



# Administração de reservas em divisas

## Um guia básico

Patrick T. Downes

Conselheiro, Departamento de Banco Centrais, FMI

Nos anos 70, os bancos centrais assumiram a administração das reservas e diversificaram mais suas carteiras de reservas. Era desejo das autoridades do banco central manter o valor real de seus ativos em reservas, ou pelo menos aumentar-lhes os retornos nominais durante um período de acentuado aumento da liquidez mundial. Nos anos 70, produtores de petróleo e de outras *commodities* precisaram administrar melhor suas reservas crescentes, sobretudo devido às flutuações acentuadas das taxas de juro e de câmbio.

Os bancos centrais do mundo adotam métodos diferentes para administrar as reservas em divisas — desde políticas que se preocupam relativamente pouco com cálculos matemáticos mais elaborados, até atitudes alternativas para reduzir riscos e aumentar a lucratividade. Vários países em desenvolvimento ainda não estabeleceram mecanismos formais para medir suas necessidades de reservas, nem objetivos de administração de reservas. Nos últimos anos, o assunto não foi muito estudado, e vários formuladores de políticas carecem de orientação quanto às questões em que se baseia sua atividade. Tentando resolver este problema, este artigo oferece uma estrutura básica de criação e implementação de políticas para administrar reservas em divisas.

É preciso que um país mantenha reservas a fim de evitar que a taxa cambial oscile demais a curto prazo, em consequência de fatores como flutuações nas receitas de exportação, pagamentos de exportações e fluxos de capital. Em essência, a formulação de políticas de administração de reservas é um processo em três etapas: primeiro, a adoção de uma boa filosofia de investimentos, ao mesmo tempo prudente e lucrativa; segundo, a seleção das moedas que formarão a reserva (a combinação de moedas);

e terceiro, o investimento das moedas escolhidas em instrumentos apropriados, nos vários mercados financeiros e de capitais, segundo orientações adequadas de administração de carteira.

### Filosofia de investimento

A filosofia de investimento dos bancos centrais é basicamente a declaração dos objetivos da administração das reservas e de como atingi-los. Já que existe um custo econômico ou “de oportunidade” implícito no fato de se manter reservas, medido em termos dos retornos de seu uso interno alternativo, um dos principais objetivos deve ser o de compensar este custo mediante a administração mais lucrativa e mais prudente possível das carteiras de reservas. Evidentemente não se imagina que os bancos centrais ponham em risco as reservas do país, e portanto a segurança do capital é objetivo básico. Outro objetivo é a liquidez das reservas em carteira, pois ela garante que o país consiga em pouco tempo estabilizar sua taxa cambial e honrar seus pagamentos.

Para atingir esses objetivos, espera-se que os bancos centrais cooperem com os bancos centrais e as autoridades dos países nos quais investem, como se espera que não tomem atitudes capazes de desequilibrar os mercados estrangeiros. Como fez ver um levantamento do Grupo dos Trinta, realizado em 1982, “comportamentos irracionais” ou “comércio errôneo e mal orientado de moedas” põem os recursos em risco e levam a perdas.

### Combinação de moedas

No tocante à combinação adequada de moedas numa carteira de reservas, seria válido,

pelo menos conceptualmente, manter uma só moeda, amplamente comercializada e aceita, pois os mercados de divisas contam-se entre os mais eficientes. Pode-se ter a moeda que ofereça a melhor gama de instrumentos de mercado, e que é, parece, o dólar norte-americano. Mas se as taxas cambiais são muito instáveis, manter exclusivamente dólares norte-americanos pode conduzir a maiores riscos de perdas cambiais. Mesmo assim, nas reservas de vários países é muito elevado o percentual de dólares norte-americanos. Em fins de 1986, os ativos denominados em dólares chegavam à média de 67% das divisas oficiais conhecidas do mundo — nos países industrializados, representavam 71%; nos países em desenvolvimento, 60%.

