

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

THIAGO STEIN DE MELO E SOUSA

**A IMPORTÂNCIA DAS RESERVAS INTERNACIONAIS PARA ECONOMIA
BRASILEIRA**

**FLORIANÓPOLIS
2010**

THIAGO STEIN DE MELO E SOUSA

**A IMPORTÂNCIA DAS RESERVAS INTERNACIONAIS PARA ECONOMIA
BRASILEIRA**

Monografia apresentada à Universidade Federal de Santa Catarina como pré-requisito para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Patricia Arienti

**FLORIANÓPOLIS
2010**

Universidade Federal de Santa Catarina. Centro Sócio-Econômico. Curso de Bacharelado em Ciências Econômicas.

SOUSA, Thiago, Stein.

A importância das Reservas Internacionais para Economia Brasileira . 2010. Monografia (Graduação Ciências Econômicas) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2010.

Inclui Referências.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico. Florianópolis, 2010.

1. reservas internacionais, 2. crise cambial, 3. vulnerabilidade, 4. custo fiscal. Florianópolis, 2010.

THIAGO STEIN DE MELO E SOUSA

**A IMPORTÂNCIA DAS RESERVAS INTERNACIONAIS PARA ECONOMIA
BRASILEIRA**

Esta monografia apresentada no curso de
(nome do curso) da Universidade
Federal de Santa Catarina, obtendo a
nota final 9,5 atribuída pela
banca examinadora constituída pelo
professor orientador e membros abaixo
mencionados.

Florianópolis, SC, 16 de dezembro de 2010

Profa. Dra. Patrícia Ferreira Fonseca Arienti
Orientadora

Prof. Dr. Helton Ricardo Ouriques
Membro 1

Profa. Dra. Graciela de Conti Pagliaria
Membro 2

Aos meus pais, Roberto e Maria Helena,
por me fazerem feliz e capaz.

AGRADECIMENTOS

Em especial gostaria de agradecer à professora Patricia Arienti, pela atenção e dedicação com suas orientações, sempre de maneira educada e didática. Durante a pesquisa elucidou muitas dúvidas antigas e ajudou a racionalizar novas. Também gostaria de lembrar outros nomes do Departamento de Economia da UFSC, que durante minha graduação, exerceram influências fundamentais, são eles: Silvio Cário, Hoyêdo Lins, Pedro Vieira, Nildo Ouriques, dentre outros, cuja importância é igualmente relevante.

Agradeço de maneira especial minha mãe, Maria Helena, pelo seu apoio incondicional característico. Ao meu pai, Roberto, pelo carinho e confiança que em mim deposita. E minha querida irmã, Paula, pela amizade e cumplicidade.

Quero lembrar e salutar a todos os amigos, aqueles cujo sentimento é verdadeiro, e sempre estiveram ao meu lado nessa caminhada. Companheiros de república, estudos, surfe e festas. Enfim, não são poucos, e a oportunidade de conhecê-los devo agradecer à vida. Acredito que não cabe nomeá-los, eles sabem quem são.

“A mais falsa das mentiras é justamente aquela que se serve da verdade para satisfação e justificação dos seus vícios.” (José Saramago)

RESUMO

Buscou-se neste trabalho analisar a variação das reservas internacionais brasileiras a partir da última década do século XX, e sua relação com a realidade econômica. Os resultados sugerem que a partir da década de 90, com a mudança do padrão de inserção da economia brasileira no mundo, as reservas tornaram-se ainda mais importantes. Principalmente quando se trata de um país periférico, cuja moeda nacional não desempenha suas funções monetárias no plano externo. Entretanto, os atuais níveis das reservas brasileiras revelam-se exagerados, acarretando em pesados custos ao país, um ônus desnecessário.

Palavras-chaves: 1- Reservas internacionais, 2- Economia brasileira, 3- Custos.

ILUSTRAÇÕES

Figura 1.1 – Pirâmide da moeda.....	13
Figura 1.2 – Pirâmide das divisas.....	16
Gráfico 1.1 – Composição percentual das reservas cambiais mundiais (milhões U\$).....	17
Tabela 1 – Dívida Líquida do Setor Público (% PIB).....	30
Tabela 2 – Balança Comercial.....	30
A estrutura de governança das reservas.....	35
Gráfico 3.1 – Economias com maior volume de reservas internacionais.....	37
Gráfico 3.2 – Evolução do volume das reservas internacionais.....	39
Gráfico 3.3 – Balança Comercial e Taxa de Câmbio.....	39
Gráfico 3.4 – Índice dólar.....	40
Gráfico 3.6 – Distribuição por moedas das reserva internacionais.....	42
Tabela 3.1 – Distribuição por moedas.....	43
Gráfico 3.7 – Distribuição por classes de ativos das reservas internacionais.....	44
Gráfico 3.8 – Distribuição por classes de ativos das reservas internacionais.....	45
Gráfico 3.9 – Prazo médio de investimento.....	45
Gráfico 3.10 – Distribuição por tipo de contraparte.....	47
Gráfico 3.11 – Distribuição por região.....	47
Gráfico 3.12 – Distribuição por <i>rating</i>	48
Gráfico 3.13 – Rentabilidade das reservas internacionais.....	49
Gráfico 4.1 – Reservas Internacionais do Brasil: liquidez internacional US\$ (milhões).....	52
Gráfico 4.2 – Variações % das reservas internacionais em relação ao período anterior.....	56
Tabela 1 – Reservas e Juros Brasil.....	58

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	09
1.1 OBJETIVOS.....	10
1.1.1 OBJETIVOS GERAIS.....	10
1.1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	10
1.2 METODOLOGIA.....	10
2 REFERÊNCIAL TEÓRICO.....	12
3 INSERÇÃO BRASILEIRA À NOVA DINÂMICA GLOBAL.....	22
4 FORMAÇÃO E GESTÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS.....	35
5 ANÁLISE EMPÍRICA DAS RESERVAS: CUSTOS E BENEFÍCIOS.....	50
6 CONCLUSÃO.....	61
REFERÊNCIAS.....	64

1 INTRODUÇÃO

Esse trabalho analisa a importância das reservas internacionais na atual dinâmica econômica internacional. Em um sistema marcado pela crescente globalização, liberalização de capitais e integração financeira, o estudo das reservas se torna providencial. Principalmente para os países periféricos, cujas moedas nacionais não desempenham funções monetárias no plano externo, e suas economias convivem com o constante ceticismo dos agentes econômicos.

A economia brasileira, no início da década de 1990, atravessou uma série de mudanças que buscavam uma nova inserção do Brasil na economia mundial. Essas transformações, de caráter neoliberal, reforçaram a liberalização comercial, produtiva e financeira. Através da desregulamentação econômica, privatizações e liberalização de capitais, as autoridades daquela época advogavam a favor de um “Estado Mínimo”. Sob esse contexto, principalmente após o programa de estabilização monetária – Plano Real – analisa-se o papel das reservas internacionais na sustentabilidade da economia brasileira, assim como a manutenção do seu padrão monetário nacional.

As reservas internacionais de um país revelaram ser uma boa ferramenta analítica para observar diversos fenômenos econômicos, dentre eles, a vulnerabilidade à uma crise cambial. Um nível de reservas internacionais pequeno pode despertar incertezas, nos agentes residentes e não-residentes, em relação à conversibilidade de seus investimentos no país em divisas internacionais, e também, dúvidas quanto à possibilidade de inadimplência dos compromissos externos da nação. Logo, esta incerteza pode despertar aversões, nos investidores, ao mercado nacional. Acarretando, em última instância, na fuga de capitais do país.

A ocorrência de crises sistêmicas, a globalização dos negócios e a integração dos países periféricos com o resto do mundo, induzem a estudar a liquidez e a capacidade de pagamento das nações. As reservas internacionais desempenham um papel preponderante, pois constituem uma reserva providencial contra os choques no Balanço de Pagamentos, e são um ativo líquido internacional para cobrir os ajustes internos em caso de choques externos. Os Bancos Centrais administram esses ativos buscando manter um nível de reservas que garantam uma proteção e funcione como um amortizador em situações de urgência de liquidez. (Angarita, 2006)

1.1 OBJETIVOS

1.1.1 Objetivo Geral

Analisar a variação das reservas internacionais brasileiras a partir da última década do século XX, período em que houve diversas crises cambiais ao redor do mundo, e sua relação com a realidade econômica.

1.1.2 Objetivos Específicos

Avaliar os condicionates político-econômicos que levaram à necessidade de um maior acúmulo de reservas, pelas autoridades monetárias brasileiras, na década de 90.

Verificar a política de investimento das reservas internacionais brasileiras pelo Banco Central do Brasil.

De acordo com a atual conjuntura econômica brasileira, analisar os custos das reservas internacionais para o Brasil, principalmente o relacionado com as operações de esterilização cambial.

1.2 METODOLOGIA

O trabalho está estruturado, a parte esta introdução, com mais quatro capítulos e a conclusão. No plano teórico, desenvolvido no primeiro capítulo, partimos de uma teoria qualitativa da moeda para caracterização de dois espaços monetário: um espaço doméstico, onde o Estado nacional atua como regulador, e uma esfera internacional, onde outros fatores determinam a aceitação da moeda. Essas duas esferas de atuação das moedas nacionais têm hierarquias representadas pelas pirâmides da moeda e das divisas. Já no segundo capítulo, é feita uma análise histórica - através do panorama internacional e nacional - sobre como o Brasil se inseriu nesse novo paradigma econômico global, tornando-se necessário a acumulação de reservas para sua sustentabilidade. No terceiro capítulo, apresentamos a formação das reservas, e sua gestão pelo Banco Central do

Brasil (BCB). Através dos relatórios de gestão das reservas internacionais emitido pelo BCB, são analisadas a governança e a evolução destas; bem como a política de investimento e administração dos riscos: distribuição por moedas, classe de ativos e prazo médio. Por conseguinte, no quarto capítulo, analisamos os benefícios das reservas através de um estudo empírico da década de 90, período marcado pela instabilidade cambial em diversas partes do mundo, verificando como foi possível manter a estrutura monetária nacional. E, por sua vez, são analisados os custos dessas reservas, principalmente os custos relacionados com as operações de esterilização cambial, que se tornou relevante após a política de acúmulo de reservas verificada em 2004. Por fim, estão as conclusões.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Na economia existem diferentes tipos de moeda. Qualquer agente é um potencial criador de moeda, o problema reside em torná-la aceita pela outra parte enquanto promessa de pagamento. Depósitos bancários, títulos da dívida pública, cheques bancários, títulos de dívidas de firmas e famílias e o papel moeda do Estado são exemplos de moeda. (MINSKY, 1986)

A pirâmide é um símbolo de hierarquia para alguns povos antigos, dentre eles o povo egípcio. Para esse, nesta simbologia, a base representa a multiplicidade dos fenômenos enquanto o topo refere-se ao mundo dos princípios ou à unidade. Nesse tipo de representação é a unidade que ordena e dirige a multiplicidade. Buscando uma forma de organizar e hierarquizar as moedas de uma economia, Bell (2001) utiliza esta forma geométrica para ilustrar as relações entre as diferentes moedas de uma economia. Na sua análise, a moeda do Estado - papel moeda emitido pelo respectivo Banco Central - ocupa o topo da pirâmide, porquanto o Estado tem o poder de cobrar impostos sobre os agentes privados. Consequentemente, esses possuem a obrigação de obter tal moeda para cumprirem suas obrigações frente ao poder público. Assim, o Estado determina a unidade de conta na qual serão denominadas todas as outras moedas.

O Estado possui um papel determinante na validação da moeda de conta, ou seja, na aceitação por parte da sociedade em denominar os ativos da economia na moeda estatal. Sua autoridade e o estabelecimento de contratos em determinada moeda legitimam a moeda de conta socialmente. Como observa Rossi (2008), neste contexto de aparição da moeda de conta, viabiliza-se o surgimento de contratos e dívidas. Logo, abre-se espaço para moeda bancária que pode ser vista como o reconhecimento de uma dívida privada, expressa em moeda de conta, e que pode ser usada em uma transação alternativamente à moeda do Estado.

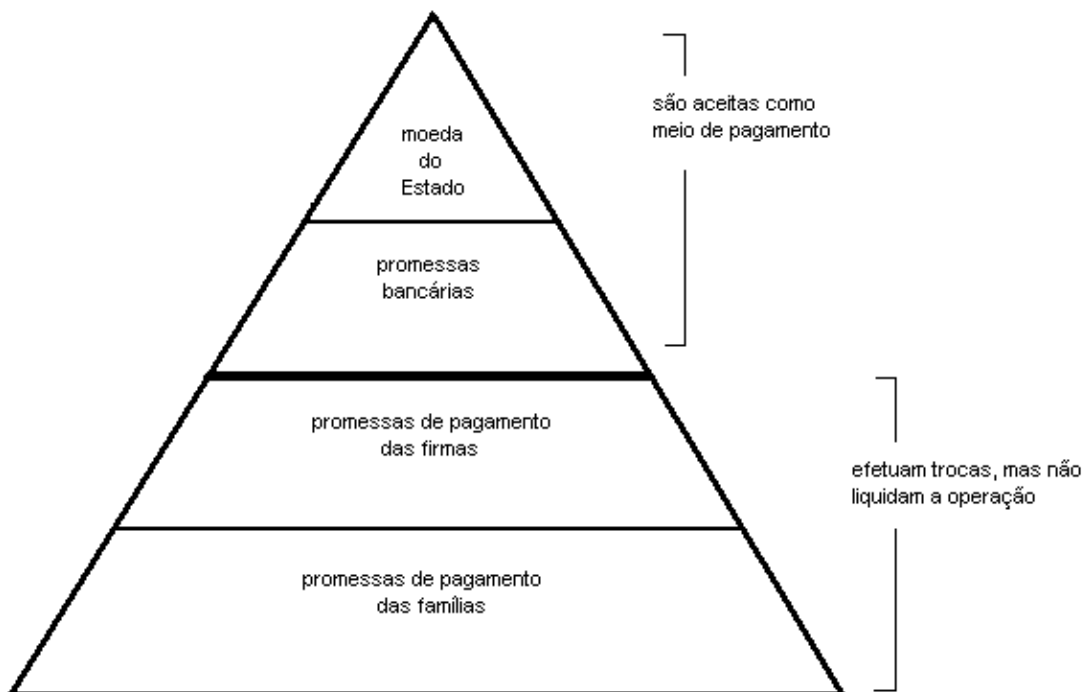
A aceitação das moedas bancárias repousa na promessa dos bancos de aceitarem o seu próprio meio de pagamento em troca da moeda estatal. A qualidade dessas promessas depende também do compromisso do Estado em supervisionar a sua conversibilidade. Para Bell (2001), as promessas bancárias têm uma natureza qualitativamente inferior à moeda do Estado e, portanto, estão um degrau abaixo na pirâmide da moeda.

Firmas também podem vender um contrato de dívida para financiar seus investimentos, de forma a criar uma promessa de pagamento, que será cumprida pela

moeda do Estado, ou por outra promessa de pagamento, como o depósito bancário. Essas dívidas são menos líquidas que as promessas bancárias, pois sua aceitação em troca da moeda do Estado é menor. Da mesma forma, as famílias também podem emitir promessas de pagamentos, cuja liquidez será menor do que as promessas das firmas, pois essas, em princípio, possuem melhores mercados secundários para a revenda de suas dívidas.

Assim, a pirâmide da moeda é formada por quatro andares. No topo, está a moeda do Estado, que serve como referência. Em seguida estão as promessas de pagamento dos bancos, que possui grande liquidez entre os agentes. Na base temos as promessas das firmas, e por fim as promessas de pagamento das famílias. Cabe ressaltar a diferença qualitativa que divide a pirâmide ao meio. No topo superior as moedas são aceitas como meio de pagamento, enquanto que na parte inferior elas podem efetuar trocas, mas não liquidam a operação. A figura 1.1 ilustra esta relação.

Figura 1.1 – Pirâmide da moeda



A pirâmide pressupõe uma ordem de liquidez entre as moedas que determina certa hierarquia. Essa liquidez depende da conversibilidade da promessa de pagamento. Quando as firmas e famílias criam uma promessa de pagamento, elas se comprometem a

convertê-la em uma promessa do Estado ou dos bancos, através de papel moeda ou depósito bancário. As promessas bancárias serão aceitas quando os agente acreditarem que elas serão conversíveis em moeda estatal.

Já a moeda do Estado, no padrão ouro, também deveria manter uma conversibilidade, já que esta tinha lastro em ouro. Nesse sistema, o ouro ocupava o topo da pirâmide e a moeda estatal vinha logo abaixo, e o Estado tinha que manter a conversibilidade de sua moeda em ouro. Hoje em dia a pirâmide se sustenta sem esse tipo de relação. Sua condição é garantida pelo poder do Estado em impor leis e cobrar impostos em determinada moeda. Logo, a conversibilidade da moeda nesse contexto é estritamente a conversibilidade de todas as outras moedas do sistema na moeda do Estado. (ROSSI, 2008).

Nesse sentido, a moeda estatal é a única que encerra todas as obrigações de um negócio, o emissor da moeda do sistema não tem a obrigação de dar outro tipo de moeda em troca da sua, situação que não ocorre com a moeda bancária.

