

Política econômica Dados detalhados do BC permitem cálculos sobre situação antes da desvalorização BC comprometeu reservas na crise cambial

Celso Pinto
De São Paulo

Em dezembro de 1998, pouco antes da desvalorização cambial, o Brasil tinha comprometido US\$ 12,9 bilhões de suas reservas cambiais na compra de títulos do próprio país (US\$ 6,7 bilhões) e repassando dólares para o Banco do Brasil (US\$ 6,2 bilhões).

Desde então, o Banco Central tem feito uma "operação desmonte", revendendo títulos ao mercado e acertando um cronograma de não renovação das operações com o BB. O presidente do BC, Armínio Fraga, confirmou ao **Valor** a operação desmonte, sem comentar o nome do banco beneficiário dos depósitos das reservas. Este jornal pode afirmar, contudo, que foi mesmo o Banco do Brasil.

As operações foram uma parte não transparente, e até agora mantida em sigilo, do enorme esforço feito pelo BC antes da desvalorização em tentar sustentar o câmbio administrado. Apesar de todo o esforço de desmonte posterior, ainda sobrou um resíduo importante. Em outubro deste ano, ainda faziam parte das reservas cambiais US\$ 989 milhões em títulos brasileiros e US\$ 1,6 bilhão em depósitos no BB, num total de US\$ 2,6 bilhões.

Os dados só se tornaram públicos ontem quando pela primeira vez o Banco Central revelou a composição detalhada das reservas brasileiras.

Uma das conclusões a que se pode chegar, a partir destes dados, é que, no momento da desvalorização, o nível de reservas realmente disponíveis era baixíssimo. O **Valor** calcula algo em torno de US\$ 12,5 bilhões, ou o equivalente a apenas dois meses e meio de importações. Uma solução do Senado define que o nível mínimo de reservas aceitáveis é de quatro meses de importações. No mercado internacional, o parâmetro tende a ser ainda mais exigente.

Isso significa que quando o BC

foi finalmente obrigado a deixar o câmbio flutuar já não havia a menor hipótese de resistência, ao contrário do que alegam alguns personagens da época. No último dia antes da flutuação, o país perdeu US\$ 1,8 bilhão em reservas. A este ritmo, e com o que tinha, de fato, em caixa, as reservas iriam sumir em sete dias.

A conclusão pode parecer surpreendente, já que o país fechou o ano de 1998 com US\$ 44,5 bilhões em reservas cambiais. Os dados revelados ontem pelo BC permitem, contudo, julgar com mais cuidado a qualidade das reservas disponíveis.

Como se vê pelo quadro ao lado, das reservas totais o que conta eram as reservas líquidas ajustadas, que deduziam a parcela do empréstimo de emergência do Fundo Monetário International (FMI) que o Brasil já havia sa-

Informação sobre reservas pode indicar que o Brasil vai aderir a sistema especial de dados criado pelo FMI

cido. É preciso deduzir este valor, porque o fundo não autorizava o uso desses recursos para defender o câmbio. O mercado sabia disto e, portanto, já deduzia este valor das reservas nos seus cálculos se deveria ou não "atacar" a moeda brasileira.

O que o mercado não sabia até agora é que outras parcelas dos US\$ 34,5 bilhões líquidos de reservas no final do ano também não eram dólares disponíveis.

No item "reservas em moeda estrangeira" do quadro, o subitem "a" menciona "títulos cujo emissor é sediado no Brasil". É um codinome para a carteira de títulos brasileiros que o BC foi comprando no mercado e que chegou, em dezembro, a US\$ 6,666 bilhões. A carteira de títulos tinha um volume grande de C-Bonds, mas era um mix de vários títulos brasileiros.

O mercado, na época, sabia que o BC tinha feito algumas operações no exterior para sustentar a cotação de títulos brasileiros, especialmente em função da especulação no mercado americano no último trimestre de 1998. Um documento publicado pelo FMI chegou a mencionar essa operação. Não se sabia, contudo, até agora, quanto havia sido gasto nessa operação de defesa.

No subitem "b", estão mencionados gastos em "bancos sediados no Brasil" e "dos quais: domiciliados no Exterior", num total de US\$ 6,262 bilhões. São dólares das reservas que foram parar no caixa do BB. Não se sabe, com detalhes, como o BB usou este dinheiro, mas suspeita-se que tenha "reciclado" os dólares em linhas para o Brasil. Não seria, portanto, um dinheiro disponível das reservas. Assim como os títulos brasileiros na carteira do BC também não eram dólares disponíveis das reservas.

Desde então, o BC montou uma operação de redução dessas posições, vendendo títulos de sua carteira e levando o BB a fazer caixa para que repagasse o que tinha de reservas. "Foi uma operação gradual", comentou Armínio, sem entrar em detalhes sobre a operação.

Além destes dois itens, contudo, outros componentes das reservas não eram inteiramente líquidos. Havia um volume grande em ouro, de US\$ 2,660 bilhões. Não é um dinheiro que possa ser transformado automaticamente em caixa sem provocar um terremoto no mercado de ouro — o que levaria, provavelmente, a uma queda no seu preço. Eram 9,2 mil onças-troy de ouro.

