

# Menos espaço para baixar juros

A forte saída de dólares em dezembro, acima do esperado, reduziu a margem de redução das taxas de juros neste início de ano. Se as reservas internacionais líquidas caírem abaixo do previsto, as regras do acordo com o FMI prevêem um aperto monetário compensatório e, portanto, uma subida nos juros.

Ainda existe algum espaço para perdas adicionais em janeiro, mas menor do que se imaginava. Estima-se que as reservas líquidas tenham fechado dezembro entre US\$ 36 bilhões e US\$ 37 bilhões, abaixo dos US\$ 38,5 bilhões previstos pelo FMI (o número não é mencionado no acordo, mas sabe-se que é este). As reservas líquidas não incluem os US\$ 9,4 bilhões da ajuda externa já embolsados pelo Brasil.

Um banco calcula que as reservas líquidas ajustadas, base de cálculo das reservas internacionais líquidas, estão, hoje, em torno de US\$ 33,5 bilhões, se for considerado o pagamento de US\$ 1,05 bilhão em juros e amortizações de títulos da dívida externa (*bradies*) e perdas adicionais no câmbio. Os gastos com *bradies* estão previstos para janeiro. No ano passado, foram antecipados para dezembro mas, ao que se sabe, neste ano ficaram para janeiro.

O acordo com o FMI fixa um teto para o "crédito doméstico líquido (CDL)", formado pela base monetária menos a variação das reservas internacionais líquidas. O acordo não menciona qual a perda de reservas embutida na meta do CDL no primeiro trimestre, mas sabe-se que ela está estimada em US\$ 5,3 bilhões.

Usando como base a previsão de US\$ 38,5 bilhões de reservas líquidas em dezembro, isso significa que as reservas poderiam cair para US\$ 33,2 bilhões até março sem maiores problemas. Se os cálculos do banco estiverem corretos, as reservas líquidas ajustadas já estariam próximas do limite de perda para todo o trimestre. Se a perda de reservas for de até US\$ 1 bilhão além do previsto, o governo não poderá compensar o equivalente a 10% do enxugamento de reais ocorrido com a saída de dólares. Até US\$ 2 bilhões de perda a não compensação é de 20%; até US\$ 3 bilhões é de 30%; até US\$ 4 bilhões é de 50%; até US\$ 5 bilhões é de 70%; até US\$ 6 bilhões é de 90%; e, acima disto, é de 100%. Traduzindo: quanto maior a perda de reservas além do previsto no acordo, maior terá que ser o aperto do crédito e, portanto, maior o impacto altista sobre os juros. É claro que o resultado dependerá, também, do comportamento da base monetária e que o aperto é gradual. O mínimo que se pode dizer é que a perda de reservas estreita a margem de ação para baixar os juros e deve tornar o BC ainda mais conservador.

O número das reservas internacionais líquidas pode cair mais lentamente do que o das reservas líquidas ajustadas, por uma razão estatística: ele resulta da média das semanas (medidas pela sexta-feira ou o último dia útil). Em dezembro, como as reservas caíram mais rápido no fim do mês, isso retardou a queda do número oficial das reservas internacionais líquidas.

O BC, por sua vez, calcula as reservas depois que a operação é liquidada, o que leva dois dias úteis. Portanto, ficará para janeiro o impacto da perda de US\$ 420 milhões nos mercados cambiais nos dois últimos dias de dezembro.

No conceito caixa do BC, as reservas devem ter fechado dezembro em US\$ 44,4 bilhões, considerando os US\$ 9,4 bilhões da ajuda externa, ou US\$ 35 bilhões sem ela. Pelo conceito de liquidez, o número vai a US\$ 45,4 bilhões com a ajuda ou US\$ 36 bilhões sem ela.

Em dezembro, as perdas pelo câmbio comercial (US\$ 3,05 bilhões) e pelo flutuante (US\$ 2,16 bilhões) somaram US\$ 5,25 bilhões, muito mais do que se esperava. A média de saída de dólares por dia útil, US\$ 236 milhões, foi mais do que o dobro da de novembro, de US\$ 97 milhões.

Para janeiro, espera-se menos pressão. Podem voltar dólares de bancos e empresas que tiraram dinheiro do Brasil (ou reduziram empréstimos), para melhorar o risco de seus balanços de fim de ano. Os vencimentos de títulos externos é menor e pode aumentar a rolagem de papéis e linhas comerciais.

Um banco prevê perda de US\$ 1,5 bilhão de reservas em janeiro. O grande teste ficará para fevereiro e março.