A pirâmide da moeda possui uma estrutura em movimento que depende das expectativas dos agentes. Em um período de aumento da preferência pela liquidez, causa um estreitamento da base da pirâmide, pois tornam-se ilíquidas as moedas mais fracas. Como em um processo darwinista, de seleção natural, sobrevivem apenas as moedas fortes. Enquanto que nos momentos de expansão da liquidez, ocorre uma proliferação das promessas de pagamentos nos andares de baixo da pirâmide.

Assim, dependendo da conjuntura econômica, a estrutura da pirâmide se modifica, “nas etapas de prosperidade do ciclo econômico, este constrangimento de conversibilidade não se coloca, dando a aparência de que todas as moedas bancárias têm o mesmo status e são conversíveis na mesma condição.” (BELLUZZO 1997: 159).

Existem três fatores que garantem a sustentação da pirâmide da moeda. De acordo com Rossi (2008), o primeiro refere-se a estabilidade do valor da moeda estatal em relação aos outros bens da economia. O segundo fator é de natureza institucional e diz respeito a confiança dos agentes no cumprimento dos contratos denominados na moeda de conta do Estado. Por fim, o terceiro fator é sobre os aspectos normativos e políticos, de como o Estado limita a concorrência de outras moedas ou divisas estrangeiras.

No primeiro caso podemos ressaltar que a inflação doméstica fragiliza a pirâmide da moeda, porquanto enfraquece a sua função de reserva de valor, pois os agentes preferem não reter um ativo que se desvaloriza, e em seguida como unidade de

conta, pois a variação dos preços prejudica o referencial contábil dos agentes. E quando a credibilidade da moeda estatal é fragilizada, outras referências contábeis ganham espaço na pirâmide das moedas, como as moedas estrangeiras. Dessa forma, a posição da moeda estatal no topo da pirâmide é colocada em questão, pois os agentes passam a usar outras formas de moeda para referenciar e cumprir suas promessas de pagamento, desestruturando a pirâmide da moeda.

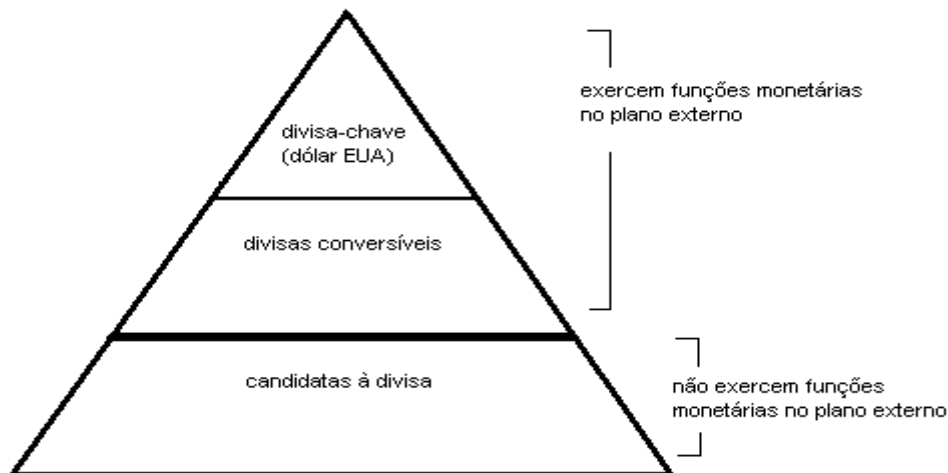
O segundo ponto está ligado à natureza institucional que o Estado oferece, à confiança dos agentes nas instituições e na forma como são garantidos os contratos. O Estado deve garantir a conversibilidade das promessas (bancárias, firmas, famílias) através de um conjunto de regras.

O terceiro aspecto refere-se ao conjunto de normas que garante a estruturação de uma hierarquia mediada pela moeda do Estado, garantindo a soberania da moeda estatal dentro do território nacional. Regulando a concorrência com as divisas estrangeiras.

Há dois espaços monetários para a atuação de uma moeda nacional. Rossi (2008) observa que na dimensão doméstica, a moeda nacional tem a soberania garantida por um conjunto de regras estabelecidas pelo Estado. Na dimensão internacional ela está desamparada da ação normativa do Estado, sujeita a outros critérios para sua aceitação. Segundo Aglietta (1986), a condição para uma moeda se tornar divisa internacional é que ela exerça a função de meio de pagamento no plano externo.

Para hierarquizar as moedas no plano internacional, Rossi (2008) usou uma tipologia que as divide em: divisa-chave (que ocupa o topo da pirâmide), as divisas conversíveis, e na base as candidatas à divisa (que não exercem a função de meio de pagamento no plano externo). A figura 1.2 ilustra esta relação.

Figura 1.2 – Pirâmide das divisas



A divisa-chave do sistema monetário internacional é o dólar norte-americano, pois é quem melhor exerce as três funções da moeda no plano internacional. Como meio de pagamento, é a mais usada para liquidação de dívidas e para trocas comerciais e financeiras. Como unidade de conta, ela é referência para a cotação do valor de ativos financeiros, das principais *commodities*, e ainda, serve como referência cambial para autoridades monetárias de muitos países. E como reserva de valor, é a unidade em que se referenciam a maior parte das reservas cambiais dos governos e da riqueza financeira dos agentes privados. Serrano (2002) observou que o país emissor da moeda chave pode incorrer em déficits externos contínuos, dado que seu passivo externo é composto de obrigações denominadas em sua própria moeda.

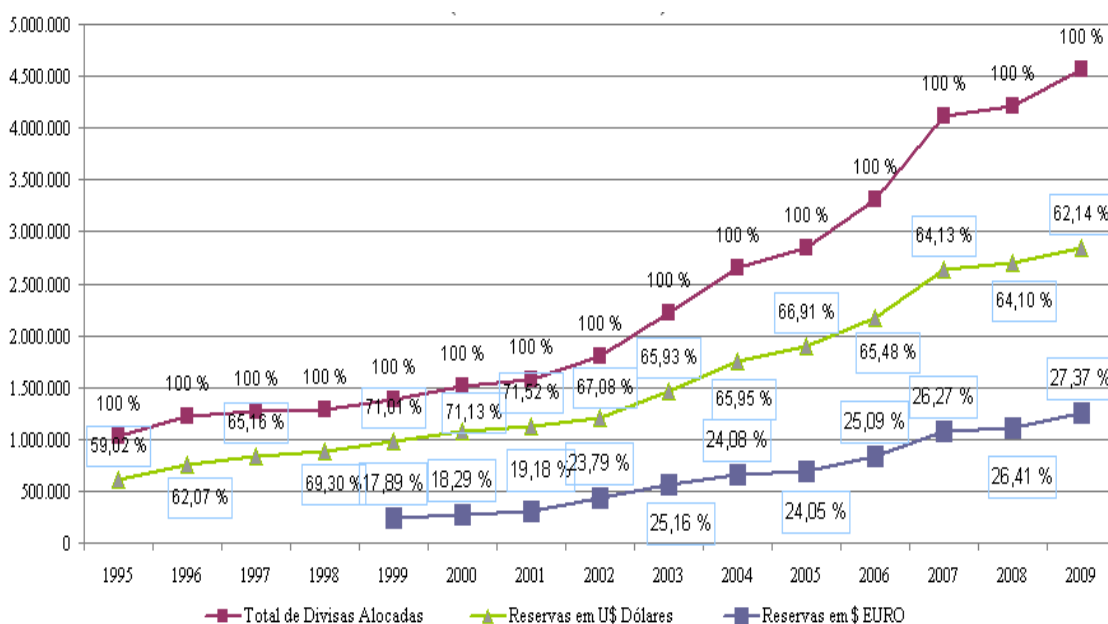
O atual sistema monetário internacional, conduzido de forma assimétrica e hegemônica proporciona uma vantagem crucial ao seu beneficiado: EUA, que diz respeito à restrição ao déficit no Balanço de Pagamentos. Porquanto este, sendo o emissor da divisa-chave, emite títulos de dívida que são os ativos de maior liquidez do sistema econômico, podendo financiar seus déficits e rolar suas dívidas quase que indefinidamente.

Segundo: Belluzzo (2005, p. 16):

A demanda pela moeda norte-americana nasce hoje do papel dos Estados Unidos como economia cêntrica e, sobretudo, da atração do seu mercado financeiro, líquido e profundo, ancorado na dívida pública constituída pelos ativos de última instância da finança global.

Um degrau abaixo na pirâmide das divisas, estão as divisas conversíveis. Elas também são capazes de liquidar contratos no plano internacional, exercendo a função de meio de pagamento. São denominadas de conversíveis porque podem ser facilmente trocadas por uma promessa superior na pirâmide, ou seja, a divisa-chave. A diferença entre elas está na intensidade em que as funções da moeda são exercidas no plano internacional. O gráfico 1.1 ilustra o caráter preponderante do dólar norte-americano, e em seguida do EURO, na composição das reservas cambiais mundiais.

Gráfico 1.1 – Composição percentual das reservas cambiais mundiais (milhões US\$)



Fonte: Fundo Monetário Internacional

Ao discorrer sobre o assunto ROSSI (2008), afirma que As moedas inconversíveis são aquelas incapazes de liquidar contratos no plano externo, ou seja, de atuarem como meio de pagamento. A transformação de uma moeda inconversível em divisa está relacionado com três aspectos. Primeiramente deve-se à influência política no âmbito global ou regional do governo. Em seguida considera-se o volume dos fluxos comerciais e financeiros do país. Por fim, a estabilidade do valor externo da moeda nacional em relação à divisa-chave exerce um papel fundamental, pois fortalece a confiança dos agentes e evita ataques especulativos sobre a moeda.

Conforme argumentado anteriormente, existem dois tipos de conversibilidade, a da moeda e a conversibilidade das divisas. Uma moeda pode ser conversível no plano nacional e não o ser no âmbito internacional, fato que ocorre nas economias cuja moeda

nacional não desempenha a função de divisa internacionalmente. Não obstante dessa realidade, um ponto polêmico se coloca, o grau de liberdade para se converter uma moeda nacional em uma divisa estrangeira. Arida (2003) quando argumenta sobre a livre conversibilidade visa garantir a escolha por divisas para os que usam a moeda como reserva de valor. Evidentemente, a livre escolha por divisas é interessante para o investidor financeiro, que pode diversificar o risco, arbitrar e especular com as diferentes divisas. Através de uma lógica básica de alocação de portfólio, um agente poderá ter ativos denominados em divisas de melhor qualidade cujo risco é baixo e ativos denominados em moedas inconversíveis associados a um maior rendimento. Esses últimos ativos devem ser preferencialmente de alta liquidez, para no caso de mudança nas expectativas, os agentes se livram desses contratos e repõem seus portfólios com ativos denominados em divisas de melhor qualidade. Portanto, nesses casos, em que há uma ligação entre a pirâmide da moeda, cuja moeda estatal ocupa o topo, e a pirâmide das divisas, em um momento de fuga pela liquidez, a direção será o topo da pirâmide das divisas, o dólar. Isso levará a uma fuga de capitais dos países cuja moeda é inconversível no plano externo.

Quando, através de aspectos normativos, a conversibilidade da moeda nacional em divisa estrangeira não é feita de forma isenta de custos, o Estado pode administrar esses momentos de mudança de expectativas. Garantindo a estrutura e a composição da pirâmide da moeda, através da taxa de juros, garantindo depósitos bancários e mesmo através da interferência estatal na base da pirâmide. Tais custos podem ser implementados através de medidas administrativas, como um período mínimo de permanência do capital estrangeiro no país, tarifar as transações em moeda estrangeira, dentre outras alternativas.

Uma característica comum dos países periféricos é a ausência de funções que suas moedas desempenham no plano externo, ou seja, a inconversibilidade. Nos casos mais amenos elas perdem suas funções no plano internacional, mas mantém integral ou parcialmente suas funções no âmbito doméstico, como é o caso brasileiro. Já nas versões mais radicais ocorre a substituição monetária no plano nacional, El Salvador, Panamá e Equador são exemplos próximos.

Diante de uma realidade na qual suas moedas nacionais não atuam como reserva de valor, unidade de conta e meio de pagamento internacionalmente, os países periféricos comumente se deparam com desequilíbrios patrimoniais decorrentes de

estruturas ativas e passivas denominadas em diferentes moedas, sujeita às flutuações das taxas de câmbio.

Uma possível e comum consequência dessas moedas nacionais frágeis é a não consolidação de um sistema de financiamento de longo-prazo, devido às restrições ao aprofundamento financeiro. Ricardo Carneiro (2006) observa com astúcia que nessas condições há um “impedimento ao desenvolvimento de formas superiores de organização capitalista em razão da incapacidade da moeda local em desempenhar a função de instrumento de centralização de capitais na esfera financeira”.

Ao analisar a dinâmica global das moedas nacionais, Cohen (2004) aponta uma crescente desterritorialização do dinheiro, não obstante a perda de relevância do dinheiro nacional ou, pelo menos da maioria das moedas, que passam a se submeter no plano internacional a uma rígida hierarquia. Cohen (2004) ainda observa que paralelo à desterritorialização cria-se uma lógica de concorrência e não de cooperação ou convivência, dando surgimento a uma rígida pirâmide monetária no qual a tendência das moedas do topo é terem suas prerrogativas internacionais reforçadas, enquanto que as da base correm o risco contínuo de serem substituídas, mesmo nas suas funções domésticas. Logo, percebe-se uma relação dialética entre a internacionalização monetária no topo da pirâmide e substituição monetária na base.

Eichengreen e Hausmann (2005) diante da condição monetária débil dos países periféricos, desenvolveram o que ficou conhecido como pecado original (*original sin*), que é a incapacidade de um país em endividar-se no mercado internacional na sua própria moeda. Num mundo com elevada volatilidade nos fluxos de capitais e nas cotações das moedas, os países com Pecado Original sofrem diversos problemas macroeconômicos com o descasamento de moedas na sua estrutura patrimonial agregada. A impossibilidade de endividarem-se nas suas moedas nacionais, sujeitam os países periféricos ao alinhamento de políticas que visem a estabilidade cambial em relação à moeda referência de suas dívidas, em detrimento dos interesses nacionais. Em oposição, os países que não padecem desse mal, cumprem seus compromissos externos com seus respectivos papéis moeda nacionais.

Segundo estes autores, o tamanho dos mercados financeiros é uma característica determinante para a definição de uma moeda conversível, não obstante a estabilidade (baixa inflação) e o pequeno risco de perda de capital associado à liquidez. Em mercados financeiros profundos, os investidores podem ampliar o grau de diversificação dos portfólios e reduzir os riscos.

Esta interpretação diagnostica a inconvertibilidade como um problema relacionado à aceitabilidade da moeda no plano externo, através da influência que ela exerce na hierarquia das diversas moedas no sistema monetário internacional. Entretanto, existe uma outra vertente de interpretação que atribui causas domésticas como elementos explicativos da inconvertibilidade das moedas nas economias periféricas.

Para Bordo e Flandreau (2001) é a instabilidade do valor interno que contagia o valor externo, ferindo a função de reserva de valor no plano internacional. A inflação doméstica se transmite à taxa de câmbio, que por sua vez abala a credibilidade externa. Já Rogoff e Savastano (2003) procuram explicar a inconvertibilidade na periferia através das políticas e instituições insuficientes, e também, o histórico de *default* no plano internacional desses países.

A tentativa de classificar as moedas periféricas através do histórico de *default* surge de uma lógica viciada. É muito mais coerente admitir que o *default* apareça devido à impossibilidade dessas economias em endividarem-se nas suas próprias moedas. Assim, estão sujeitas à volatilidade das expectativas que ditam as paridades cambiais, e ao caráter cíclico dos mercados financeiros internacionais, que muitas vezes induzem ao endividamento na periferia. Assim, o plano interno estaria, grosso modo, subordinado a dinâmica global.

Contudo, isso não quer dizer que os desajustes patrimoniais decorrentes de passivos denominados em outras moedas e sujeito à variações seja inevitável. Podem ser atenuados ou eliminados com políticas locais, através de políticas macroeconômicas críveis, sustentando baixa inflação, de forma a induzir o desenvolvimento financeiro doméstico. Políticas regulatórias para proteger a moeda nacional. Enfim, políticas destinadas a viabilizar um padrão de financiamento nacional, visando a superação da dependência de poupança externa.

O ponto crucial tratado nas duas abordagens são as razões pelas quais as moedas inconvertíveis são impedidas de exercerem sua função de reserva de valor internacionalmente. A tese do pecado original aponta um elemento impeditivo ao desenvolvimento dessa função nas moedas periféricas, devido à ordenação do sistema monetário internacional, atribuindo à hierarquia de moedas o caráter determinante. Já as outras interpretações, buscam fragilidades internas para explicarem as posições desfavoráveis e sua dinâmica perversa nos países periféricos.

O efeito dessa realidade aos países periféricos é o que Eichengreen e Hausmann (2005) denominaram de *currency mismatch*, ou seja, o desequilíbrio patrimonial decorrente de estruturas ativas e passivas denominadas em moedas distintas, e oriundas das flutuações recorrentes das taxas de câmbio.

Por fim, observa-se que a lógica hierárquica, de poucas moedas nacionais desempenhando funções internacionais, tendem a fortalecer e reafirmar as prerrogativas das moedas do topo da pirâmide das divisas, em detrimento das moedas da base. A consequência direta, principalmente para os países periféricos, é a necessidade do acúmulo de reservas internacionais para o cumprimento dos compromissos externos de curto-prazo, para blindar a moeda nacional contra ataques especulativos e, por último, demonstrar sanidade e solvência econômica para o mercado mundial.