Outro item que chama a atenção são US\$ 939 milhões em "empréstimos a não residentes não bancários". O Banco Central informa que trata-se de um resto de operações de Finex (financiamento de comércio exterior). O que quer dizer dinheiro também não líquido.

Descontando-se todos esses

A composição das reservas

Ativos de reservas oficiais e outros ativos em moeda estrangeira

	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Out/00 (US\$ milhões)
Ativos de Reserva Oficiais	51.213,3	44.556,4	36.350,8	30.391,1 (1)
Reservas Líquidas Ajustadas (exclui empréstimos do FMI)	47.666,1	40.904,7	34.447,1	29.219,8
1- Reservas em moeda estrangeira (em divisas conversíveis)	13.426,1	14.638,5	12.917,7	13.841,8
(a) Títulos	4.030,6	6.666,8	2.586,0	9899
dos quais: emissor sediado no Brasil	34.240,0	26.266,2	21.529,4	15.378,0
(i) Outros bancos centrais e o BIS	2.469,0	4.200,0	1.999,3	700,0
(ii) Bancos sediados no Brasil	5.539,0	6.263,0	2.777,0	1.619,7
dos quais: domiciliados no exterior	5.539,0	6.263,0	2.777,0	1.619,7
(iii) Bancos sediados no exterior	26.232,0	15.803,2	16.753,1	13.058,3
dos quais: domiciliados no Brasil	0,0	0,0	0,0	0,0
2- Posição de reserva no FMI	0,0	0,0	0,0	0,0
3- DES	0,5	40,2	10,0	31,9
4- Ouro (inclusive depósitos de ouro)	2.649,3	2.660,3	1.062,9	983,2
Volume em onças troy	9.057,2	9.233,8	3.662,1	3.727,3
5- Outros ativos de reservas	897,4	981,2	830,7	156,0
Instrumentos derivativos	0,0	0,0	0,0	0,0
Empréstimos a não residentes não bancários (2)	854,5	939,0	796,7	151,9
Cédulas e Moedas	43,0	42,2	34,0	4,1

(1) Posição de outubro marcada a mercado é de US\$ 30.336,3. (2) Inclui valores de créditos exportação

itens, dos US\$ 34,5 bilhões em reservas líquidas, sobram US\$ 17,9 bilhões em dezembro.

Só que, em janeiro, houve uma forte perda de reservas cambiais até o momento da flutuação, no dia 14. Embora o BC não publique o valor diário das reservas cambiais, é possível chegar a um número bastante próximo do valor das reservas considerando dois dados oficialmente divulgados: o resultado líquido diário das operações nos mercados de câmbio oficial e flutuante, além da variação da posição líquida dos bancos. As únicas outras operações que poderiam ter influenciado as reservas no período seriam compras ou vendas diretas de dólares pelo BC. Seu volume, no entanto, não deve ter sido significativo e, se aconteceu, provavelmente teria aumentado ainda mais a perda de reservas.

Nos dois mercados cambiais, o Brasil perdeu US\$ 4.030 bilhões do início de janeiro ao dia 14. Na variação da posição cambial dos bancos, perdeu mais US\$ 1.352 bilhão. Ou seja, a perda de reservas até a desvalorização ficou em,

pelo menos, US\$ 5.382 bilhões.

Se dos US\$ 17,9 bilhões efetivamente disponíveis em 31 de dezembro forem deduzidos esses US\$ 5.382 bilhões de perdas adicionais, chega-se ao cálculo de que, no momento da desvalorização, sobravam US\$ 12.587 bilhões em reservas de fato, em caixa e disponíveis. Considerando uma média mensal de importações de US\$ 5,1 bilhões em 1998, essas reservas cobririam apenas 2,5 meses de importações.

O mesmo raciocínio pode ser aplicado, em parte, ao volume atual de reservas. Do total de US\$ 30.391 bilhões em outubro, sobram US\$ 29.572 bilhões em reservas líquidas ajustadas. Deduzindo-se as sobras de títulos brasileiros em carteira, dinheiro no BB e do Finex, sobram US\$ 25.824 bilhões. É um volume maior do que o total ilusório do momento da desvalorização. É equivalente a 5,2 meses de importações, considerando a média de importações mensais neste ano, de US\$ 4,9 bilhões.

A comparação, porém, não faz muito sentido porque com o re-

gime de câmbio flutuante não há taxa de câmbio a defender, não há razão para o mercado montar um ataque especulativo contra o real e, portanto, o volume de reservas pode (alguns acham que deve) ser muito menor.

A pergunta final que fica é por que o BC resolveu divulgar os dados detalhados das reservas. Uma explicação possível, não oficial, é que essa é uma exigência para os países que aceitam seguir o "Special Data Dissemination Standard" (padrão de disseminação de dados especiais), do FMI. Até agora, 47 países já assinaram o SDDS e tornaram os dados disponíveis, como Argentina, México, Chile, Colômbia e Turquia.

O Brasil nunca assinou. A desculpa oficial é que o país não calculava o PIB trimestral, como exigia o FMI. Essa exigência, agora, está sendo atendida pelo IBGE. Pelo que foi possível apurar, havia outra razão para a relutância: a exigência de divulgar os detalhes das reservas líquidas. Faz bom negócio quem apostar que o Brasil vai juntar-se, em breve, ao time do SDDS.