Ao se determinar a combinação adequada de moedas, é preciso considerar outros fatores, como comércio e pagamentos — de modo especial as moedas necessárias aos pagamentos externos — e a distribuição de moeda da dívida externa. Na prática, como não se costuma manter passivos oficiais externos nos balancetes dos bancos centrais, e como geralmente esses passivos excedem em muito as reservas em divisas, nem sempre é possível compatibilizar as divisas e passivos. Em última análise, usa-se as reservas para pagar as importações, e portanto as reservas sobre moedas devem ser distribuídas de modo a proteger seu poder de compra real. Em suma, a velha máxima de não é prudente guardar todos os ovos no mesmo cesto.

A escolha da melhor combinação de moedas pode ser limitada por outros fatores. Como a liquidez é necessária, é importante que as reservas sejam aceitas internacionalmente, e possam ser prontamente comercializadas. Daí se preferir as moedas de países com mercados amplos, bem centralizados e eficientes de divisas e de capitais. Por outro lado, as autoridades de alguns

desses países devem estar atentas ao nível dos estoques e às compras e vendas de suas moedas, por parte de outros bancos centrais.

Além disso, talvez seja necessária uma carteira de reservas bem diversificada, que contenha as principais moedas do mundo (dólar norte-americano, marco alemão, franco francês, libra esterlina e iene japonês), pois a administração das reservas envolve riscos cambiais em relação à moeda do país. Ao se determinar a combinação de moedas, é melhor expressar as proporções em termos de faixas, e não como percentuais fixos. Assim se dá à administração da carteira certa flexibilidade operacional e de investimento, e evita-se ajustes demasiado frequentes.

### Administração da carteira

A administração da carteira visa a maximizar os retornos de todas as moedas, bem como a minimizar riscos.

**Escolha de instrumentos.** O potencial de risco global é determinado pela escolha de instrumentos de investimento. Como se dá prioridade à segurança do investimento (i.e., proteção contra não pagamento), no mercado de cada moeda escolhida os instrumentos devem ser restritos a títulos do governo do país, à dívida emitida por outras agências que têm garantia do governo, ou por organizações multinacionais com a cotação AAA (ou seja, a mais alta). Só no caso de certos empréstimos soberanos se pode talvez considerar o risco AA+, cotação ligeiramente inferior. Já o risco AA deve ser levado em conta no caso de instrumentos de curto prazo do mercado financeiro, como obrigações dos bancos. As áreas de futuros e opções — que são de risco — em certos casos podem proteger contra riscos do mercado e garantir um retorno mínimo, mas esta área requer muita perícia e cautela, (ver o artigo Administração do risco das taxas de juros em PMD, de David Folkerts-Landau, F&D, junho de 1989).

**Risco de crédito e risco de mercado.** Uma vez especificados os instrumentos de investimento para a carteira, é preciso adotar um nível aceitável de risco global. Tal risco subdivide-se em risco de crédito e risco de mercado. O primeiro está ligado à inadimplência por parte das entidades nas quais foram investidas as reservas, como bancos comerciais: O risco de mercado pode ser definido como o de perdas e custos de oportunidade reais, derivados de alterações adversas no mercado, em geral taxas de juros. Haverá perdas reais, por exemplo, caso se compre ações a um determinado preço, e depois o preço dessas ações suba. Da mesma forma, os custos de oportunidade subirão se os fundos forem investidos por um prazo fixo, a determinada taxa, e as taxas de juros se elevarem após realizado o investimento.

É possível administrar os riscos globais esta-

belecendo metas e controlando as variáveis críticas da carteira:

- **disponibilidade de reservas:** decisão quanto ao percentual mínimo que possa ser convertido em dinheiro, mesmo ao risco de perdas substanciais de capital;

- **liquidez de carteira:** fixação de um percentual mínimo a ser convertido em saldos de caixa, sem perdas significativas de capital; evidentemente, tal restrição tem impacto crucial sobre a lucratividade da carteira. Supondo-se uma curva ascendente normal de rendimento, quanto maior o prazo de vencimento, mais elevado o retorno. Mas como prazos de vencimento mais longos contêm maiores riscos de mercado, as exigências de liquidez da carteira podem limitar o investimento a instrumentos de curto prazo fáceis de comercializar, cujo rendimento costuma ser — embora não necessariamente — relativamente menor. Certos bancos centrais fazem acordos de serviços *stand by* com bancos internacionais ou outros bancos centrais, a fim de terem mais liquidez; assim, reduzem sua necessidade de liquidez de carteira e podem investir em instrumentos com prazos de vencimento um pouco mais longos;