3 INSERÇÃO BRASILEIRA À NOVA DINÂMICA GLOBAL

No final da década de 80, o Brasil vivia um período de grandes dificuldades econômicas: altos índices inflacionários, além da ausência de crescimento econômico. Não obstante, havia também uma descrença em relação ao modelo de gestão do Estado. Neste final de século houve um complexo processo de transformações econômicas, sociais e políticas que colocaram em questão a dinâmica das sociedades contemporâneas. Fenômeno observado tanto nos países centrais, quanto na periferia do sistema capitalista.

Esse novo momento do capitalismo, enquanto sistema de produção e organização social, foi se consolidando e adquirindo novas formas após os obstáculos que colocaram em dúvida sua permanência: a crise do fordismo no final dos anos 60 e, posteriormente, o colapso do acordo de Bretton Woods no início da década de 70.

Esse processo de reafirmação do capitalismo, de acordo com Filgueiras (2000), pode ser sintetizado na caracterização e análise de três fenômenos, de dimensão mundial, que se entrelaçam e se complementam enquanto elementos determinantes. O neoliberalismo, enquanto ideologia reivindicada por intelectuais e governantes, e também como um conjunto de políticas econômico-sociais adotadas por diversos governos. O segundo fenômeno está relacionado com a reestruturação produtiva, ou seja, às novas tecnologias e às novas formas e métodos de gestão e organização do trabalho. Por último está a globalização, como um aprofundamento das tendências mais iminentes do sistema capitalista.

Contudo, apesar desses fenômenos aparecerem como naturais e inerentes ao desenvolvimento do sistema, na realidade, entretanto, pode-se identificar os seus principais sujeitos e agentes impulsionadores: as grandes corporações transnacionais (produtivas e financeiras), algumas instituições comerciais e financeiras multilaterais – FMI, BIRD, BID e OMC – e os governos dos países capitalistas mais importantes, EUA, Japão e Alemanha. (FIORI, 2004).

Segundo Filgueiras (2000, p. 45)

O neoliberalismo, por sua vez, surgiu no pós-Segunda Guerra Mundial, como uma reação teórica e política ao Estado intervencionista/keynesiano, presente na Europa e nos EUA. As suas críticas se voltam, mais uma vez, contra qualquer limite, por parte do Estado, ao funcionamento dos mecanismos do

mercado; o mercado livre é a garantia da liberdade econômica e política, esta última também ameaçada pelo intervencionismo. Portanto, neste caso, também, é uma doutrina que se constrói em oposição a uma certa forma de intervenção do Estado, isto é, o chamado Estado de Bem-Estar Social europeu ou o *New Deal* norte-americano, e tendo por princípio mais geral que a desigualdade é um valor positivo e imprescindível na constituição de uma sociedade democrática, pois é a base da liberdade e da vitalidade da concorrência.

Desse modo, essa visão cujo os ícones políticos foram os governos de Ronald Reagan nos EUA e de Margaret Thatcher na Inglaterra, se expressa, do ponto de vista econômico, na recusa em aceitar o exercício de políticas ativas por parte do Estado. Tanto políticas macroeconômicas que visam o aumento da atividade produtiva e do emprego, quanto políticas setoriais e regionais. Porquanto, segundo o neoliberalismo, essas tentativas de impulsionar a economia através de políticas monetárias e fiscais, levaria a um processo inflacionário, sem contudo reduzir o nível de desemprego. Já o apoio a regiões e setores específicos, implicaria ineficiências e desperdícios, em virtude da distorção que provocaria no livre funcionamento do mercado.

Assim, de acordo com Filgueiras (2000), o objetivo maior da política econômica neoliberal é o de defender a moeda, assegurando a estabilidade dos preços, e garantindo o cumprimento dos contratos e da “livre concorrência”. Esta última deveria ser alcançada através da desregulamentação em geral, principalmente do mercado de trabalho, com destaque para a flexibilização das relações trabalhistas. No plano internacional, a diretriz é a livre mobilidade de capitais e mercadorias, com a derrubada das restrições ao comércio e a livre circulação do capital financeiro.

Do ponto de vista social, também não deve haver políticas ativas que procurem diminuir as desigualdades, pois estas podem acomodar seus beneficiários e relaxar a competição, propulsora da economia e da liberdade na sociedade capitalista. No âmbito político, o neoliberalismo ressalta a democracia representativa, o Estado de Direito e os direitos individuais, entretanto, procura desqualificar qualquer tipo de ação coletiva, em particular as de natureza sindical, que são sempre vistas como corporativistas e contrárias ao interesse geral. (FILGUEIRAS, 2000)

O segundo fenômeno apontado por Filgueiras (2000), como determinante dessa nova fase do capitalismo mundial é a reestruturação produtiva. No início dos anos 70, após um período de mais de 25 anos de crescimento, iniciou-se uma profunda crise nas economias dos países capitalistas centrais, que se expressou na aceleração das taxas de inflação, na redução da produtividade e dos níveis de crescimento, na elevação dos

déficits públicos e no aumento do desemprego. Era o esgotamento de um padrão de desenvolvimento nascido na indústria automobilística norte-americana e que se expandiu, no pós-guerra, para a Europa: o fordismo.

Contudo, devemos analisar o fordismo não apenas como um modo de organização do processo de trabalho, pois ele extrapola os limites da fábrica. É uma forma de organização da sociedade capitalista que implicou a inclusão social de grandes parcelas da população ao consumo e aos direitos de cidadania. O fordismo consolidou um novo modo de vida, um novo homem, adaptado às exigências e à disciplina do sistema fabril organizado na forma da grande indústria. Desse modo, sua crise, não se resume apenas à crise de um padrão de acumulação de capital, de um padrão de organização da produção, mas também, a quebra de um pacto social caracterizado pela busca do pleno emprego, uma ruptura na estabilidade do trabalho e nas garantias sociais. (FILGUEIRAS, 2000)

Essa crise, no âmbito microeconômico, se caracterizou pelo lento crescimento, ou mesmo queda, da produtividade do trabalho, em decorrência do envelhecimento do paradigma tecnológico dominante e da crescente insatisfação dos trabalhadores com o padrão de gestão fordista. Nessas condições, a disputa distributiva entre lucros/salários tendeu a se agravar, manifestando-se, no plano macroeconômico, com o aumento da inflação, uma vez que o capital relutante com o aumento do salário real, passou a repassar o custo daí derivado ao preço dos produtos. Essa desaceleração no ritmo de crescimento econômico, reduziu a capacidade de tributação do Estado, reduzindo suas receitas, e por outro lado, aumentou seus gastos com o aumento do desemprego. Logo, os crescentes déficits públicos acabaram por minar o *Welfare State*. (FILGUEIRAS, 2000)

Paralelamente, no plano internacional, observou-se o colapso da ordem internacional construída com o acordo de Bretton Woods, era o fim da conversibilidade do dólar com o ouro, e o fim do sistema de taxas de câmbio fixas. Era um ambiente, no qual se propagava a instabilidade, e questionava-se a hegemonia norte-americana. Para agravar ainda mais as pressões inflacionárias, houve nesse período, em 1973 e 1979, um grande aumento dos preços do petróleo, matéria-prima essencial da matriz energética desses países. Não obstante, em 1979, elevaram-se as taxas de juros nos EUA, que viria a ser uma das razões principais da chamada “crise da dívida externa” dos países periféricos, devido ao endividamento destes com taxas de juros flutuantes. Tavares (1985), caracteriza essa medida estadunidense como a diplomacia do dólar forte,

porquanto os EUA, através de um aumento da taxa de juros, atraíram os capitais que lhes escapavam através dos consecutivos déficits no Balanço de Pagamentos, para a jurisdição de seu sistema financeiro e bancário

Filgueiras (2000, p. 53), diz que:

Desse modo, a crise do fordismo originou-se e desenvolveu-se tanto por razões internas quanto externas a cada país, tanto no nível microeconômico quanto no macro, tanto na esfera produtiva quanto na órbita comercial e financeira das economias. A queda dos níveis de investimento, da atividade produtiva e do emprego, a crise fiscal do Estado e a aceleração da inflação se entrelaçaram, expressando as várias dimensões do problema.

A reestruturação produtiva diz respeito às transformações estruturais no âmbito da produção e do trabalho. Ela se expressa na reorganização dos setores industriais, com a realização de grandes investimentos em setores de ponta (informática, biotecnologia, telecomunicações), pela modernização dos setores dinâmicos (automobilístico, petroquímica, máquinas e equipamentos), e pelo declínio de setores tradicionais, como o siderúrgico e o têxtil. Não obstante, houve um novo paradigma tecnológico e organizacional, com a introdução de novas tecnologias microeletrônicas (automação informatizada), e novos padrões de gestão e organização do trabalho (individualização das relações capital/trabalho, com o conseqüente enfraquecimento dos sindicatos). A característica essencial desse novo paradigma tecnológico/organizacional é a flexibilidade, libertando os processos produtivos, comerciais e financeiros de suas formas rígidas. Essa flexibilização é observada tanto na produção: volume produzido e diferenciação do produto, adequando-se à demanda; quanto no mercado de trabalho, flexibilizando jornadas de trabalho, remuneração e direitos sociais. Por fim, no conjunto do sistema econômico, o processo de reestruturação produtiva se constitui num dos elementos determinantes do processo de globalização, pois o crescimento da produtividade exige a ampliação e articulação dos mercados, ao mesmo tempo em que se entrelaça com a globalização, ao determinar, através da competição, transformações nas estruturas produtivas das mais diversas regiões do mundo. (FILGUEIRAS, 2000)

No Brasil, o processo de reestruturação produtiva iniciou-se tardiamente em comparação aos países centrais, a partir dos anos 90, com a abertura econômica implementada pelo Governo Collor e suas tímidas e frágeis tentativas de implementação de novas formas de gestão e organização da produção. Entretanto, esse processo se acentuou com a política de estabilização do Plano Real, com a subvalorização do dólar e

a consequente facilidade nas importações, que por sua vez, exigiu das empresas nacionais mudanças e associações com o capital estrangeiro para sobreviverem.

Por fim, complementando e, ao mesmo tempo, se difundindo com os fenômenos que deram forma a esta nova etapa do sistema capitalista: neoliberalismo e reestruturação produtiva, está a globalização. Grosso modo, seu efeito é o aprofundamento da internacionalização das relações capitalistas de distribuição e produção. É um movimento econômico, social e político que desmonta, enfraquece os limites fronteiriços, uma espécie de diluição dos espaços nacionais. Cabe ressaltar, que é um fenômeno impulsionado pela reestruturação produtiva, sob a retórica neoliberal.

O principal aspecto do processo de globalização, conforme observa Filgueiras (2000), é sua dimensão financeira, principalmente quando analisamos o caso brasileiro de estabilização - Plano Real - cuja dependência dos fluxos internacionais de capitais de curto prazo era fundamental. Porquanto, as autoridades monetárias, buscavam a credibilidade e estabilidade da nova moeda, também, através de uma âncora cambial com o dólar, e para isso, necessitava-se de sucessivos influxos de capitais no país, viabilizado através da custosa política de juros altos.

Assim, com a globalização e os processos que lhe configuraram: desregulamentação ou liberalização monetária e financeira, a desintermediação e a abertura dos mercados financeiros nacionais, fica evidente a necessidade de reservas internacionais, principalmente para os países cujas moedas nacionais não desempenham funções monetárias no plano externo.

A inserção dos países periféricos nessa dinâmica internacional, onde vigoram os princípios do liberalismo e da desregulamentação, segundo a teoria neoliberal, deve ser viabilizada através de políticas que buscam a estabilidade da moeda e um ambiente institucional que preservem as condições de “livre mercado”. Assim, de maneira simplificada, o receituário para os países da periferia é o equilíbrio fiscal e monetário. Esse último através de uma política de juros altos, para conter a inflação internamente, e atrair capitais no plano externo. Consequentemente, nessas condições, deve-se manter um nível razoável de reservas internacionais, para não gerar um ataque especulativo contra a moeda nacional e demonstrar solvência econômica ao mercado quanto à conversibilidade dos investimentos estrangeiros no país. Além de melhores condições de financiamento externo, devido à relação positiva que existe entre reservas e adimplência.

O motivo apontado por Filgueiras (2000), para a tardia conversão brasileira à essa lógica liberal em relação aos países centrais, foi porque enquanto as economias desenvolvidas passaram por um período de crise na década 70 e, em alguns casos, já em processo de reestruturação produtiva, o Brasil atravessava a o chamado “milagre econômico” (1968/73) e, posteriormente, a implementação do II PND (1974/76), que deu uma sobrevida ao ciclo expansivo do capital até o final da década, entretanto, à custa do endividamento externo. Contudo, com as sucessivas majorações do preço do petróleo, e com a crise mexicana de 82, o panorama internacional se converteu para uma escassez de liquidez, de recursos financeiros, para os países periféricos. Começando um período de estagnação do crescimento e aceleração inflacionária.

O diagnóstico de Franco (1998), economista atuante no processo de abertura econômica do Brasil, para o atraso do país inserir-se no processo da globalização, se deve ao viés pró-mercado interno (pró-substituição de importações) das políticas locais, cuja ênfase esteve sempre associada à noção de auto-suficiência e à constituição de superávits comerciais, ou seja, a continuidade de políticas industrial e comercial inconsistentes com as tendências internacionais. Paralelamente, soma-se à essas causas, a instabilidade macroeconômica interna. Segundo o autor, os motivos não são incidentais como choques externos e erros de política econômica, a causa determinante seria a exaustão do modelo de crescimento baseado na substituição de importações. Tal modelo acarretava na ineficiência industrial, deterioração da competitividade, e estagnação da taxa de crescimento da produtividade. Enquanto que, doses maiores de estímulos fiscais ao crescimento, apenas acarretaria em uma ascensão do processo inflacionário.

De acordo com Franco (1998), as estruturas de mercado brasileiras da década de 80, levaram à estagnação da produtividade, devido ao seu caráter pouco contestável e competitivo, com a redução progressiva dos incentivos ao dinamismo tecnológico. O autor ressalta a forte correlação positiva entre crescimento e produtividade do trabalho (produção por horas trabalhadas), e esta última com a abertura econômica. Porquanto, a maior propensão a importar acarreta em um salto tecnológico e qualitativo das estruturas produtivas. Enquanto que, por sua vez, a mudança na estrutura de mercado decorrente da abertura, propicia condutas virtuosas que produzem maior eficiência, pois existem competidores estrangeiros ávidos para ocuparem maiores fatias de mercado, proporcionando um maior investimento em tecnologia, qualidade e produtividade.

Adicionando esforços no sentido de um maior aperfeiçoamento e racionalização da produção nacional.

Assim sendo, Franco (1998) conclui que a abertura econômica é a base para a construção de um modelo de crescimento, no qual o Brasil possa alavancar o padrão de vida da sua população.

Dessa maneira, sob um panorama internacional de mudança da concepção dominante de gestão do Estado nas economias centrais do sistema capitalista. E um contexto interno de estagnação econômica e altos índices inflacionários, o liberalismo implanta-se no Brasil. O discurso liberal radical do ex-presidente Collor, combinado com a abertura da economia e o processo de privatizações, inaugura esse período. Apesar de que, durante o governo Sarney, já houveram algumas iniciativas nesse sentido, e uma forte massificação e propaganda dessa doutrina nos meios de comunicação de massa.

A influência dessa nova concepção político-econômico-social, do epicentro do sistema capitalista à América Latina, se materializa no Consenso de Washington. Foi uma reunião na capital estadunidense, com funcionários do governo dos EUA, FMI, BIRD, BID e economistas acadêmicos latino-americanos para pensarem a inserção latino-americana através da óptica neoliberal. Desse modo, a conclusão do ponto de vista fiscal foi uma rigorosa disciplina orçamentária, através da contenção dos gastos públicos, que deveriam restringir-se à manutenção do “Estado Mínimo”. Além de ressaltarem a excelência das reformas, como a tributária, reformas estas que deveriam sempre buscar a desregulamentação econômica, a favor da liberdade das “forças de mercado”.

No que diz respeito à política monetária, a postura deveria ser passiva, ou seja, uma política voltada apenas para a estabilidade monetária, com um regime cambial centrado na dolarização direta ou indireta da economia.. Adicionalmente, seria imprescindível a liberalização comercial e financeira, com a abertura rápida dos mercados nacionais, que segundo o Consenso, atrairia capitais estrangeiros ao país e, por sua vez, aumentaria seu caráter competitivo internacionalmente. Não obstante, considerou qualquer tipo de subsídios ou protecionismo como práticas ineficientes. Consideraram, também, os investimentos estrangeiros diretos como um complemento da poupança nacional, devendo estes, portanto, terem um tratamento igual ao capital nacional. Por fim, devemos ressaltar que o Consenso de Washington advogou a favor das privatizações e da desregulamentação das atividades econômicas. (FILGUEIRAS, 2000).

Segundo Tavares e Fiori (1993, p. 18):

[...] o Consenso de Washington é hoje um conjunto, abrangente, de regras de condicionalidade aplicadas de forma cada vez mais padronizada aos diversos países e regiões do mundo, para obter o apoio político e econômico dos governos centrais e dos organismos internacionais. Trata-se também de políticas macroeconômicas de estabilização acompanhadas de reformas estruturais liberalizantes.

