dúvida em torno da validade do uso de reservas com esse motivo, o que é mais uma razão para querermos fazer uma análise empírica.

São três as perguntas que pretendemos abordar empiricamente: (1) Qual o impacto de reservas sobre a probabilidade de crise? (2) Qual o impacto sobre o tamanho da queda no fluxo de capital na crise? (3) Qual o impacto sobre a dinâmica do produto após a crise? As duas primeiras são motivadas diretamente pelo modelo. Já a terceira é importante porque nos permite investigar mais diretamente se reservas aliviam os custos da crise, uma vez que o produto pode ser considerado a principal variável para medi-los. As respostas às perguntas (2) e (3) estão naturalmente relacionadas, mas a última é mais geral porque pode haver outros canais pelos quais reservas influenciem o produto, além do próprio

tamanho da queda nos fluxos de capitais. Cada uma dessas três questões dá origem a um grupo de regressões, realizadas sobre dados em painel para 50 países e 30 anos.

Os resultados são interessantes e, em certa medida, contrários às suposições usuais. Quanto às perguntas (1) e (3), não encontramos evidências de que reservas influenciem a probabilidade de crise ou o impacto sobre o produto. Já quanto à pergunta (2), as regressões evidenciam, como o modelo indicava, que quanto maior for o estoque de reservas na véspera, maior a magnitude do sudden stop. Não é um efeito tão forte quanto o apontado no modelo, mas é uma evidência importante, especialmente no sentido de sugerir que a queda no fluxo de capitais não depende da política de reservas.

O restante deste trabalho está organizado da seguinte forma: o capítulo 2 faz uma revisão de literatura, ajudando a situar apropriadamente nossa contribuição. No capítulo 3, apresentamos o modelo e os argumentos relacionando reservas a sudden stops. Em seguida, no capítulo 4, temos a parte empírica. Iniciamos apresentando os dados, fatos estilizados e estatísticas de interesse. Em seguida passamos à parte econométrica, tentando responder às três perguntas que mencionamos, onde descrevemos os métodos usados e os resultados obtidos. Finalmente, no capítulo 5, concluímos.