- **duração média da carteira:** seleção do tempo médio de duração da carteira, que pode ser, por exemplo, de 3 meses no máximo, a 15 meses, no máximo). Isto para garantir que a carteira não fique comprometida por períodos muito longos se as taxas de juros estiverem subindo, nem por períodos muito curtos, se estiverem baixando;

- **restrições a títulos na carteira:** podem ocorrer de várias formas, como limites ao montante de títulos que excedam um ano, estabelecimento do tempo médio de duração de todos os títulos, fixação do tempo máximo de duração de cada título, ou limitações de todos os títulos a um percentual da carteira;

- **restrições aos riscos dos bancos comerciais:** neste particular, a primeira questão é a escolha dos bancos. Pode-se optar pela política de só fazer depósitos, certificados de depósitos e aceites bancários em grandes bancos — os 10 maiores, por exemplo — dos principais países industrializados. No entanto, o tamanho não expressa necessariamente a segurança. Uma agência de análise de crédito de um banco independente pode ser útil nesse processo de seleção. Como o risco é também uma função de tempo, pode-se, por exemplo, limitar os investimentos a um mês. Também é possível estabelecer um limite global e limites para cada banco. Alguns bancos centrais depositam em bancos centrais ou no Banco de Pagamentos Internacionais (BPI), para evitar os riscos ligados às operações dos bancos comerciais; assim, trocam um risco menor por um retorno menor;

- **limites ao risco soberano:** talvez convenha especificar o limite de cada governo, bem como

o limite para todos os governos, exceto os dos principais países industrializados, a fim de reduzir o impacto de uma possível inadimplência.

**Técnicas de administração de carteira.** O método de administrar as reservas seria administrá-las ativamente dentro das limitações adotadas, levando em conta o que foi aqui mencionado. Existem algumas opções táticas ou técnicas para que a carteira gere um retorno maior:

- **variação do tempo médio de duração da carteira:** é a variável mais crítica na administração de uma carteira e reage a expectativas mutáveis em relação às taxas de juros nos mercados internacionais. Logo, o momento de alterar o tempo médio de duração da carteira afeta decisivamente seu desempenho;

- **diferenças de rendimento de instrumentos diferentes:** o rendimento de instrumentos diferentes, geralmente com o mesmo prazo de vencimento, pode variar muito, possibilitando a troca de ativos a fim de aumentar os retornos;

- **venda de investimentos antes do vencimento, para aproveitar as diferenças de rendimento:** se as taxas de juros se mantêm constantes ou baixam, pode-se obter retorno melhor vendendo instrumentos de investimento antes do vencimento do prazo. É o que se chama de “subir a curva de rendimento”.

Para conseguir utilizar todas estas técnicas, o banco central depende muito dos contatos que mantém com os principais mercados e da escolha dos agentes ou parceiros de investimento. Precisa de boas informações sobre o mercado, de inteligência e de capacidade de análise, com base em decisões simples sobre investimentos.

**Serviços de infra-estrutura.** É claro que os recursos humanos e físicos são também muito importantes quando o banco central põe em prática uma estratégia de investimentos. Uma contabilidade acurada e feita no momento certo, assim como uma boa administração do sistema de informações, têm importância no processo de monitoração do desempenho, com base em pontos de referência estabelecidos, como índices de mercado; sistemas computadorizados dão muito mais eficácia ao processo.

A estrutura organizacional e o pessoal devem estar à altura de implementar a estratégia escolhida. É de importância vital o treinamento de agentes e analistas. Pode ser muito útil que o comitê de investimentos dos bancos centrais se reúna semanalmente sob a direção de um funcionário categorizado — no nível de subdiretor, por exemplo. A participação do departamento de pesquisa também contribuiria para lidar com questões cruciais, como a tendência das taxas de juros, e para fornecer boas previsões e análises econômicas da tendência do mercado nos principais países. ■