Entretanto, cabe ressaltar, que não constitui objeto de estudo deste trabalho uma análise qualitativa da inserção brasileira à essa dinâmica global que veio se configurando no final do século XX. Este capítulo pretende apenas contextualizar os condicionantes e os panoramas internos e externos que levaram de fato o Brasil a inserir-se nesta lógica liberal globalizante.

Essa inserção, como foi mencionado, derivou de uma transformação no panorama internacional, no qual a ascensão do neoliberalismo, juntamente com a necessidade de uma reestruturação produtiva do capital e a globalização, constituíram-se como os principais elementos propulsores, exógenos à economia brasileira. Paralelamente, a conjuntura interna de estagnação econômica, altos índices inflacionário e descrença com relação ao modelo de crescimento da economia e gestão do Estado, levaram, por fim, a adoção da lógica neoliberal.

Entretanto, essa inserção não seria fácil, e se mostrou custosa. Após o programa de estabilização – Plano Real – e a implementação da nova moeda com uma âncora cambial ao dólar, o país começou a apresentar problemas no setor externo. Porquanto a sobrevalorização do real em relação a moeda norte-americana deteriorou as transações correntes do Balanço de Pagamentos. Obviamente, com o dólar subvalorizado, as importações cresceram velozmente, enquanto que, por sua vez, os produtos nacionais perderam competitividade no mercado internacional. Logo, a balança comercial passou a apresentar altas cifras deficitárias. Nesse contexto, primeiros anos do Plano Real, o país encontrava-se, também, com as contas públicas desequilibradas, seus gastos eram superiores à receita. Havia uma deterioração sistemática dos resultados primários – isto é, excluindo juros – do setor público consolidado, gerando um aumento do endividamento público. (AVERBUG e GIAMBIAGI, 2000).

Podemos verificar a tendência do endividamento público nesse período na Tabela 1 a seguir. E a tendência deficitária da conta corrente na Tabela 2.

Tabela 1 – Dívida Líquida do Setor Público (% PIB)

<i>Composição</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>
Dívida Interna	17,6	21,8	27,0	26,7	31,8	32,7
Governo Federal	3,0	6,6	12,0	13,3	16,8	16,8
Obrigações	11,6	15,5	21,4	28,3	35,5	37,7
Ativos	-8,6	-8,9	-9,4	-15,0	-18,7	-20,9
Estados e Municípios	9,5	10,3	11,1	12,5	13,7	14,7
Empresas Estatais	5,1	4,9	3,9	0,9	1,3	1,2
Dívida Externa	8,4	5,5	3,9	4,3	6,3	9,9
Governo Federal	6,2	3,5	1,6	1,9	4,3	7,6
Estados e Municípios	0,3	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9
Empresas Estatais	1,9	1,7	1,9	1,9	1,3	1,4
Dívida Total /a	26,0	27,3	30,9	31,0	38,1	42,6
Governo Federal	9,2	10,1	13,6	15,2	21,1	24,4
Estados e Municípios	9,8	10,6	11,5	13,0	14,4	15,6
Empresas Estatais	7,0	6,6	5,8	2,8	2,6	2,6

n.d. (=) não disponível.

a/ Exceto a base monetária.

Fonte: Banco Central.

Tabela 2 – Balança Comercial

	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000/a</i>
1- Balanço Comercial	10752	10579	15239	13117	10843	-3353	-5556	-8365	-6591	-1198	2000
Exportações	31414	31620	35793	38597	43544	46506	47747	52989	51140	48011	55000
Importações	20661	21041	20554	25480	32701	49859	53303	61354	57731	49209	53000
2- Serviços	-15369	-13542	-11539	-15215	-14743	-18600	-21044	-27289	-28799	-25211	-29500
2.1- Juros	-9748	-8621	-7253	-8280	-6337	-8158	-9173	-10390	-11948	-15170	-15500
2.2- Lucros e Remessas	-1865	-1030	-949	-1931	-2566	-2790	-2821	-5749	-7305	-4058	-6000
2.3- Outros Serviços	-3756	-3891	-3337	-5004	-5839	-7652	-9050	-11150	-9546	-5983	-8000
2.3.1- Viagens	-121	-211	-319	-799	-1181	-2420	-3594	-4377	-4146	-1436	-2000
2.3.2- Transportes	-1644	-1656	-1359	-1700	-2441	-3200	-3480	-4514	-3259	-2802	-3500
2.3.3- Seguros	-68	-133	-58	-65	-132	-122	-64	74	81	-127	0
2.3.4- Governo	-328	-370	-166	-345	-327	-339	-275	-350	-385	-494	-500
2.3.5- Outros	-1595	-1521	-1436	-2095	-1759	-1572	-1637	-1983	-1837	-1124	-2000
3- Transferências Unilaterais	834	1556	2243	1653	2588	3974	2899	2216	1778	2035	2000
Conta Corrente	-3782	-1407	5943	-444	-1312	-17979	-23701	-33438	-33612	-24374	-25500
Memo: IED Líquido /b	169	-43	1443	-380	934	2569	9966	15516	22619	28608	25000

/a Previsão dos autores.

/b Exceto portfólio.

Fonte: Banco Central.

Dessa forma, a situação brasileira era perigosa. Desde a crise dos países asiáticos de 1997, tinha ficado claro para todos, inclusive para o Governo, que o Brasil tinha que mudar o rumo de sua política econômica, corrigindo os dois grandes desequilíbrios que haviam se agravado acentuadamente no período de 1995/97: o das contas públicas e o do setor externo. A solução disso requeria uma combinação de corte de gastos e aumento de receitas, por um lado, e o aumento da competitividade dos produtos brasileiros, fundamentalmente associado a uma melhora da taxa de câmbio, por outro.

Assim, quando todas as condições apontavam para um choque de política econômica, a decisão foi pelo gradualismo. Tanto no que se refere à melhora do resultado fiscal primário, quanto à desvalorização cambial. De acordo com Averbung e Giambiagi (2000), a opção pelo gradualismo envolve a combinação de três elementos: uma certa dose de confiança das autoridades na reversão dos efeitos da crise asiática, de forma parecida ao que ocorrera em 1995 com a crise mexicana, rapidamente esquecida pelo mercado internacional. Por conseguinte, viria o medo de um desastre que uma eventual desvalorização mais intesa poderia causar no plano da estabilização, em parte fundamentada na experiência mexicana, quando a desvalorização implicou em um salto de 50% na inflação. E, por fim, a realização de eleições gerais em outubro de 1998, período em que nenhum governo gosta de adotar um tratamento de choque.

A evolução dos acontecimentos no primeiro semestre de 1998 transcorreram de forma amena para a economia brasileira, os indicadores de risco-país que haviam ascendido em 1997 demonstraram sinais de queda, as reservas recuperavam-se; nesse contexto, as taxas de juros que haviam atingido quase 40% no final de 97, caíram para menos de 20% em meados de 98. Paralelamente, o governo realizava sucessivas privatizações, e de toda forma, buscava transparecer para o mercado e, principalmente, para o eleitorado brasileiro, que se a reeleição de FHC fosse confirmada nas urnas, seguiriam os esforços para melhorar as contas fiscais e para que o país tivesse uma perspectiva de melhora gradual das contas externas a partir de 1999, em um ambiente de inflação similar à internacional. (AVERBUG e GIAMBIAGI, 2000).

Contudo, as coisas não caminharam conforme às esperanças das autoridades brasileiras daquela época, em agosto de 1998, a Rússia aplicou um *default* na sua dívida. E desta vez, contrariamente ao que acontecera com o México e com a Ásia, o

mercado fechou-se quase que por completo. Por consequência, o mercado demonstrou aversão aos países periféricos, vistos em sua maioria como problemas crônicos.

Os efeitos sobre o Brasil foram avassaladores, conforme analisam Averbug e Giambiagi (2000), no terceiro trimestre de 1998 alguns cálculos elementares mostravam que as contas externas do Brasil para 1999 simplesmente não iriam fechar. A partir disso, abriram-se condições para os mais variados tipos de especulação entre os agentes econômicos e a imprensa, como a possibilidade de o Brasil adotar alguma forma de controle sobre as saídas de capitais. Dessa maneira, o Brasil que já tinha um problema de fluxos para 1999, no sentido de que o déficit previsto em conta corrente seria maior do que a entrada realista de capitais que se poderia esperar, passou a enfrentar também, a incerteza e a falta de credibilidade do mercado em sua economia. Ou seja, a realocação de carteira dos agentes econômicos, seja pela necessidade de recompor perdas sofridas com a Rússia, por medo de um inadimplemento externo brasileiro ou apenas temendo uma desvalorização do Real, promoveram uma fuga em massa de capitais do país. De acordo com Averbug e Giambiagi (2000), consideram-se que na primeira semana de agosto, logo após a liquidação financeira do pagamento da primeira parcela da privatização da Telebrás, as reservas internacionais tinham chegado a quase US\$ 75 bilhões. Em apenas 50 dias, até o final de setembro, o Brasil perdeu US\$ 30 bilhões de reservas.

Sob esse contexto, o Governo articula uma negociação com o FMI para o enfrentamento da crise, que se fundamentou em quatro pontos: um forte ajuste fiscal, uma política monetária dura (aumento das taxas de juros), um pacote de ajuda externa – FMI, organizações multilaterais, Tesouros dos países centrais – de US\$ 42 bilhões, e por fim, manutenção da política cambial.

Com a reeleição de Fernando Henrique Cardoso, o anúncio do apoio externo e o lançamento das primeiras medidas de ajuste, o Governo respirou um pouco de otimismo. Entretanto, durou pouco. Praticamente ao mesmo tempo em que o FMI aprovava o pacote de ajuda ao país, o Congresso rejeitou uma das medidas de ajuste mais importantes. E, poucas semanas depois, o governo de Minas Gerais decretou *default* temporário de sua dívida com o Governo Federal. Embora o efeito fiscal desse último fato ser neutro, pois o Governo Federal dispunha de mecanismos para se ressarcir mediante o corte de transferências legais feitas regularmente para o estado, o impacto foi duro. Porquanto reavivou os velhos preconceitos contra o país no mercado financeiro internacional. A reação governamental foi com a conhecida retórica de

austeridade fiscal e monetária, que já se demonstrava ineficiente e contraditória, pois os sucessivos incrementos nas taxas de juros, significava aumento da dívida pública. E para cumprir com as metas fiscais do acordo com o FMI, o país deveria compensar o aumento dos juros com ajustes primários equivalentes, que por sua vez, se mostrava impossível dada a dimensão dos juros. Assim, em janeiro de 1999, a credibilidade brasileira encontrava-se muito baixa, e os agentes econômicos estavam cada vez mais convencidos na desvalorização do Real. (AVERBUG e GIAMBIAGI, 2000)

Neste período, janeiro de 1999, a perda de reservas acentuou-se. Segundo Averbug e Giambiagi (2000), no final da experiência de câmbio controlado, a perda de reservas era da ordem de 1 bilhão/dia. No dia 13 de janeiro, anunciou-se a adoção de um sistema de banda, que na prática, implicava uma desvalorização de 9%. Diante da absoluta falta de alternativas, o Banco Central deixou o câmbio flutuar no dia 15 de janeiro. No início de março, a desvalorização atingiu a cifra de R\$/U\$ 2,16.

Dessa maneira, Averbug e Giambiagi (2000), concluem que esta crise externa brasileira sofreu com as chamadas profecias auto-realizáveis, ou seja, a realização de um fenômeno decorrente das expectativas dos agentes, em outras palavras, um passo que não era inevitável acaba acontecendo pela convicção dos agentes que acreditaram na profecia. Contudo, ressaltam os autores, a crise foi, ao mesmo tempo, clássica. Onde, desequilíbrios fiscais e da conta corrente, em um regime de câmbio rígido, resultam em uma sucessão de perda gradual de reservas, ataque especulativo, e por fim, desvalorização.

Portanto, nessas condições de mercados financeiros cada vez mais integrados, liberalização dos fluxos comerciais e financeiros e fortalecimento do processo globalizante da economia mundial, surge uma necessidade: reservas internacionais. Principalmente para os países cujas moedas nacionais não desempenham funções monetárias no plano externo – meio de pagamento, reserva de valor e unidade de conta. Essa necessidade assume um caráter relevante nos países periféricos que buscam uma inserção sustentável na economia global, porquanto suas moedas nacionais são ilíquidas internacionalmente. Logo, as reservas são essenciais para o cumprimento de suas obrigações externas, para demonstrar solvência econômica ao mercado e conversibilidade aos investidores, nos momentos das remessas ao país de origem. A parte disso, as reservas servem para sustentar o câmbio e evitar ataques especulativos contra as moedas nacionais, como os que ocorreram em diversas partes do mundo na década de 90. Enfim, a integração financeira característica dos últimos anos traz consigo

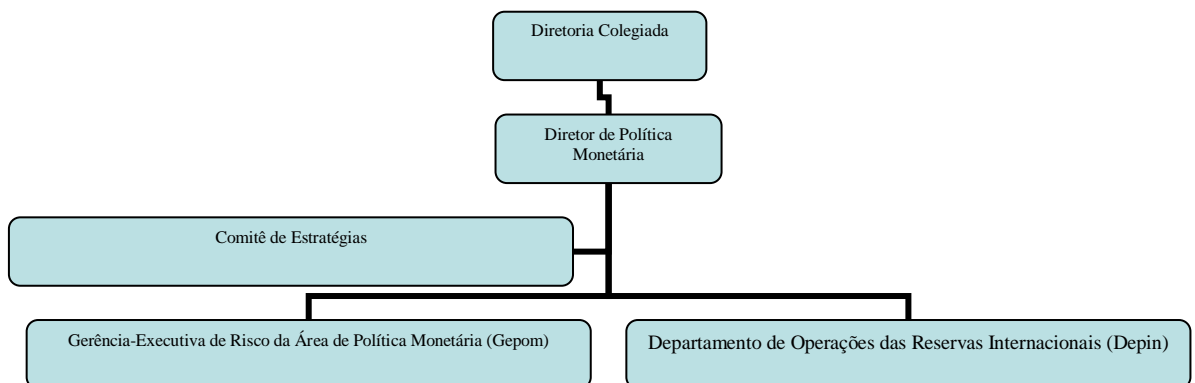
riscos de colapsos sistêmicos, que exigem das autoridades ferramentas preventivas através da liquidez.

4 FORMAÇÃO E GESTÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS

Em um mundo, cuja realidade econômica está cada vez mais globalizada, com mercados financeiros cada vez mais integrados, surge uma necessidade para os países que buscam uma inserção sustentável na economia mundial, qual seja: reservas internacionais. Principalmente para aqueles cuja moeda nacional não desempenha suas funções monetárias internacionalmente. Essas reservas, dentre várias outras funções, sustentam a estabilidade cambial, bem como a conversibilidade das remessas dos investimentos estrangeiros, garantindo um ambiente econômico propício aos investidores.

A gestão das reservas internacionais brasileira é de responsabilidade do Banco Central do Brasil. De acordo com a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, cabe exclusivamente ao Banco Central do Brasil ser depositário das reservas oficiais de ouro, de moeda estrangeira e de direitos especiais de saque (DES) – ativo financeiro do FMI, cujo valor corresponde a variação média das taxas de câmbio do euro, iene, libra-esterlina e dólar estadunidense, sua cotação é calculada através de uma média ponderada destas moedas.

No âmbito do Banco Central do Brasil (BCB), a estrutura de governança das reservas está organizada conforme o modelo abaixo.



No nível superior da estrutura, encontra-se a Diretoria Colegiada do BCB, que conforme o Relatório de Gestão das Reservas Internacionais emitido pela instituição, é responsável por definir as estratégias de longo prazo por meio de uma carteira de referência denominada *benchmark* – carteira escolhida antecipadamente de forma detalhada, refletindo objetivos e preferência de longo prazo quanto à relação risco-retorno e às restrições de liquidez. Outra função da Diretoria é a avaliação dos resultados obtidos no investimento das reservas, e também, definir os limites operacionais a que estão sujeitos os executores da política de investimento.

O Relatório sugere que a gerência efetiva dos recursos pode ser dividida em dois níveis, longo prazo e curto prazo. No que diz respeito à gerência de longo prazo, que é responsável pela maior parte do retorno total das reservas, a Gepom é responsável por desenvolver os modelos de alocação estratégica dos recursos, bem como propor ao Diretor de Política Monetária a carteira de referência (*benchmark*), os limites operacionais e os critérios de mensuração de resultados que são submetidos à apreciação da Diretoria Colegiada. O Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin) colabora com o processo operacionalizando as estratégias, além de realizar um acompanhamento diário do mercado internacional, fornecendo informações de mercado e operacionais.

Na gerência de curto prazo, um comitê de estratégias, presidido pelo Diretor de Política Monetária, reúne-se trimestralmente e estabelece as estratégias de desvios da referência, obedecendo aos limites estabelecidos. Essa forma de gerência é chamada de gerência ativa e tem como objetivo principal a melhoria do retorno total, aproveitando eventuais oportunidades de mercado. O Depin é responsável por propor as estratégias de curto prazo que são apreciadas pelo comitê. Além disso, por monitorar o mercado diariamente, pode, a qualquer momento, propor alterações nas estratégias adotadas.

Segundo o RELATÓRIO DE GESTÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS V2. 2010:

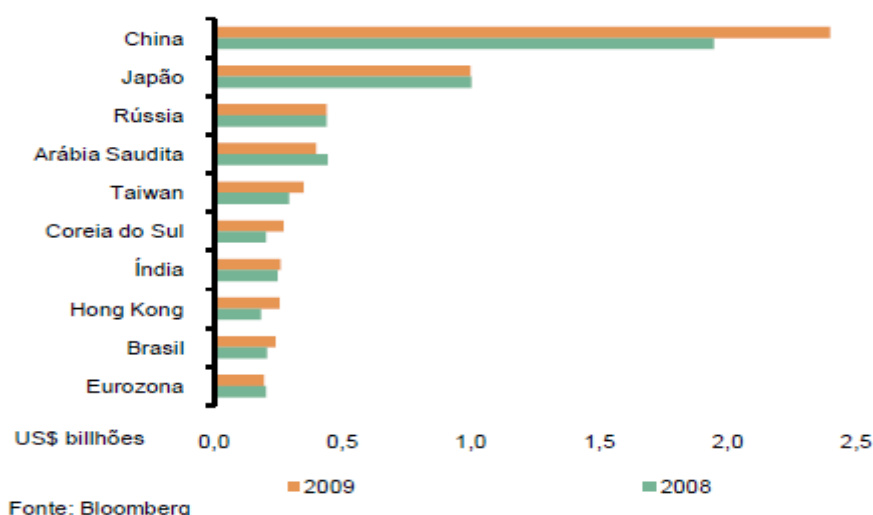
A gestão das reservas internacionais ancora-se em um sólido sistema de governança, que contempla uma bem definida hierarquia entre as instâncias decisórias, bem como um completo sistema de controle e de aferição diários de resultados e de acompanhamento dos investimentos. Para essa gestão, foi concebido arcabouço baseado em três pilares: i) carteira de referência; ii) limites operacionais; e iii) avaliação de resultados. Adicionalmente, são monitorados também, de forma diária, os riscos de mercado, de crédito, de liquidez e o operacional.

Um sistema gerencial foi desenvolvido internamente para monitorar os investimentos. Os controles são realizados diariamente e eventuais quebras dos limites estabelecidos são informadas automaticamente pelo sistema a todos os membros da Diretoria Colegiada.

É importante ressaltar os tipos de controle que está submetida a administração das reservas internacionais. Ainda de acordo com o Relatório, existem quatro diferentes tipos de fiscalização: controle interno da auditoria do BCB; controle externo ao BCB, mas interno ao Executivo Federal feito pela Controladoria-Geral da União (CGU), controle externo do Tribunal de Contas da União (TCU), e por último, controle externo exercido por auditor independente.

O Brasil, desde 2004, adotou uma postura estratégica de acúmulo de reservas. Tal política visa a prevenção contra crises financeiras, além de ajudar a tranquilizar o mercado internacional com relação à percepção de estabilidade e de solvência da economia nacional. Segundo o Relatório de Gestão das Reservas Internacionais v.2 de 2010, em 31 de dezembro de 2009 as reservas internacionais do país totalizavam um montante de US\$239,05 bilhões, volume 15,6% maior que o mesmo período de 2008. Naquela data, o Brasil ocupava a nona posição mundial no *ranking* de maiores detentores de reservas mundiais. Após a crise financeira que abalou o mundo em 2008, percebe-se uma tendência de acúmulo de reservas, conforme ilustra o gráfico 3.1 com os dez países possuidores das maiores reservas internacionais ao final de 2009.

Gráfico 3.1 – Economias com maior volume de reservas internacionais



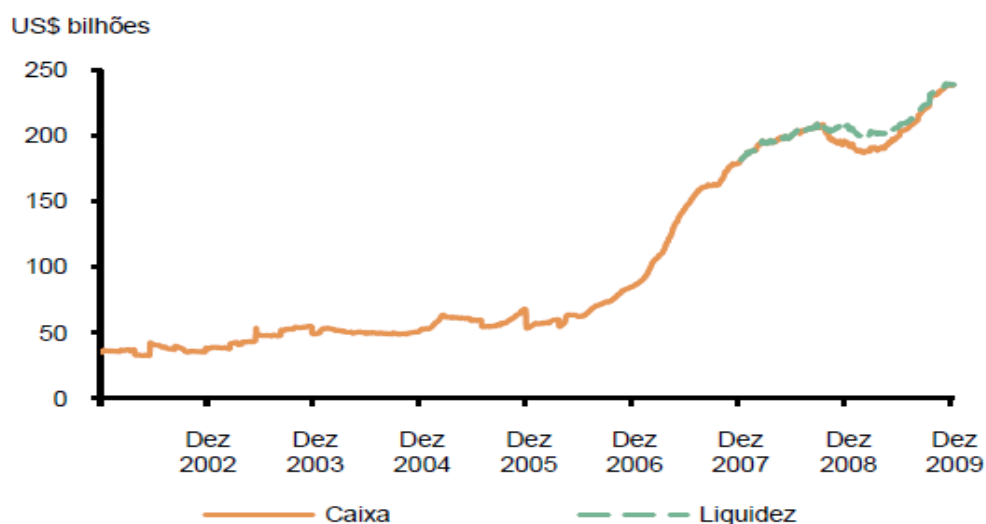
Essa tendência de aumento das reservas de 2008 para 2009, reflete, em certa medida, a aversão das autoridades, principalmente de economias emergentes cuja

moeda nacional não exerce a função de divisa internacional, às crises financeiras, elevando seu raio de manobra em situações críticas através da liquidez.

O acúmulo de reservas internacionais, entretanto, não é apenas uma questão de política doméstica. É também, fruto de um contexto externo. O Brasil pôde iniciar essa política de acúmulo, em grande parte, com a ajuda do panorama internacional, qual seja: aumento nos preços das *commodities*. Prates (2007) observa que a alta dos preços das *commodities* no período de 2002-2005, se deve a uma sobreposição de fatores: recuperação econômica global, desvalorização do dólar, bolha especulativa fomentada pelas taxas de juros baixas e crescimento econômico da China. A autora ressalta que a singularidade do ciclo atual reside exatamente nessa sobreposição de fatores. Porquanto, os impactos da demanda chinesa por *commodities* não teriam sido tão intensos em uma situação de estagnação econômica global, da mesma forma que a emergência de uma bolha especulativa nos mercados futuros desses bens seria menos provável num contexto de taxas de juros básicas mais elevadas nos países centrais. Essa sobreposição de fatores — alguns de natureza mais estrutural, outros conjunturais — torna ainda mais difícil avaliar a sustentabilidade desta trajetória altista ou mesmo da manutenção dos preços das *commodities* nos patamares vigentes no início de 2006. Todavia, é possível levantar algumas hipóteses sobre a evolução dos principais condicionantes dessa trajetória: o efeito-China e as condições macroeconômicas globais.

O Banco Central do Brasil utiliza dois conceitos para divulgar as reservas internacionais: caixa e liquidez internacional. No conceito de liquidez internacional estão incluídos os dólares que o BCB tem a receber dos bancos pelos empréstimos em moeda estrangeira. No conceito caixa, essas operações não são contabilizadas. O gráfico 3.2 apresenta a evolução das reservas internacionais do Brasil, no conceito caixa desde 2002, e no conceito liquidez internacional desde janeiro de 2008.

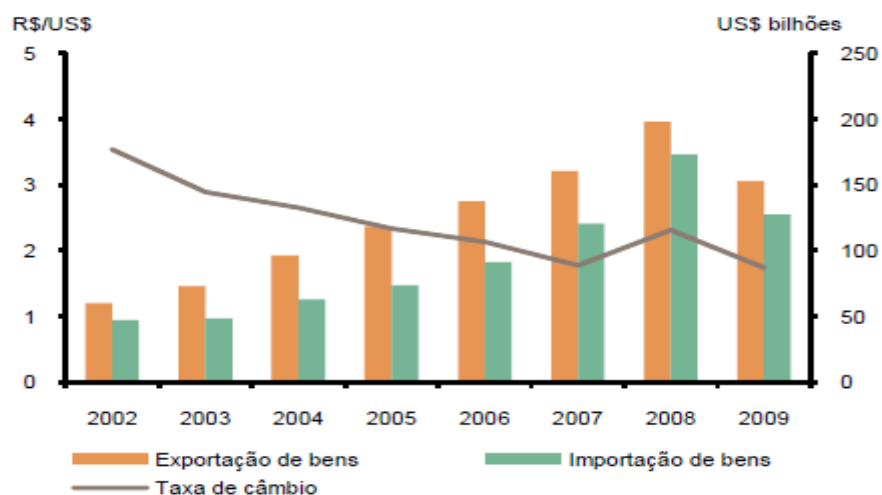
Gráfico 3.2 – Evolução do volume das reservas internacionais



Fonte: Banco Central do Brasil

Essa tendência de crescimento das reservas observado no gráfico 3.2, somado aos contínuos superávits da balança comercial, impulsionaram uma apreciação do real frente a divisa-chave do sistema capitalista, o dólar norte-americano. O gráfico 3.3 revela uma série histórica desde 2002 até 2009, apresentando o desempenho da balança comercial e da taxa de câmbio.

Gráfico 3.3 – Balança Comercial e Taxa de Câmbio

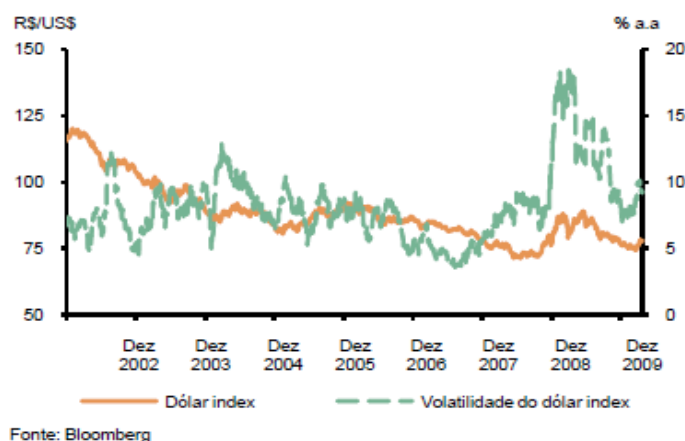


Fonte: Banco Central do Brasil

Durante 2009, a maioria das economias encontravam-se em recuperação, após a grave crise mundial de 2008. Contudo, a balança comercial manteve o padrão de

superávit e o real retomou a tendência de apreciação (gráfico 3.3) A volatilidade da taxa de câmbio R\$/US\$ caiu significativamente em relação a 2008. O dólar norte-americano evoluiu na direção oposta, depreciando significativamente em relação às principais moedas e registrando níveis de volatilidade elevados mesmo após a fase crítica da crise, como podemos observar no gráfico 3.4. O índice dólar é uma das principais referências do dólar americano, é um índice que mede o valor da moeda estadunidese com relação à uma cesta de moedas estrangeiras, é uma média geométrica ponderada do valor do dólar em comparação com: euro, iene, libra esterlina, franco suíço, dólar canadense e coroa sueca. Ao usar o índice, o investidor pode tirar vantagens das oscilações do dólar em relação a este grupo de moedas ou fazer *hedging* (diversificação preventiva para não subordinar todo o investimento no desempenho de um determinado ativo) do seu portfólio frente ao risco de uma flutuação do dólar em uma transação. O gráfico 3.4 mostra a evolução do índice dólar desde 2002 até 2009, revelando sua tendência depreciativa.

Gráfico 3.4 – Índice dólar



As reservas internacionais do Brasil estão submetidas a uma política de investimentos que, grosso modo, reflete a preferência de risco do Bacen.

O RELATÓRIO DE GESTÃO DAS REERVAS INTERNACIONAIS V2. (2010) diz que:

A política de investimento das reservas internacionais do Brasil sob gestão do Banco Central do Brasil (BCB) é função dos objetivos estratégicos de longo prazo a serem alcançados com as reservas. Dessa forma, a preocupação em atender aos compromissos externos soberanos e em reduzir a exposição do país a oscilações cambiais conduziu o BCB, a partir de julho 2001, a uma

filosofia de *hedge* cambial do passivo externo soberano. Naquela época, as reservas internacionais representavam aproximadamente 40% da dívida externa soberana e, por isso, o *hedge* cambial considerava apenas a dívida de curto prazo.

Portanto, a partir de 2001, o BCB adotou uma política preventiva, de segurança, ou seja, de *hedge* conforme a linguagem econômica. Tal conduta levou as autoridades monetárias a construir uma carteira de reservas conforme o passivo externo soberano brasileiro, uma carteira denominada em diferentes moedas, porém proporcionalmente relacionada com os compromissos externos do país. Entenda-se como passivo soberano aquele que foi assumido ou garantido por um ente soberano (um Estado ou seu banco central).

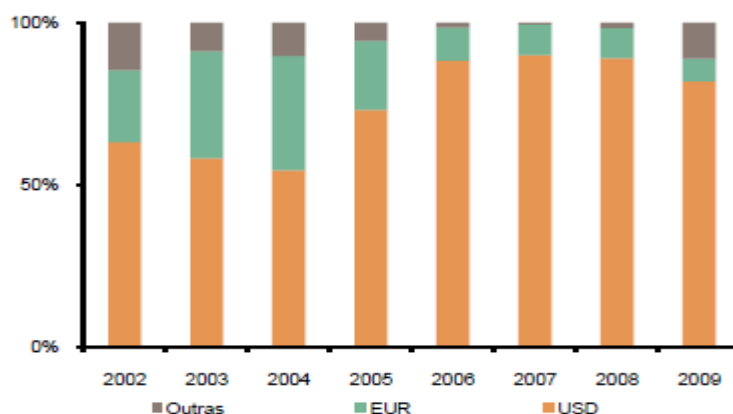
De acordo com o Relatório do BCB, após 2004, percebeu-se um movimento de redução da dívida externa soberana e, conjuntamente, um aumento no volume das reservas internacionais. Isso possibilitou um *hedge* cambial do total da dívida externa soberana. E em 2008, com os sucessivos incrementos das reservas internacionais, foi possível estender o conceito de *hedge* cambial para o passivo externo total registrado. Segundo o BCB, uma vez atendidas as condições de *hedge*, as políticas de investimento das reservas buscam assegurar segurança, liquidez e rentabilidade.

Como descrito anteriormente, um dos objetivos a ser alcançado pelas reservas internacionais é a redução da exposição do país ao risco cambial, porque este montante funciona como um sinalizador aos agentes econômicos que os compromissos externos do país e sua taxa de câmbio são sustentáveis, caso contrário, uma reserva demasiadamente pequena, desperta incertezas no mercado quanto à conversibilidade dos investimentos estrangeiros no momento das remessas ao país de origem, acarretando, em última instância, em um ataque especulativo contra a moeda nacional.

Dessa forma, busca-se, com as reservas, um *hedge* cambial do passivo externo total registrado. Durante grande parte desse período, a composição de moedas refletiu o passivo externo soberano do Brasil, ou seja, buscou-se diversificar a denominação das reservas de acordo com os compromissos externos soberanos. A partir de outubro de 2008, com a consolidação de um maior volume de reservas no país, a distribuição por moedas passou a refletir basicamente as principais moedas do passivo externo total (soberano e privado) registrado. Conforme fontes do BCB, em 31 de dezembro de 2009, a alocação por moedas se dava da seguinte forma: 81,9% em dólar norte-americano, 7,0% em euro, 3,7% em libra esterlina, 3,5% em dólar canadense, 1,9% em dólar

australiano e 2,0% em outras moedas, tais como iene japonês. O gráfico 3.6 ilustra esses dados.

Gráfico 3.6 – Distribuição por moedas das reservas internacionais¹



Fonte: Banco Central do Brasil
1/ Reservas no conceito caixa (dados de fim de período).

Como pode ser visto no gráfico 3.6, entre 2002 e 2005, observa-se mudança de perfil de distribuição por moeda das reservas internacionais. Essa mudança refletiu o empréstimo contraído no FMI, em direito especial de saque (DES), moeda de referência do Fundo composta por uma cesta de moedas. Com sua integral liquidação, alterou-se a composição da dívida externa soberana, aumentando a proporção de dólar norte-americano, fato que refletiu na composição de moedas das reservas internacionais. Em 2009, uma vez que a condição de *hedge* do passivo total havia sido atendida, observa uma redução relativa da alocação de dólar americano e uma diversificação de moedas, como o aumento do volume alocado em libra esterlina, dólar canadense e dólar australiano. Conforme ilustra a tabela 3.1.

Tabela 3.1 – Distribuição por moedas¹

Período	USD	EUR	Outras
2002	63,1%	22,3%	14,6%
2003	58,3%	32,9%	8,8%
2004	54,6%	35,1%	10,3%
2005	73,2%	21,3%	5,5%
2006	88,3%	10,3%	1,4%
2007	90,0%	9,5%	0,5%
2008	89,1%	9,4%	1,5%
2009	81,9%	7,0%	11,1%

1/ Reservas no conceito caixa (dados de fim de período).

Fonte: Banco Central do Brasil

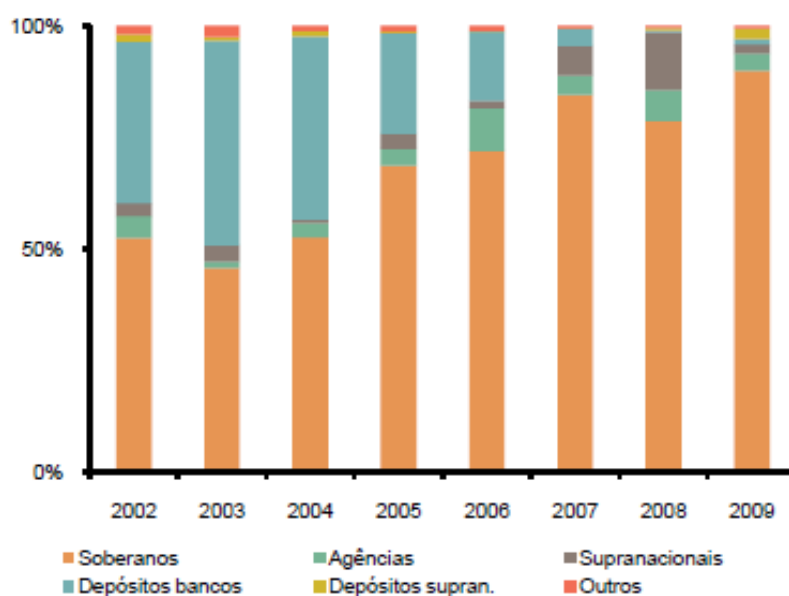
A denominação monetária das reservas revela o caráter hierárquico e hegemônico do Sistema Monetário Internacional. O papel preponderante que a divisa-chave do sistema capitalista, dólar norte-americano, desempenha é notório e descomunal. Outras divisas internacionais entram no jogo político-financeiro desta disputa monetária. Entretanto, mantém a lógica de sufocamento das moedas periféricas, não obstante o fechamento dos canais de acesso à níveis superiores da pirâmide das divisas. A dinâmica internacional força os países periféricos a reafirmarem cada vez mais as prerrogativas das moedas centrais, em detrimento de suas moedas nacionais.

Uma vez observado a denominação das reservas internacionais, chegou o momento de analisarmos as classes de ativos nas quais estão submetidos os investimentos. De acordo com o Relatório do BCB, os investimentos das reservas internacionais são realizados em instrumentos de renda fixa, principalmente em títulos do governo norte-americano, títulos governamentais da comunidade européia, títulos de agências governamentais, títulos de organismos supranacionais e depósitos bancários a prazo fixo. Segundo o BCB, Em 31 de dezembro de 2009, a alocação se dava da seguinte forma: 89,8% em títulos governamentais, 1,9% em títulos de organismos supranacionais, 4,0% em títulos de agências governamentais, 1,2% em depósitos bancários, 2,4% em depósitos em instituições supranacionais e 0,7% em outras classes de ativos, como por exemplo, em ouro.

As agências, normalmente são entidades patrocinadas por um governo nacional com o objetivo de fomentar certos setores da economia por meio de emissão de papéis. Supranacionais são organismos multilaterais, como o Banco Mundial e o BIS. Os títulos

soberanos são aqueles emitidos por governos centrais para financiar atividades governamentais, ou como no caso dos títulos norte-americanos, para cobrir déficits no Balanço de Pagamentos. O gráfico 3.7 ilustra esse dados, mostrando a distribuição percentual por classe de ativo, desde 2002 até 2009.

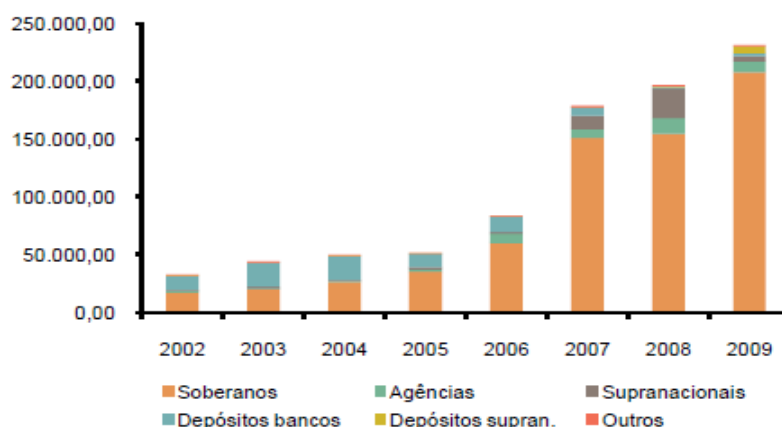
Gráfico 3.7 – Distribuição por classes de ativos das reservas internacionais¹



Fonte: Banco Central do Brasil
1/ Reservas no conceito caixa (dados de fim de período).

O gráfico 3.8 mostra a distribuição em termos de volume financeiro alocado em cada uma das classes de ativos.

Gráfico 3.8 – Distribuição por classes de ativos das reservas internacionais¹



Fonte: Banco Central do Brasil
1/ Reservas no conceito caixa (dados de fim de período), valores em milhões de US\$.

Cabe ressaltar, a partir dos gráfico 3.7 e 3.8, a tendência de uma maior alocação dos recursos na carteira de títulos, em oposição à carteira de depósitos. Essa postura ilustra a política de investimento do BCB, de uma preferência pela diminuição do risco de crédito bancário, principalmente após a eclosão da crise financeira de 2008.

Conforme apresentado no Relatório do BCB, a escolha do prazo médio de investimento das reservas internacionais atende a uma preferência de risco por parte da Diretoria Colegiada, de acordo com os critérios de diversificação e liquidez. O gráfico 3.9 apresenta uma série histórica do prazo médio de investimento das reservas de 2002 até 2009.

Gráfico 3.9 – Prazo médio de investimento¹



Fonte: Banco Central do Brasil
1/ Reservas no conceito caixa (dados de fim de período).

Percebe-se um prazo médio relativamente estável do início da série até 2005. Segundo o Relatório do BCB, a ascensão iniciada em 2006 foi provocada pela diminuição do volume da carteira de depósitos a prazo fixo, como podemos observar nos gráficos 3.7 e 3.8, e em seguida, pela mudança dos índices de referência das carteiras de títulos. Esses índices passaram de um a três anos para um a sete anos, como consequência do acúmulo de reservas e de uma busca por maior retorno esperado. Entretanto, em 2009, encurtou-se o prazo médio de investimento da carteira, com o objetivo de reduzir a exposição a risco de mercado das reservas, efeito da crise de 2008.

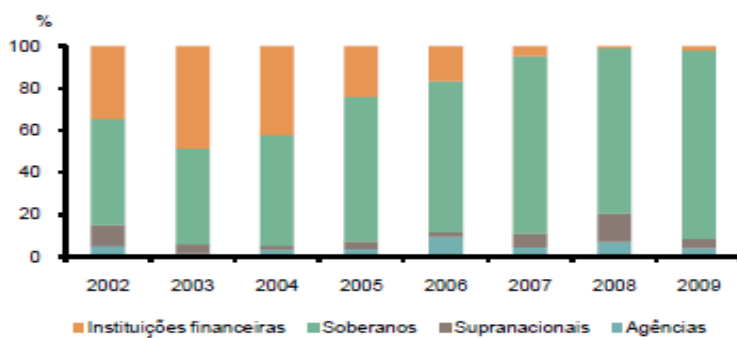
Partindo de um princípio básico da ciência econômica que todo investimento está associado a um risco, com as reservas internacionais não seria diferente. Logo, a administração dos riscos, por parte do BCB, dos investimentos provenientes das reservas internacionais estão relacionados com quatro tipos: riscos de mercado, de crédito, de liquidez e operacional. A análise dos riscos associados ao processo de investimento é peça fundamental para o entendimento dos resultados financeiros e para a adequação da carteira de referência aos objetivos almejados. Tais riscos serão explicitados a seguir de acordo com o Relatório de Gestão das Reservas Internacionais do BCB.

O risco de mercado de uma carteira de ativos é o risco de perder montantes financeiros em função da variação dos preços de mercado dos ativos que compõem a carteira. O BCB utiliza de métodos, como o Valor em Risco (VaR), para medir o risco da variação de preços das moedas que compõem as reservas e das suas respectivas taxas de juros, e também, o teste de estresse para medir a sensibilidade das reservas a fatores de risco.

O risco de liquidez corresponde ao risco de não poder vender um ativo ou fechar uma posição no momento desejado, sem incorrer em custos significativos. Já o risco operacional pode ser definido com o risco de perdas diretas ou indiretas, resultantes de falha, deficiência ou inadequação de processos internos, pessoas e sistemas, ou de eventos externos. Por fim, o risco de crédito é aquele relacionado com a impossibilidade de uma instituição conseguir honrar pagamentos decorrentes da emissão de títulos, depósitos ou qualquer outra obrigação contratual ou compromisso financeiro assumido com os investidores.

Considerando ainda o risco de crédito, o BCB classifica a distribuição dos ativos segundo três critérios: tipo de contraparte, região e qualidade de crédito. O gráfico 3.10 apresenta a distribuição por tipo de contraparte.

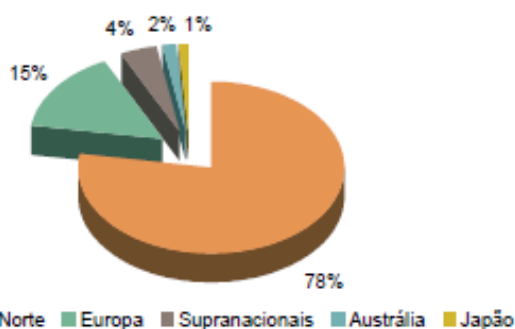
Gráfico 3.10 – Distribuição por tipo de contraparte



Fonte: Banco Central do Brasil

Considera-se que as contrapartes do BCB que possuem risco de crédito são agências, supranacionais, governos centrais e instituições financeiras. O gráfico 3.10 demonstra que grande parte das reservas internacionais está alocada em títulos soberanos, em sua maioria, títulos do tesouro norte-americano. Podemos observar que a alocação nesse tipo de ativo se deu em detrimento da alocação em instituições financeiras, como bancos comerciais, bancos de investimentos e seguradoras. O gráfico 3.11 apresenta a distribuição dos ativos por região.

Gráfico 3.11 – Distribuição por região



Fonte: Banco Central do Brasil

O gráfico 3.11, demonstra dados referentes ao final do ano de 2009. O maior volume de recursos destinados à América do Norte se deve à exposição em títulos do governo dos EUA.

O gráfico 3.12 apresenta a distribuição média dos ativos por classificação de risco de crédito (*rating*)

Gráfico 3.12 – Distribuição por *rating*



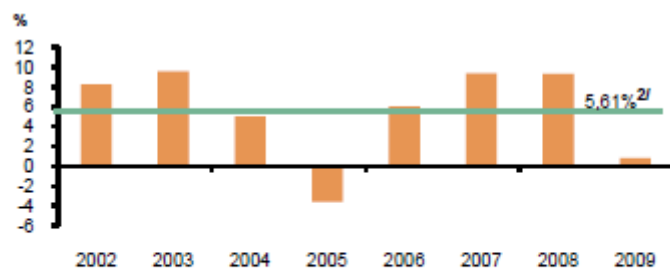
A classificação de risco de crédito (*rating*) é realizada através de instituições especializadas que avaliam, atribuem notas e classificam países ou empresas, segundo uma nota de risco, a qual expressa o grau de risco de que essas empresas ou países não paguem suas dívidas no prazo fixado. No que diz respeito ao gráfico 3.12, a classificação “Aaa” corresponde ao menor risco de *default*, e a classificação “Aa” ao segundo menor risco, segundo a escala de risco de *default*.

Contudo, para finalizar uma completa análise das reservas internacionais, devemos voltar os olhos aos rendimentos obtidos com os investimentos. Pois pode parecer contraditório ao leitor e, realmente o é, um país como o Brasil que adota uma política interna de taxa de juros anormalmente superior em relação à média internacional, acumular divisas para investir no mercado externo. Ou seja, o diferencial de juros que o Brasil paga com seus compromissos e o que recebe investindo lá fora, acarreta em um custo de carregamento das reservas.

As reservas internacionais são aplicadas em diferentes moedas no mercado internacional e os resultados gerenciais são avaliados utilizando-se como a base o dólar norte-americano (numerário). Evidentemente, a adoção desse critério implica apuração de resultados obtidos em função da variação das taxas de câmbio do dólar contra as outras moedas que compõem as reservas internacionais. (RELATÓRIO DE GESTÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS V2. 2010).

O gráfico 3.13 apresenta a rentabilidade média dos investimentos das reservas internacionais do BCB do período de 2002 até 2009.

Gráfico 3.13 – Rentabilidade das reservas internacionais¹



Fonte: Banco Central do Brasil

1/ Calculada a partir de dados de sistema gerencial e do programa de gerenciamento externo

2/ Média anual do período de 2002 a 2009

Como podemos aferir do gráfico 3.13, a rentabilidade média das reservas internacionais, de 2002 até 2009, foi de 5,61%. Segundo o Relatório do BCB, a queda da rentabilidade em 2009 se deve ao encurtamento do prazo médio de investimento da carteira, e ao ambiente internacional de baixas taxas de juros.

O BCB busca com as reservas internacionais, em primeiro lugar, segurança. De forma a sustentar o sistema monetário nacional e a sanidade econômica. Em seguida, procura-se liquidez, poder vender um ativo ou fechar uma posição no momento desejado sem incorrer em custos significativos. E por fim, após atendidos os requisitos citados, está a rentabilidade. Por isso, aplica-se aproximados três quartos de suas reservas em títulos do governo norte-americano, que embora tenha baixo rendimento, assegura liquidez e segurança a economia nacional.

5 ANÁLISE EMPÍRICA DAS RESERVAS: CUSTOS E BENEFÍCIOS

As reservas internacionais de um país constituem um bom instrumental analítico para observar diversos fenômenos econômicos, dentre eles, a vulnerabilidade à uma crise cambial. Um nível de reserva internacional demasiadamente baixo pode despertar incertezas, nos agentes residentes e não-residentes, em relação à conversibilidade de seus investimentos no país em divisas internacionais. Logo, esta incerteza pode despertar aversões, nos investidores, ao mercado nacional. Acarretando, em última instância, uma fuga de capitais do país.

A ocorrência de crises sistêmicas, a globalização dos negócios e a integração dos países periféricos com o resto do mundo, induzem a estudar a liquidez e a capacidade de pagamento das nações. As reservas internacionais desempenham um papel preponderante, pois constituem uma reserva providencial contra os choques no Balanço de Pagamentos, e são um ativo líquido internacional para cobrir os ajustes internos em caso de choques externos. Os Bancos Centrais administram esses ativos buscando manter um nível de reservas que garantam uma proteção e funcione como um amortizador em situações de urgência de liquidez. (Angarita, 2006)

A tendência financeiramente integradora dos últimos anos, fez com que as autoridades monetárias refletissem sobre o nível adequado de reservas, principalmente após as crises cambiais da década de 90. As reservas indicam a capacidade de prevenção contra “crises de *default*”: quanto maior o volume de reservas, menor a probabilidade de *default* sobre as obrigações externas do país e, portanto, menor a probabilidade de o país incorrer na perda de produto associada a um “colapso cambial”. Conforme observa Vonbun (2008), a possibilidade de um maior volume de reservas, permite atenuar os efeitos adversos de uma “parada súbita” no fluxo de capitais externos para o país. Não obstante a utilização das reservas com o objetivo de reduzir o grau de volatilidade da taxa de câmbio e atenuar situações de “desalinhamento cambial”, porquanto as reservas aumentam o raio de manobra do governo através da intervenção no mercado cambial. Por último, os autores ressaltam a importância das reservas como meio de reduzir o custo de captação de empréstimos externos e de atrair novos investimentos, devido à solvência econômica que as reservas possibilitam.

Entretanto, esta massiva acumulação de reservas internacionais pelo Banco Central do Brasil, principalmente pós 2004, tem gerado intenso debate entre os

economistas: na opinião de alguns, o volume corrente de reservas seria importante e necessário como um "seguro" contra crises internacionais, enquanto que, na opinião de outros, o nível de reservas seria "excessivo" e estaria impondo um custo desnecessário ao país, associado ao custo de carregamento das reservas.

As crises financeiras da década de 90 demonstraram a importância das economias acumularem reservas internacionais, ou seja, manterem-se líquidas de forma a reduzir a vulnerabilidade a turbulências externas. Alguns estudos como Jeanne e Ranciere (2005), se focam no poder que as reservas possuem, de suavizar os efeitos da suspensão abrupta do influxo líquido de capitais, as chamadas crises de parada brusca de capitais (*sudden stops*), quer seja pela queda de ingresso externo, aumento das saídas domésticas, ou ambos. Outros autores como Garcia e Soto (2004), demonstraram a relevância de acumular reservas em crises de Balanço de Pagamentos, de maneira a manter a adimplência do país, em relação as suas obrigações internacionais.

É importante ressaltar que a forte acumulação de reservas internacionais no período recente não é exclusividade do Brasil. De fato, a partir da segunda metade da década de 1990, esse fenômeno foi verificado em diversos países emergentes, tendo suscitado a curiosidade de vários pesquisadores interessados em investigar se os níveis de reservas observados nesses países seriam "adequados" ou "excessivos". De modo geral, os estudos desenvolvidos até o momento parecem indicar que a acumulação de reservas observada em vários países emergentes tem sido realmente excessiva (Jeanne, 2007).

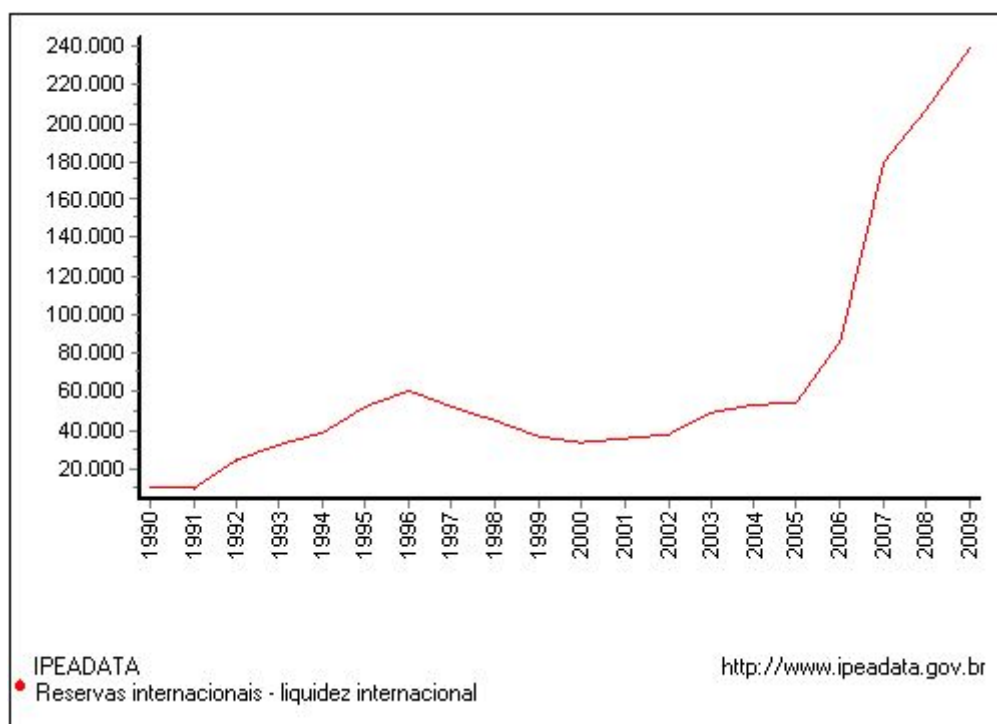
A retenção de riqueza sob a forma de reservas internacionais apresenta um custo de oportunidade, dado pela diferença entre a taxa de juros obtida pela aplicação das reservas no mercado financeiro internacional - geralmente, em títulos do Tesouro norte-americano - e a taxa de retorno que poderia ser obtida pela aplicação de tais recursos em investimentos alternativos, possivelmente mais rentáveis do ponto de vista social - por exemplo, no aumento do investimento agregado da economia ou na amortização da dívida externa do país. Logo, o custo de oportunidade está relacionado às alternativas de investimento que poderiam ser realizadas se os recursos não fossem imobilizados na manutenção de reservas internacionais. O nível ótimo de reservas é aquele que minimiza a função de perda das autoridades monetárias, na qual tais benefícios e custos são considerados explicitamente. (Vonbun, 2008).

Logo, percebemos que um aumento desmedido das reservas internacionais não gera apenas benefícios. Apesar de uma reserva robusta transmitir credibilidade e

solvência aos investidores, refletindo positivamente no risco-país, pois este refere-se ao risco de *default*, ou seja, o risco de não pagamento dos compromissos acordados, e ao risco de conversibilidade, a impossibilidade de conversão da moeda nacional em divisas internacionais. Assim sendo, existe um nível mínimo de reservas, no qual o mercado, expresso através das agências de classificação de risco, sinalizam a sanidade da economia. Este nível não pode ser demasiadamente pequeno, de modo a despertar incertezas nos investidores em relação à economia nacional, e também não pode ser exageradamente alto, de tal forma que ocasione elevados custos de oportunidade, em detrimento da sociedade. Angarita (2006) percebe o custo fiscal associado à necessidade de esterilizar as reservas, que em países com problemas de solvência fiscal, podem traduzir-se em taxas de juros mais elevadas e perda de produto. Este ponto será tratado com mais rigor adiante.

Analisaremos a seguir a evolução das reservas internacionais brasileira segundo o conceito de liquidez internacional, onde estão incluídos os dólares que o BCB tem a receber dos bancos pelos empréstimos em moeda estrangeira.

Gráfico 4.1 – Reservas Internacionais do Brasil: liquidez internacional US\$ (milhões)



Reservas internacionais - liquidez internacional - US\$(milhões)	
Período	US\$(milhões)
1990	9973
1991	9406
1992	23754
1993	32211
1994	38806
1995	51840
1996	60110
1997	52173
1998	44556
1999	36342
2000	33011
2001	35866
2002	37823
2003	49296
2004	52935
2005	53799
2006	85839
2007	180334
2008	206806
2009	239054

Através do gráfico 4.1 podemos verificar que o Brasil passou por um período de perda de reservas. De 1996 a 2000, houve uma redução de aproximadamente 50% destas. Essa evasão de reservas é reflexo de uma conjuntura econômica internacional instável, em decorrência de sucessivas crises cambiais ao redor do mundo, que por sua vez, despertaram incertezas em relação à sustentabilidade do sistema monetário brasileiro.

Para analisar o movimento das reservas internacionais do Brasil, deve-se voltar os olhos à realidade da economia mundial. Após a crise do Sistema Monetário Europeu em 1992, fomos surpreendidos com o colapso mexicano em 1994, a derrocada asiática em 1997 e, finalmente, a crise russa em 1998. Conforme observa Schwartzman (1999), nesse período o Brasil enfrentou sérias dificuldades em seu *front* externo: após quatro anos de elevados déficits em conta corrente financiados com relativa facilidade, o contágio dessas crises implicou uma redução de cerca de U\$ 30 bilhões das reservas internacionais.

As crises cambiais são fenômenos decorrentes de um sistema monetário débil. Muitos autores se dedicaram ao estudo desses casos, dentre eles, Krugman. Nos modelos de “primeira geração” [Krugman (1979)], as crises se explicam em decorrência

do crescimento do crédito interno líquido, principalmente para o financiamento do déficit público, sob regime de câmbio fixo e dada as reservas internacionais limitadas, ou seja, um governo com sucessivos déficits fiscais procura manter uma certa paridade cambial, que os agentes percebem ser insustentável no tempo, o que promove um ataque especulativo contra a moeda. A primeira geração de modelos de crises cambiais, elaborada por Krugman (1979), em poucas palavras, é a incompatibilidade entre as políticas domésticas e a tentativa de manutenção de uma taxa de câmbio fixa.

Nos modelos de “segunda geração” [Obstfeld (1994)], o mecanismo de propagação da crise é diferente, pois embora a taxa de câmbio seja defensável, a política cambial tem um custo para o Governo, representado pela taxa de juros requerida para vencer a desconfiança dos agentes econômicos na permanência da política. A crise externa brasileira, do final da década de 90, teve alguns componentes destes modelos de segunda geração, em que as profecias auto-realizáveis, equilíbrio múltiplo, contágio e vulnerabilidade financeira desempenham um papel importante.

As profecias auto-realizáveis decorrem de uma expectativa na qual todos os agentes econômicos ou grande parte deles acreditam que se transformará em realidade. Por exemplo, se há uma convicção de que ocorrerá uma desvalorização cambial, seja por causa de uma projeção de um economista ou empresário influente, ou por causa de um pronunciamento das autoridades monetárias, os exportadores tenderão a adiar a venda de seus dólares obtidos por suas exportações, e os importadores tenderão a antecipar a compra de seus dólares. Dessa forma, a desvalorização, que não era um passo inevitável, acaba acontecendo pela ação dos agentes que acreditaram na profecia. A possibilidade de equilíbrio múltiplo surge nessa circunstância, na qual os participantes do mercado, apesar de não questionarem a compatibilidade de política econômica de um país com a manutenção da taxa fixa de câmbio, antecipam que um ataque especulativo possa alterar a política econômica adotada. Existem dois equilíbrios possíveis para a economia: o primeiro é caracterizado pela ausência do ataque especulativo e pela manutenção da taxa fixa de câmbio, o segundo é caracterizado pelo ataque especulativo e pela mudança dos fundamentos macroeconômicos que justifica, *a posteriori*, a mudança cambial esperada pelos agentes (Eichengreen *et alli*, 1997). Já o efeito contágio decorre, como em uma epidemia, da contaminação de uma crise ocorrida em um país adjacente, devido às possíveis semelhanças de suas economias. Por fim, a vulnerabilidade financeira surge da inexistência de um padrão de financiamento nacional coeso, o que acarreta, por sua vez, em dependência de poupança externa.

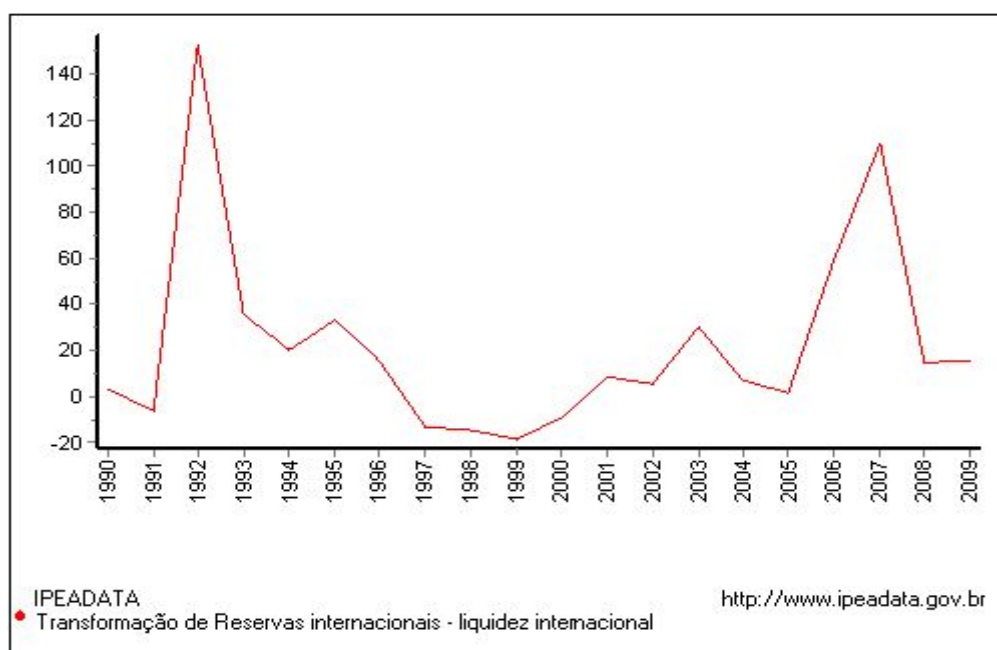
Contudo, o que ocorreu no Brasil também foi, ao mesmo tempo, uma crise de certa forma clássica – isto é, de primeira geração – em que desequilíbrios fiscais e da conta corrente, em um regime de câmbio rígido, resultam em uma sucessão de perda gradual de reservas, ataque especulativo e finalmente, desvalorização. A crise dos países da Ásia pegou os analistas de surpresa e os deixaram perplexos. No caso da crise brasileira, porém, foi um desfecho esperado por muitos dos críticos e que o próprio Governo sabia perfeitamente que poderia ocorrer, não só desde a crise da Ásia, mas desde a do México em 1995. (AVERBUG e GIAMBIAGI, 2000).

Portanto, a importância das reservas internacionais no atual sistema financeiro internacional é clara e evidente. Em uma realidade de câmbio flutuante, aumento dos fluxos de capitais estrangeiros e mercados financeiros cada vez mais integrados, as reservas se tornam um importante instrumento de prevenção à crises e também, principalmente no caso dos países periféricos, como um sinalizador de sanidade e solvência econômica ao mercado mundial.

Podemos aferir do gráfico 4.1 que o Brasil superou a crise e os ataques especulativos da década de 90, e manteve a estrutura do seu sistema monetário nacional, com a ajuda de suas reservas internacionais, o que resultou em uma redução de aproximadamente US\$ 30 bilhões.

O gráfico 4.2 ilustra as variações percentuais das reservas internacionais, em relação ao período anterior, de 1990 até 2009.

Gráfico 4.2 – Variações % das reservas internacionais em relação ao período anterior



Período	Varição das Reservas internacionais
1990	3,04
1991	-5,69
1992	152,54
1993	35,60
1994	20,47
1995	33,59
1996	15,95
1997	-13,20
1998	-14,60
1999	-18,44
2000	-9,17
2001	8,65
2002	5,46
2003	30,33
2004	7,38
2005	1,63
2006	59,55
2007	110,08
2008	14,68
2009	15,59

A partir do gráfico 4.2 pode-se verificar a relação estreita das reservas internacionais e períodos de instabilidade econômica. O período de 1997 a 2000 revela o caráter negativo das variações das reservas internacionais, ou seja, a redução do montante das reservas. Esse descenso é consequência do contágio das crises cambiais que houveram no mundo à economia brasileira, e caso o país não tivesse essa “gordura” para queimar, o resultado seria um colapso cambial com a consequente perda de produto, que por sua vez, acarretaria em prejuízos sociais perversos.

Os benefícios relativos à manutenção das reservas internacionais advêm principalmente da proteção que provêm contra crises financeiras internacionais. A diminuição da vulnerabilidade externa, refletida na menor queda do PIB e do consumo interno durante crises internacionais. O objetivo de ter um colchão de reservas internacionais é também poder suavizar os impactos nos ajustes do balanço de pagamentos em épocas de dificuldades. Em momentos de "parada súbita" dos fluxos de capitais para um país, ocorre forte depreciação da moeda local, alta de juros, queda do nível de atividade, desemprego, desorganização da produção no curto prazo, dada a escassez de financiamento, etc.

Entretanto, de acordo com Garcia (2006) o custo de manter as reservas é dado pelo diferencial entre as taxas de juros interna e internacional. Quando o BC compra dólares, os aplica à taxa internacional, hoje em torno de 0,25% (norte-americano, FED). Para comprar os dólares, emite reais, que são imediatamente trocados por dívida pública interna, em operação denominada intervenção cambial esterilizada. O custo da dívida pública interna é a taxa Selic (10,66%) deduzida do IR, hoje aproximadamente 8,5%. Com a taxa de câmbio constante, as reservas custam liquidamente ao governo (BC + Tesouro) o diferencial de juros de cerca de 8,25% ao ano. Ou seja, cada US\$ 1 bilhão adicional que o BC acumula de reservas custa anualmente aproximados US\$ 82,5 milhões.

O processo funciona da seguinte forma: quando investidores chegam ao país com divisas estrangeiras, o Banco Central do Brasil troca essas divisas por reais. Contudo, esse montante de reais inseridos na economia de forma abrupta aumenta a base monetária, que por sua vez, é enxugada através da emissão de títulos de dívida pública pelo Banco Central nacional. Dessa forma, parece contraditório uma política de acúmulo de reservas internacionais, em um país com taxa de juros interna muito superior à internacional. Porquanto o incremento das reservas internacionais é viabilizado através do aumento da dívida pública, e seu prêmio de risco é muito superior ao rendimento das inversões das reservas, em sua maioria títulos do governo norte-americano.

De acordo com o gráfico 4.2 podemos verificar que a explosão do aumento das reservas internacionais brasileira, aconteceu no ano de 2006 (aumento de 59,55% em relação ao ano anterior), a tabela 1 apresenta dados mensais do ano de 2006 e 2007 relativos ao nível de reservas, juros doméstico e internacional e o câmbio em relação ao dólar.

Tabela 1 – Reservas e Juros Brasil

Data	Reservas	Variação Mensal	Juros Selic	Juros T-Bill de 1 ano	Spread de Juros	Cambio
	Milhoes de US Dolares		%a.a.			
Dec-05	53.799		18	4.35	13.65	2.2855
Jan-06	56.924	3.125	17.25	4.45	12.8	2.2739
Feb-06	57.415	0.491	17.25	4.68	12.57	2.1619
Mar-06	59.824	2.409	16.5	4.77	11.73	2.152
Apr-06	56.552	-3.272	15.75	4.9	10.85	2.1293
May-06	63.381	6.829	15.75	5	10.75	2.1781
Jun-06	62.67	-0.711	15.25	5.16	10.09	2.2483
Jul-06	66.819	4.149	14.75	5.22	9.53	2.1893
Aug-06	71.478	4.659	14.25	5.08	9.17	2.1559
Sep-06	73.393	1.915	14.25	4.97	9.28	2.1687
Oct-06	78.171	4.778	13.75	5.01	8.74	2.1483
Nov-06	83.114	4.943	13.25	5.01	8.24	2.1579
Dec-06	85.839	2.725	13.25	4.94	8.31	2.1499
Jan-07	91.086	5.247	13	5.06	7.94	2.1385
Feb-07	101.07	9.984	13	5.05	7.95	2.0963
Mar-07	109.531	8.461	12.75	4.92	7.83	2.0887
Apr-07	121.83	12.299	12.5	4.93	7.57	2.032
May-07	136.419	14.589	12.5	4.91	7.59	1.9816
Jun-07	147.101	10.682	12	4.96	7.04	1.9319
Jul-07	155.91	8.809	11.5	4.96	6.54	1.8828
Aug-07	161.097	5.187	11.5	4.47	7.03	1.966
Sep-07	162.962	1.865	11.25	4.14	7.11	1.8996
Oct-07	167.867	4.905	11.25	4.1	7.15	1.801
Nov-07	177.06	9.193	11.25	3.5	7.75	1.7699
Dec-07	180.334	3.274	11.25	3.26	7.99	1.786

O diferencial de juros em junho de 2007 era de 7%, indicando que cada dólar da reserva custou sete centavos. Descontando o imposto de renda pago pelo detentor de títulos, que volta como receita para o governo, esta diferença cai para aproximadamente 5,5%. Desta forma, chegamos à conclusão que as altas reservas brasileiras carregam um custo considerável, tornando-se de extrema importância calcular o nível adequado de reservas internacionais, considerando o tamanho da dívida pública interna consequente.

De acordo com estudos de Meurer (2006), o principal efeito de um aumento nas reservas decorre diretamente da esterilização.

Segundo Meurer, (2006):

Um aumento das reservas correspondente a 1% do PIB, equivalente a aproximadamente seis bilhões de dólares em 2004, gera um aumento de um ponto percentual na relação dívida/PIB, que terá como custo adicional a diferença entre a taxa real de juros interna e externa. Enquanto o efeito da esterilização é único, o diferencial de juros permanecerá ao longo do tempo. O aumento observado nas reservas brasileiras em 2003 foi equivalente a 0,4% do PIB, e, em 2004, a 1,24%. Um aumento mais agressivo das reservas geraria efeitos consideráveis e imediatos na dívida. O aumento da dívida será tanto maior quanto mais elevada a taxa real de juros interna em comparação à externa.

Um estudo do Fundo Monetário Internacional (FMI), sugere que países emergentes mantenham reservas em torno de 10% do PIB, o que no caso brasileiro

significa cerca de US\$ 160 bilhões – montante significativamente menor do que os aproximados US\$ 240 bilhões acumulados nos dias atuais. Entre meados de 2009 e maio deste ano foram adicionados US\$ 38 bilhões às reservas. Nesse período o prêmio de risco pelo Credit Default Swap (CDS) ficou estável em 132 pontos – o valor do CDS varia em função das expectativas do mercado quanto à capacidade do emitente em questão de cumprimento do serviço da dívida, subindo quando aumenta o risco de incumprimento e caindo quando esse risco diminuiu - evidenciando a inexistência de efeito redutor do prêmio em razão do incremento de reservas. (Blanche, 2010).

Dessa forma, podemos aferir, que ao chegar em determinado nível, as reservas internacionais não emanam mais para o mercado mundial sinais de solvência econômica que se revertam em uma melhor classificação do risco-país por parte das agências avaliadoras, o que seria um efeito benéfico, pois possibilitaria a redução da taxa de juros real interna, e por sua vez, uma diminuição dos custos relacionados à esterilização e obtenção de recursos externos. Porquanto, uma melhor avaliação do mercado em relação à economia nacional e sua capacidade de cumprimento de suas obrigações internacionais possibilitam, por sua vez, uma redução do prêmio de risco das dívidas nacionais, ou seja, da taxa de juros doméstica, e os efeitos dessa diminuição são múltiplos e virtuosos, pois aquecem o mercado nacional através de melhores condições de financiamento da produção e consumo. Não obstante a redução dos encargos financeiros externos. E, também, não podemos detectar uma relação, na qual quanto maior forem as reservas de um país, maior será o fluxo de capitais estrangeiros ingressantes.

Notavelmente, os países periféricos possuem maior necessidade de reservas internacionais, para servirem como amortecedor em períodos de dificuldades de obtenção de financiamento externo, de tal forma que minimizem os custos de ajustamento no que se refere à produto perdido. Entretanto, o comportamento brasileiro, principalmente de 2007 aos dias atuais, em termos de reservas internacionais, é contraditório. As reservas internacionais brasileiras passaram de aproximadamente US\$ 180 bilhões em 2007, para aproximadamente US\$ 240 bilhões em 2009. Esse aumento de cerca de 75%, não possui um respaldo correspondente em termos do aumento do PIB, e muito menos, em termos de dívida externa do setor público.

O aumento das reservas internacionais brasileiras, paralelo aos custos subsequentes citados, acarreta também em uma valorização cambial, devido ao maior volume de divisas internacionais em posse das autoridades monetárias brasileiras e à

política de câmbio flutuante. E para um país de característica exportadora como o Brasil, isso se traduz em perda de competitividade internacional. Nos dias atuais, pós-crise de 2008, diversos países buscam a recuperação de suas economias dos traumas da crise, através do câmbio subvalorizado, pois assim se tornam mais competitivos e conquistam maiores fatias do mercado. Logo, em um período em que as autoridades brasileiras caracterizam como “guerra cambial”, o aumento desmedido das reservas internacionais gera desvantagens.

A postura do governo brasileiro em relação às reservas internacionais representa uma estratégia de acumulação, comportamento também observado em outros países emergentes – China, Rússia, Índia, entre outros – entretanto, devemos ressaltar, que a taxa de juros brasileira é a mais alta dentre todos, acarretando em pesados custos fiscais associados à esterilização. Não obstante, os custos de oportunidade, como um incremento no nível de investimento agregado da economia, política na qual o país carece, tanto em termos infra-estruturais quanto sociais.

6 CONCLUSÃO

A atual conjuntura econômica global é marcada por um sistema monetário internacional hegemônico e assimétrico. A divisa-chave do sistema capitalista, dólar norte-americano, é a moeda que mais desempenha suas funções monetárias no plano internacional. Como meio de pagamento, é a mais usada para liquidação de dívidas e para trocas comerciais e financeiras. Como unidade de conta, ela é referência para a cotação do valor de ativos financeiros, das principais *commodities*, e ainda, serve como referência cambial para autoridades monetárias de muitos países. E como reserva de valor, é a unidade em que se referenciam a maior parte das reservas cambiais dos governos e da riqueza financeira dos agentes privados.

Dessa forma, a emissão da divisa-chave na jurisdição de um Banco Central soberano, confere grandes vantagens ao país emissor, dado que o país pode financiar seus déficits externos com a impressão do seu próprio papel-moeda. Configurando seus títulos soberanos como o ativo de maior liquidez da finança global. Neste contexto hegemônico, as economias periféricas que buscam um padrão monetário coeso, devem buscar a estabilidade do valor de suas moedas nacionais em relação aos outros bens da economia. Conquistar a confiança dos agentes no cumprimento dos contratos denominados na moeda de conta do Estado, através de uma estrutura institucional atuante que garanta a funcionabilidade do sistema. E por fim, mediante aspectos normativos e políticos, limitar a concorrência de outras moedas ou divisas estrangeiras que venham a minar a posição da moeda nacional enquanto mediadora e soberana das outras moedas dentro do território nacional.

O Brasil, no início da década de 90, optou por uma postura liberalizante. Através da desregulamentação econômica, liberalização dos capitais – comercial, produtivo e financeiro – o país buscou inserir-se na nova dinâmica capitalista que vinha se configurando no final do século XX. Neste contexto, onde os fluxos de capitais se tornaram mais rápidos e voláteis, as reservas internacionais se revelaram fundamentais para a sanidade econômica, principalmente para os países periféricos cujas moedas nacionais não desempenham suas funções monetárias no plano externo. E, também, para sustentar o padrão monetário nacional, porquanto as economias periféricas convivem com o constante ceticismo dos agentes econômicos em relação à capacidade de adimplência dos seus compromissos externos, e também no que diz respeito à

conversibilidade dos seus investimentos em divisas estrangeiras . Assim sendo, um nível pequeno de reservas vulnerabiliza a economia aos ataques especulativos. A experiência da década de 90, mostrou como as reservas contribuíram para o não colapso de uma crise cambial. Com a declaração do *default* russo, no final da década, as especulações voltaram-se à economia brasileira, que sofria de desequilíbrios tanto nas contas públicas quanto no setor externo, e ainda, mantinha uma taxa de câmbio sobrevalorizada. O que se observou foi a redução das reservas internacionais em um montante de aproximadamente US\$ 30 bilhões, e a consequente adoção do câmbio flutuante. Dessa forma, podemos aferir que só não se instaurou um colapso financeiro no Brasil, no final da década de 90, devido ao colchão de liquidez – reservas internacionais – que possibilitou amortecer os sucessivos impactos.

Quando analisamos a composição das reservas internacionais, sob gestão do Banco Central do Brasil (BCB), observamos o caráter hegemônico do dólar estadunidense. Em 31 de dezembro de 2009, a moeda dos EUA correspondia a 81,9% das reservas. Se observarmos as reservas mundiais, segundo fontes do FMI, esse valor é de 62,14%, mostrando-se o dólar preponderante em todo o globo.

A preferência de investimento das reservas internacionais brasileiras, pelo BCB, são os títulos soberanos, com destaque aos norte-americanos, que correspondem a aproximadamente 75%. A política adotada pelo Bacen é a de *hedge*, ou seja, preventiva, de segurança. Assim, a preocupação volta-se em atender os compromissos externos soberanos, e diminuir a exposição do país a oscilações cambiais. Logo, a composição das reservas busca uma correlação com o passivo externo, configurando uma política de *hedge* cambial. Depois de garantida essa condição, o BCB almeja liquidez, ou seja, poder vender um ativo ou fechar uma posição no momento desejado, sem incorrer em custos significativos. Por último, busca-se rentabilidade com os investimentos.

As crises financeiras da década de 90 evidenciaram a importância das economias acumularem reservas internacionais, ou seja, manterem-se líquidas para não tornarem-se sucetíveis e vulneráveis a choques externos. Tais reservas amortecem os impactos de uma ruptura dos fluxos de capitais para o país, qual sejam: escassez de financiamento, queda da produção e da atividade econômica, desemprego, desvalorização monetária, alta dos juros, entre outros. Contudo, uma questão pertinente aparece: o nível adequando de reservas.

As reservas internacionais sempre forma vitais para sustentação de um padrão monetário nacional coeso, com o colapso de Bretton Woods e a consequente adoção do

padrão dólar flutuante, essa alocação apenas se tornou mais complexa. Entretanto, o volume financeiro alocados em reservas internacionais, pelas autoridades brasileiras, nos últimos cinco anos, é algo inédito na história nacional. Em 2007, as reservas eram de aproximadamente US\$ 180 bilhões, e em 2009 esse montante atingiu a cifra de aproximadamente US\$ 240 bilhões, esse incremento de 75% não foi acompanhado de um aumento do PIB ou da dívida externa do setor público correspondentes. Fatores que poderiam justificar a ascensão das reservas. Contudo, o que acompanha esse movimento ascendente é a dívida pública interna, porquanto para acumular essas reservas, o Governo recorre à operação de esterilização cambial para enxugar a base monetária e manter as metas inflacionárias.

Enquanto o custo da esterilização é único, o diferencial das taxas de juros interna e externa seguem ao longo do tempo. Assim, a dinâmica é perversa para o caso brasileiro. Pois a taxa de juros básica do Brasil é uma das mais altas do mundo, e por sua vez, aproximados três quartos das reservas brasileiras estão aplicadas nos títulos soberanos dos EUA, que possuem rendimentos baixíssimos. Dessa forma, o custo fiscal associado ao acúmulo de reservas não justifica a manutenção dos atuais níveis exacerbados. Por fim, guisando a conclusão, outro fator intensifica o caráter exagerado das reservas internacionais brasileiras: o custo de oportunidades. Um país como o Brasil que carece de infra-estrutura e condições sociais dignas, poderia alocar parte das reservas no aumento do nível do investimento agregado da economia, de forma a reduzir as desigualdades, fortalecer suas instituições - melhorar os serviços prestados à sociedade - enfim, aperfeiçoar seu espaço nacional para a reprodução do capital

REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M. (1986) **La fin des devises clés : essai sur la monnaie internationale**. Paris: La Découverte. In : ROSSI, P.L. A pirâmide e a esfinge: estudo sobre a hierarquia das divisas, a integração financeira de países periféricos e a volatilidade de câmbio e juros. 09/10/2008. 75pgs. Dissertação de mestrado. Instituto de Economia da Unicamp. Campinas 09/10/2008.
- ANGARÍTA, D. F. L. (2006) **Level of international reserves and exchange risk in Colombia**. Revista de Economía institucional, v. 8, n. 15, 2nd Sem. 2006.
- ARIDA, P. (2003) **Por uma moeda plenamente conversível**. Em: Revista de Economia Política, v. 23, n. 3.
- AVERBUG, A. e GIAMBIAGI, F. (2000) **A crise brasileira de 1998/1999 origens e consequências**. texto para discussão 77, Rio de Janeiro.
- BELUZZO, L. G. M. (1997) **Dinheiro e as transfigurações da riqueza**. In: M. C. Tavares e J. L. Fiori (orgs.), Poder e dinheiro: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, p. 151-193.
- BELLUZZO, L.G. (2005) **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo Editorial.
- BELL, S.A (2001) **The Role of the State and the Hierarchy of Money**, Cambridge Journal of Economics, v. 25.
- BLANCHE, N. (2010) **Reservas internacionais, custos versus benefícios**. entrevista concedida ao jornal Estado de Sao Paulo em 19.07.2010
- BORDO, M.; FLANDREAU, B. (2001) **Core, periphery, exchange rate regimes, and globalization**. Nov. 2001. (NBER Working Paper, n. 8584).

CARNEIRO, R. (2006) **Globalização e inconvertibilidade monetária**. Texto para discussão 120, Campinas: IE-Unicamp.

COHEN, B. J. (2004) **The future of money, Princeton**: Princeton University Press. In: ROSSI, P.L. A pirâmide e a esfinge: estudo sobre a hierarquia das divisas, a integração financeira de países periféricos e a volatilidade de câmbio e juros. 09/10/2008. 75pgs. Dissertação de mestrado. Instituto de Economia da Unicamp. Campinas 09/10/2008.

EICHENGREEN, B.; ROSE, A.K.; WYPLOSZ, C. (1997). **Contagious currency crises**. (Texto avulso obtido na Internet, no endereço <http://www.unige.ch/~wyplosz> em 22 de setembro de 2010).

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. (2005). **Other people's money – debt denomination and financial instability in emerging market countries**. Chicago: The University of Chicago Press, 2005. In: CARNEIRO, R. (2006) Globalização e inconvertibilidade monetária. Texto para discussão 120, Campinas: IE-Unicamp.

EICHENGREEN, B.; LEGLANG, D. (2002). **Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right?** NBER Working Paper Series n. 9427, December.

FIORI, J. L. (2004) **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2004.

FILGUEIRAS, L. (2000) **Historia do Plano Real**. 1ed. Boitempo Editorial. São Paulo, novembro de 2000.

FISCHER, S. **How to avoid international financial crisis and the role of the International**, Monetary Fund. Preparado para o “15th Annual Cato Institute Monetary

FRANCO, G.H.B. (1998) **A inserção externa e o desenvolvimento**. Revista de economia política, vol.18 n 3 (71) junho-setembro/1998.

GARCIA, M. G. P. (2006) **Reservas internacionais: debate carente de números**. 2006

GARCIA, P.; SOTO, C. (2004) **Large Holdings of International Reserves: Are They Worth It?** , Central Bank of Chile Working Papers N° 299, 2004.

JEANNE, O.; RANCIERE, R. (2005) **The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Economies: Formulas and Applications**, IMF Research Department, 2005.

JEANNE, O. (2007) **International reserves in emerging market countries: too much of a good thing?** In: Brookings papers on Economic activity 1:2007, 2007.

KRUGMAN, P. (1979). **A model of balance of payments crises**. Journal of Money, Credit and Banking, 11(3), Agosto.

MEURER, R. (2006) **Custo na dívida pública interna da redução da vulnerabilidade externa brasileira através do aumento das reservas internacionais**. Análise Econômica, vol. 24 n 46.

MINSKY, H. (1986) **Stabilizing an unstable economy**. London: Yale University Press.

PRATES, D.M. (2007) **A alta recente dos preços das commodities**. Revista de Economia Política. Vol. 17 n°3 (107) julho-setembro/2007.

OBSTFELD, M. (1994). **The logic of currency crises**. Cashiers Économiques et Monétaires, 43: 189-213.

RELATÓRIO DE GESTÃO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS. v.2 2010 (obtido na Internet, no endereço <http://www.bcb.gov.br/?GESTAORESERVAS>)

ROGOFF K.S.; SAVASTANO M.A. (2003) **Debt Intolerance**. Paper provided by National Bureau of Economic Research, Inc in its series NBER Working Papers with number 9908.

ROSSI, P.L.(2008) **A pirâmide e a esfinge: estudo sobre a hierarquia das divisas, a integração financeira de países periféricos e a volatilidade de câmbio e juros.** 09/10/2008. 75pgs. Dissertação de mestrado. Instituto de Economia da Unicamp. Campinas 09/10/2008.

SCHWARTSMAN, A. (1999) **A crise cambial e o ajuste fiscal.** Revista de economia política, v. 19, n. 1 (73), janeiro-março/1999

SERRANO, F. (2002) **Do ouro imóvel ao dólar flexível.** Economia e Sociedade, n.11

TAVARES, M. C. (1985) **A retomada da hegemonia norte-americana.** Revista de Economia Política, vol. 5, n 2, abril-junho/1985.

TAVARES, M. C. e FIORI, J.L. (1993) **Desajuste global e modernização conservadora.** São Paulo: Paz e Terra, 1993.

VERISSIMO, M. P. & Brito, M. H. (2004). **Liberalização da conta de capital e fluxos de portfólio para o Brasil no período recente.** Anais do XXXII Encontro Nacional de Economia - ANPEC.

VONBUN, C. (2008) **Reservas internacionais para o Brasil: custos fiscais e patamares ótimos.** Texto para discussão nº 1357. Rio de Janeiro, setembro de 2008.